

DANNI DA RATING E RIMEDI A DISPOSIZIONE DEGLI INVESTITORI

di GIAMPAOLO MORINI

SOMMARIO: 1. Premessa. 2. Inquadramento normativo. 3. ... *segue*: Il parere della BCE. 4. Metodologie e trasparenza. 5. Regolamento (CE) N. 1060/2009: Utilizzo dei rating. 6. Certificazione basata sull'equivalenza. 7. Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie: Novità introdotte dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013. 8. ... *segue*: agenzie di rating del credito minori nell'UE. 9. Definizione delle agenzie di *rating del credito minori* ai fini della presente relazione. 10. ... *Segue*: Qualità e integrità del processo di valutazione. 11. Vigilanza e registrazione delle agenzie di rating del credito e riconoscimento delle ECAI. 12. La funzione del rating. 13. La presentazione del rating del credito. 14. *Segue*: Obblighi aggiuntivi in relazione ai rating di strumenti finanziari strutturati. 15. L'Interesse della BCE verso le CRA. 16. Dipendenza dai rating: un problema in via di risoluzione? 17. Il Comitato di Basilea. 18. Eccessivo affidamento ai rating del credito esterni. 18. ... *segue*: Disponibilità di alternative ai rating esterni. 19. ... *segue*: Misure basate sulla contabilità. 21. ... *segue*: Classificazione del rischio paese dell'OCSE. 22. ... *segue*: Scoring delle banche centrali. 23. Situazione del mercato dei rating del credito e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito per promuovere la concorrenza nel mercato dei rating del credito. 24. ... *segue*: Ostacoli all'accesso al mercato. 25. Provvigioni. 26. Sviluppi attesi sul mercato delle agenzie di rating del credito. 27. ... *segue*: Impatto e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di concorrenza. 28. ... *Segue*: Articolo 8 quater. 29. ... *segue*: Articolo 8 quinquies. 30. *Segue*...: Articolo 11, § 2. 31. ... *Segue*: Articolo 11 bis. 32.

Lo stato dell'Unione del 2016. 33. Misure di follow-up. 34. ... segue: Capacità delle banche di finanziare l'economia in generale. 35. ... segue: Finanziamento delle PMI. 36. ... segue: Investimenti sostenibili a lungo termine. 37. ... segue: Sostegno della liquidità del mercato. 38. ... segue: Accesso alla compensazione. 39. Migliorare la proporzionalità delle norme senza compromettere il conseguimento degli obiettivi prudenziali. 40.... Un punto della situazione 41. **Il conflitto di interessi.** 42. ... *Segue:* Conflitto di interessi. 43. Disposizioni relative ai prodotti finanziari strutturati e loro potenziale estensione ad altri prodotti finanziari. 44. Modelli di remunerazione alternativi. 45. Valutazione globale. 46. Opportunità e fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea. 47. Conclusioni. 48. Sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano. 49. Eccessivo affidamento ai rating esterni nei mercati delle obbligazioni sovrane: Rischi derivanti da un eccessivo affidamento ai rating delle obbligazioni sovrane. 50. *Segue:* Osservazioni sui rating del debito sovrano e sui mercati obbligazionari dell'UE. 51. ... *segue:* Rendimenti delle obbligazioni sovrane. 52. Risposta politica per attenuare i rischi di un eccessivo affidamento ai rating del debito sovrano: Rafforzare il controllo normativo sulle agenzie di rating del credito. 53. Aumentare la trasparenza dei rating del debito sovrano. 54. ... *Segue:* Ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito esterni. 55. Esigenze informative degli investitori: Tipi di investitori ed esigenze informative. 56. *Segue:* Situazione del mercato delle obbligazioni sovrane. 57. Informazioni a disposizione degli investitori. 58. Informazioni fornite dalla Commissione europea. 59. Rafforzamento della vigilanza fiscale e macroeconomica degli Stati membri. 60. SEC 2010. 61. Opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano. 62. Impatto di una valutazione europea del merito di credito: Impatto sull'affidamento ai rating sovrani. 63. Le opinioni espresse dalla dottrina ed il rilievo del rating in giurisprudenza. 64. Rating / informazione: differenze. La responsabilità del revisore. 65. La responsabilità da inadempimento contrattuale nei

confronti degli utilizzatori di rating abbonati e/o registrati. 66. I doveri di informazione ed indipendenza da parte dell'*advisor*. 67. Ipotesi di responsabilità della CRA nei confronti dell'investitore finale. 68. La responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating. 69. La disciplina nazionale in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori. 70. La responsabilità delle agenzie di rating nella giurisprudenza statunitense. Limiti e problemi. 71. L'applicabilità del Primo Emendamento della Costituzione americana alle agenzie di rating. 72. L'*actual malice* come *required state of mind*. 73. Tribunale distrettuale degli Stati Uniti per il distretto centrale della California - 245 BR 151 (CD Cal. 1999), 18 marzo 1999. 74. Overview of the credit rating agencies' role in the current financial crisis and their use of the first amendment to defend against liability. (panoramica sul ruolo delle agenzie di valutazione del credito nella crisi finanziaria attuale e il loro utilizzo del primo emendamento da difendere contro responsabilità). 75. Corte Suprema degli Stati Uniti, Central Hudson Gas & Elec. v. Public Svc. Comm'n, 447 US 557 (1980) Central Hudson Gas & Electric Corp. v., Commissione di servizio pubblico di New York N. 79-565, Discusso il 17 marzo 1980, Deciso il 20 giugno 1980, 447 US 557. 76. Corte Suprema degli Stati Uniti, New York Times Co. contro Sullivan, 376 US 254 (1964), New York Times Co. contro Sullivan, N. 39, Discusso il 6 gennaio 1964, Deciso il 9 marzo 1964 376 US 254. 77. La tutela del rating nella sentenza *In re Fitch*. 78. Segue: un punto della situazione sulla giurisprudenza statunitense. 79. Responsabilità nei confronti degli investitori nel diritto italiano. 80. Responsabilità nei confronti degli emittenti. 81. Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685. 82. L'offerta a investitori non professionali di titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione dei crediti. 83. L'elemento soggettivo. 84. La sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835. 85. I doveri dell'agenzia di rating. 86. Il dovere di indipendenza. 87. Il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati. Il Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. 88. Il dovere di accuratezza. 89. Il

dovere di professionalità e competenza. 90. Il dovere di trasparenza. 91. La diligenza dell'agenzia di rating. 92. Ambito di operatività dell'art. 2236 c.c. 93. Il criterio della colpa oggettiva. 94. Il nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore.

1. Premessa.

Le funzioni che svolgono le *agenzie di rating* (di seguito CRA) ed il ruolo da esse assunto nel tessuto macroeconomico, necessitano una attenta analisi direi, preliminare, su alcuni aspetti, ovvero: il conflitto di interessi, insito nella procedura di formazione del rating; le ipotesi di responsabilità extracontrattuale a danno degli attori del mercato configurabili secondo i regimi di responsabilità vigenti.

Nonostante gli interventi legislativi e la poca giurisprudenza rinvenibile, ad oggi, mancano risposte univoche e chiare alle criticità accennate.

2. Inquadramento normativo.

Nell'ottobre 2007 i ministri delle Finanze dell'UE hanno approvato una serie di conclusioni sulla crisi finanziaria, tra cui la proposta di valutare il ruolo svolto dalle agenzie di rating e di occuparsi dei problemi a questo livello.

Peraltro, è giusto osservare che la maggior parte degli Stati membri non hanno ancora oggi una legislazione che regolamenti le attività delle agenzie di rating del credito né le condizioni per l'emissione dei rating.

A tale carenza ha soccorso (almeno in parte) il **Regolamento (CE) N. 1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito**, (nel suo primo considerando) non da una definizione delle agenzie, ma ne identifica le finalità: *Le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i loro rating del credito sono utilizzati dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai governi come elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti.*

Da una prima lettura del Regolamento emerge chiaramente il

ruolo di termometro delle CRA sul mercato mondiale: *Ne consegue che rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori.*

Dato il ruolo assunto dalla società di rating, è sentito, a livello comunitario (ma non solo) l'esigenza di garantire che le attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei **principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale**, affinché i rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano **indipendenti, oggettive e di qualità adeguata**.

È bene ricordare che le CRA hanno trovato una prima regolamentazione solo dopo che il loro ruolo aveva conquistato la credibilità del mercato, e che all'entrata in vigore del citato Reg. la maggior parte delle CRA del credito avevano, ed anno tutt'oggi, sede al di fuori della Comunità.

Infatti, già il **Comitato Economico e Sociale Europeo (CESE)** con **parere del 13 maggio 2009**, prendeva atto che: *Per motivi storici l'attività di valutazione del merito di credito (o credit rating) è un oligopolio mondiale che comprende tre principali agenzie di rating, vale a dire **Fitch, Moody's e S&P**. Sebbene abbiano la loro sede centrale negli Stati Uniti, esse sono anche i principali prestatori di servizi di rating nell'Unione europea.*

Il CESE, aveva rilevato l'urgenza di intervenire sull'operato delle CRA a seguito della crisi finanziaria del 2007 suscitando interrogativi sull'accuratezza dei rating assegnati dalle CRA in generale, nonché sull'integrità dell'intero processo di rating.

Già nel 2006 la **Commissione Europea** aveva illustrato il suo approccio in materia di regolamentazione delle agenzie di rating e affermato che avrebbe monitorato con grande attenzione gli sviluppi in questo settore.

Fu proprio la Commissione Europea a presentare una proposta di regolamento caratterizzata dai seguenti punti:

- garantire che le agenzie di rating evitino conflitti di interessi nel processo di rating o almeno li gestiscano adeguatamente;
- migliorare la qualità delle metodologie utilizzate dalle agenzie di rating e la qualità dei rating:
- accrescere la trasparenza fissando obblighi di

comunicazione delle informazioni in capo alle agenzie di rating;

- garantire una rete di registrazione e vigilanza efficiente, evitando l'arbitraggio regolamentare tra i diversi Stati membri dell'UE.

Gli obiettivi delineati dalla Commissione Europea, furono oggetto di una integrazione da parte del c.d. **gruppo Larosière** che suggerì le seguenti raccomandazioni:

- all'interno dell'UE, responsabile per la registrazione e la vigilanza delle CRA dovrebbe essere un Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) rafforzato,

- si dovrebbe intraprendere un esame approfondito del modello aziendale delle CRA, delle loro fonti di finanziamento e della possibilità di separare l'attività di valutazione del merito di credito da quella di consulenza,

- l'utilizzo dei rating nella regolamentazione del settore finanziario dovrebbe, con il tempo, essere sensibilmente ridotto,

- la valutazione del merito del credito per i prodotti strutturati andrebbe modificata con l'introduzione di codici appositi per questi prodotti.

Tutti gli obiettivi hanno a fondamento, come auspicato dal gruppo **Larosière** la necessità di ***un aumento della diligenza, una valutazione più approfondita da parte degli investitori, una migliore vigilanza.***

Emerge in modo chiaro, dunque, che la preoccupazione maggiore è avvertita in merito alla terzietà ed imparzialità delle CRA, in quanto, come ribadito dal parere CESA, sussiste *un conflitto intrinseco nel modello aziendale, perché l'emittente del debito paga per ottenere un rating, conflitto che nel caso dei prodotti strutturati è però acuito perché (i) l'arranger, in quanto soggetto che progetta l'operazione - che può così essere strutturata con una certa flessibilità per ottimizzare il rating - può anche scegliere tra le CRA quella che darà all'emissione un rating favorevole, e per il fatto che (ii) esiste un'alta concentrazione di arranger.*

3. ... segue: il parere della BCE.

Anche la Banca Centrale Europea, da parte sua, pose alla

vigilia del Regolamento in commento i seguenti obiettivi:

- **trasparenza nell'emissione dei rating**; secondo la BCE, la loro osservanze dovrebbero essere migliorata, per consentire una migliore comparazione tra le valutazioni di rating delle agenzie di rating del credito e per promuovere una più ampia concorrenza in tale settore;

- **uniformità nel processo di rating secondo standard di qualità e integrità adeguati**;

- evitare che il processo di rating non conduca ad un'eccessiva volatilità dei rating che potrebbe risultare in una brusca modifica dei prezzi delle attività e indebolire la fiducia sui mercati e ciò al fine di garantire la stabilità finanziaria;

- **garantire l'integrità e l'indipendenza delle agenzie di rating del credito attraverso il superamento del conflitto di interesse**.

La BCE, tuttavia, rispetto alla proposta di Regolamento, assunse una posizione più critica rispetto a quella del CESE.

La proposta di regolamento si poneva infatti come disciplina per i **rating destinati ad essere utilizzati a fini regolamentari o di altro tipo** operati dagli enti regolamentati del settore finanziario (enti creditizi, imprese di investimento, imprese di assicurazione vita, non vita e di riassicurazione, **organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM)** e enti pensionistici aziendali o professionali) e quindi destinati al pubblico o distribuiti previo abbonamento (Articolo 2, paragrafo 1 del regolamento proposto).

Inoltre, osservava la BCE, che a tali enti regolamentati, sarebbero stato consentito utilizzare, a fini regolamentari, solo rating emessi da agenzie di rating del credito stabilite nell'Unione Europea e registrate conformemente al regolamento proposto (Articolo 4, primo paragrafo, del regolamento proposto).

Secondo la BCE, inoltre, l'espressione *a fini regolamentari o di altro tipo* indicava una preferenza per un ambito di applicazione ampio, ma sia la relazione illustrativa acclusa al regolamento proposto, sia la valutazione d'impatto della Commissione, caldeggiavano un approccio più restrittivo, secondo cui il regolamento proposto avrebbe dovuto comprendere solo i rating usati a fini regolamentari (L'uso di

rating a fini diversi da quelli regolamentari è già disciplinato dal regolamento proposto art. 4, secondo paragrafo del regolamento proposto).

Secondo la Commissione l'approccio proposto doveva ritenersi *proporzionato* in quanto avente *per oggetto non tutte le agenzie di rating del credito, bensì soltanto quelle i cui rating sono utilizzati a fini regolamentari da istituti finanziari, vale a dire quelle con un impatto potenzialmente elevato sul sistema finanziario*¹.

Il regolamento proposto oscillava, dunque, tra l'obiettivo di introdurre *un'impostazione comune per garantire la qualità elevata dei rating utilizzati nella Comunità*², che *tutti i rating utilizzati dagli istituti finanziari soggetti alla legislazione comunitaria fossero di elevata qualità ed emessi da agenzie di rating del credito soggette a requisiti rigorosi*³, da un lato e, dall'altro, l'obiettivo più limitato di richiedere la registrazione solo per le agenzie di rating del credito stabilite nella Comunità cercando di garantire l'uso dei rating ai soli fini regolamentati dalle istituzioni finanziarie nell'Unione europea⁴.

Inoltre, il regolamento proposto non chiariva, secondo la BCE, le regole applicabili ai titoli per i quali fosse stato pubblicato un prospetto ai sensi della **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** (GU L 345 del 31.12.2003, pag. 64), valutati ai sensi del regolamento proposto.

Nell'enunciare il proprio ambito di applicazione, il regolamento proposto definiva poi i *fini regolamentari*

¹ Il paragrafo 2.2 della relazione illustrativa. Ciò trova conferma nel paragrafo 5.2.4 del Documento di lavoro della Commissione accluso al regolamento proposto - Valutazione d'impatto- SEC (2008) 2745, del 12 novembre 2008, disponibile sul sito Internet della Commissione all'indirizzo www.ec.europa.eu.

² Articolo 1. Considerando 28, secondo periodo, del regolamento proposto fa riferimento al requisito che richiede che le autorità competenti dispongano dei mezzi necessari per garantire che «i rating utilizzati all'interno della Comunità siano emessi conformemente» al regolamento proposto.

³ si vedano il considerando 2 nonché i considerando 6 e 38 del regolamento proposto.

⁴ Si veda l'articolo 12, paragrafo 1 e il considerando 21 del regolamento proposto.

principalmente attraverso un riferimento all'esempio più significativo di ricorso ai **rating del credito** nell'ambito della regolamentazione finanziaria, vale a dire la **direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006**, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio (rifusione) (GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1), ai sensi della quale gli enti creditizi possono utilizzare i rating come uno dei riferimenti per il calcolo dei loro requisiti patrimoniali a fini di solvibilità⁵.

La BCE dà per inteso che tale approccio comprendesse i rating che hanno *un impatto potenzialmente elevato sul sistema finanziario*⁶.

Data la genericità dell'espressione *fini regolamentari*, formula che non chiariva, sin dalla proposta di regolamento se essa comprendesse i riferimenti al ricorso al rating nella legislazione comunitaria (così come attuata nella legislazione nazionale) e nelle leggi nazionali, la BCE suggerì la necessità di un ulteriore chiarimento.

Detto suggerimento veniva accolto all'art. 2 let. g) del Regolamento poi varato che definisce *a fini regolamentari: l'utilizzo dei rating del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto comunitario così come recepito dalla legislazione nazionale degli Stati membri*.

Da una prima lettura, inoltre, l'obbligo per le agenzie di rating del credito di comunicare *qualsiasi rating* (Art. 8, paragrafo 1, del regolamento proposto), poteva apparire in conflitto con l'ambito di applicazione del regolamento proposto laddove fossero limitate ai rating utilizzati a fini regolamentari; tuttavia l'art. 10 del regolamento ha stabilito che: *Un'agenzia di rating del credito comunica qualsiasi rating del credito e qualsiasi decisione di abbandono di un rating su base non selettiva e in modo tempestivo. Nei casi di decisione di abbandono di un rating, le informazioni comunicate includono tutti i motivi alla base della decisione*.

La BCE, in sede di parere osservò poi, che il regolamento proposto prevedeva la relativa applicazione solo ai rating

⁵ Si veda il paragrafo 1.1 della valutazione d'impatto e il considerando 1 del regolamento proposto.

⁶ Si veda il paragrafo 2.2 della relazione illustrativa.

distribuiti previo abbonamento o comunicati al pubblico.

Coerentemente con le regole applicabili alle **agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI)** di cui alla **direttiva 2006/48/CE** (Allegato VI, parte 2), la BCE suggerì di chiarire se i rating fossero considerati come comunicati al pubblico; se fossero accessibili agli utilizzatori potenziali alle medesime condizioni e se permettevano una valutazione adeguata da parte del pubblico.

In sede di approvazione del Regolamento, le osservazioni della BCE trovarono, almeno in parte accoglimento, infatti l'art. 2 prevede che: *Il presente regolamento si applica ai rating emessi dalle agenzie di rating del credito registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento.*

Inoltre, nel delimitare l'ambito applicativo del regolamento l'art. 2 ha previsto: *Il presente regolamento **non si applica:***

a) ai rating privati prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento;

b) ai «credit scores» (punteggio sull'affidabilità creditizia), ai sistemi di «credit scoring» o valutazioni analoghe inerenti a obblighi derivanti dalle relazioni con i consumatori e i rapporti commerciali o industriali;

c) ai rating prodotti dalle agenzie per il credito all'esportazione in conformità del punto 1.3 della parte I dell'allegato VI della direttiva 2006/48/CE; o

d) ai rating prodotti dalle banche centrali, e che:

i. non sono pagati dall'entità valutata;

ii. non sono comunicati al pubblico;

iii. sono emessi nel rispetto dei principi, delle norme e delle procedure che garantiscono l'integrità e l'indipendenza adeguate dell'attività di rating secondo quanto previsto dal presente regolamento; e

iv. non riguardano strumenti finanziari emessi dalle banche centrali dei rispettivi Stati membri.

Infine, la BCE osservò che i rating si sarebbero dovuti basare su metodologie che combinano approcci qualitativi e

quantitativi⁷.

Si rileva a tale riguardo che gli strumenti di rating dei fornitori terzi⁸ di solito si basano unicamente su approcci quantitativi e non prendono in considerazione informazioni di tipo qualitativo, quali le informazioni ottenute tramite contatti con l'alta direzione e il personale operativo delle entità valutate.

4. Metodologie e trasparenza.

Nell'ambito del quadro politico per le operazioni di politica monetaria dell'Eurosistema [che comprende la BCE e le banche centrali nazionali degli Stati membri che hanno adottato l'euro (BCN)], questo tipo di sistema di valutazione del credito è trattato in modo diverso rispetto alle altre fonti di valutazione del credito, quali le ECAI.

Pertanto, si dovrebbe verificare se il regolamento proposto debba specificare che i rating prodotti da strumenti di rating dei fornitori terzi non ricadono nel suo ambito di applicazione.

Detto questo il Regolamento approvato ha stabilito all'art. 8 che:

1. *Un'agenzia di rating del credito comunica al pubblico le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzati nelle sue attività di rating del credito come definite all'allegato I, sezione E, parte I, punto 5.*

2. *Un'agenzia di rating del credito adotta ed applica effettivamente le misure adeguate a garantire che i rating che essa emette siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che sono rilevanti per l'analisi da essa condotta **in base alle proprie metodologie di rating**. Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che essa usa ai fini dell'assegnazione di un rating siano di qualità*

⁷ Si veda a tale riguardo la direttiva 2006/48/CE (allegato VI, parte 2) che dispone che, per distinguere tra i gradi relativi di rischio espressi da ciascuna valutazione del merito di credito, le autorità competenti debbano considerare fattori sia qualitativi che quantitativi.

⁸ Si veda il paragrafo 5 del parere BCE e il paragrafo 6.3.1 dell'allegato I dell'indirizzo BCE/2000/7, del 31 agosto 2000, sugli strumenti e sulle procedure di politica monetaria dell'Eurosistema - GU L 310 dell'11.12.2000, pag. 1); si veda il testo consolidato non ufficiale prodotto dall'Ufficio delle pubblicazioni ufficiali delle Comunità europee, disponibile sul sito Internet della BCE all'indirizzo www.ecb.europa.eu

sufficiente e provengano da fonti affidabili.

3. *Un'agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi.*

4.

5. *Un'agenzia di rating del credito controlla i propri rating e li rivede insieme alle metodologie utilizzate, costantemente ed almeno a cadenza annuale, in particolare quando intervengano modifiche significative che potrebbero incidere sul rating del credito.*

Al fine di garantire al meglio la trasparenza delle metodologie utilizzate dalle CRA il co. 6 dell'art. 8 stabilisce che quando un'agenzia di rating del credito cambia le metodologie, i modelli o le ipotesi principali utilizzati nelle attività di rating, deve:

- comunica immediatamente, tramite gli stessi mezzi di comunicazione utilizzati per la distribuzione dei rating interessati, quali rating ne saranno probabilmente influenzati;
- rivedere i rating interessati quanto prima e comunque entro sei mesi dal cambiamento, tenendo nel frattempo tali rating sotto osservazione; e
- rivalutare tutti i rating basati su tali metodologie, modelli o ipotesi principali di rating se, dopo la revisione, l'effetto combinato complessivo dei cambiamenti influenza tali rating.

Gli obblighi da parte delle CRA, in merito alla modifica delle metodologie, sono stati integrati dal **REGOLAMENTO (UE) N. 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013, che ha stabilito che le modifiche devono essere immediatamente comunicate all'AESFEM** e pubblicate sul suo sito Internet, devono essere altresì pubblicati i risultati della consultazione, le nuove metodologie di rating, le spiegazione dettagliate e la data della loro applicazione; devono poi essere pubblicate sul suo sito Internet le risposte alla consultazione di cui al paragrafo 5 bis, eccetto nei casi in cui il destinatario della consultazione richieda riservatezza.

La CRA, ha, poi l'obbligo di notificare gli errori all'AESFEM e a tutte le entità valutate interessate illustrando l'incidenza sui suoi rating, compresa la necessità di riesaminare i rating emessi.

Qualora gli errori abbiano effetti sui suoi rating del credito, la CRA deve pubblicare tali errori sul suo sito Internet; correggere tali errori nelle metodologie di rating e applicare le misure di cui al paragrafo 6, lettere a), b) e c).

Sulle metodologie in utilizzo alle CRA, il legislatore comunitario ha dedicato molto spazio al fine di **poter garantire trasparenza ed efficienza**, arrivando a prevedere all'art. **23 del Reg.** che quando un'agenzia di rating del credito cambia le metodologie, i modelli o le ipotesi principali utilizzati nelle attività di rating, deve comunicare immediatamente, tramite gli stessi mezzi di comunicazione utilizzati per la distribuzione dei rating interessati, quali rating ne saranno probabilmente influenzati; **deve rivedere i rating interessati quanto prima e comunque entro sei mesi dal cambiamento, tenendo nel frattempo tali rating sotto osservazione**; infine la CRA, deve rivalutare tutti i rating basati su tali metodologie, modelli o ipotesi principali di rating se, dopo la revisione, l'effetto combinato complessivo dei cambiamenti influenza tali rating.

Le agenzie di rating del credito devono stabilire una funzione di revisione **responsabile** per rivedere periodicamente le metodologie, i modelli, e le ipotesi principali alla base del rating del credito, quali gli assunti matematici e le relative correlazioni, nonché ogni loro significativo cambiamento o modifica dell'adeguatezza.

Inoltre, come si vedrà meglio oltre, nella presentazione del rating deve essere indicata la principale metodologia o versione di metodologia utilizzata per determinare il rating, con un riferimento ad una sua ampia descrizione.

Il Regolamento (UE) N. 462/2013 ha evidenziato l'importanza di garantire trasparenza e dialettica nell'apportare le modifiche alle metodologie di rating.

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.

Tale interazione aiuterà tutte le parti interessate 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 infatti dare un valido contributo alle CR nella definizione di tali metodologie.

È dunque stato ritenuto 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 altresì 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.

Ove opportuno, le metodologie di rating dovrebbero tenere conto dei rischi finanziari derivanti dai rischi ambientali.

Secondo il Reg. (UE) N. 462/2013 occorre che le agenzie di rating del credito possano essere ritenute responsabili se violano intenzionalmente o per colpa grave gli obblighi imposti loro dal regolamento (CE) n. 1060/2009.

Tale **criterio di colpevolezza** è appropriato in quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie, e conseguentemente, può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato.

Inoltre, è opportuno che le agenzie di rating del credito siano esposte a una responsabilità potenzialmente illimitata unicamente in caso di violazione intenzionale o per colpa grave del regolamento (CE) n. 1060/2009.

Gli obiettivi del Reg. (UE) N. 462/2013, ovvero quelli di **rafforzare l'indipendenza delle agenzie di rating del credito, promuovere processi e metodologie di rating del credito affidabili, attenuare i rischi associati ai rating sovrani, ridurre il rischio di un eccessivo affidamento ai rating da parte degli operatori del mercato e garantire un diritto di ricorso agli investitori**, non possono essere conseguiti in misura sufficiente dagli Stati membri e possono dunque, a motivo della struttura e dell'impatto paneuropei delle attività di rating del credito da sottoporre a vigilanza, essere conseguiti meglio a livello di Unione; **quest'ultima può intervenire in base al**

principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea.

Il Reg. (UE) N. 462/2013 si limita quindi a quanto è necessario per conseguire tali obiettivi in ottemperanza al principio di proporzionalità enunciato nello stesso articolo.

5. Regolamento (CE) N. 1060/2009: Utilizzo dei rating.

In virtù dell'art. 4 del Regolamento (CE) N. 1060/2009 così come modificato dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013, gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le società di gestione, le società di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi e le controparti centrali **possono utilizzare a fini regolamentari solo i rating del credito emessi da agenzie di rating del credito stabilite nell'Unione e registrate conformemente al presente regolamento.**

Qualora un prospetto contenga un riferimento a uno o più rating del credito, l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati provvede affinché il prospetto includa anche informazioni chiare e ben visibili indicanti se tali rating del credito sono stati emessi o meno da un'agenzia di rating del credito stabilita nell'Unione e registrata a norma del presente regolamento⁹.

Ai sensi dell'art. 3 § 1 lett. g), del Reg. (CE) N. 1060/2009 così come modificato dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013: *a fini regolamentari: l'utilizzo dei rating del credito allo*

⁹ Prima della riforma, l'art. 4 § 1 stabiliva: *gli enti creditizi di cui alla direttiva 2006/48/CE, le imprese di investimento come definite alla direttiva 2004/39/CE, le imprese di assicurazione soggette alla prima direttiva 73/239/CEE del Consiglio, del 24 luglio 1973, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di accesso e di esercizio dell'assicurazione diretta diversa dell'assicurazione sulla vita⁹ definite alla direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita⁹ GU L 345 del 19.12.2002, pag. 1., le imprese di riassicurazione di cui alla direttiva 2005/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2005, relativa alla riassicurazione⁹ GU L 323 del 9.12.2005, pag. 1., gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) di cui alla direttiva 85/611/CEE, e gli enti pensionistici aziendali o professionali di cui alla direttiva 2003/41/CE possono utilizzare a fini regolamentari solo rating emessi da agenzie di rating del credito stabilite nella Comunità e registrate conformemente al presente regolamento.*

*scopo specifico di conformarsi al diritto dell'Unione o al diritto dell'Unione così come recepito dalla legislazione nazionale degli Stati membri.*¹⁰

Un secondo intervento è stato operato con il **Regolamento (UE) n. 53/2011** che, modificando il regolamento n. 1060/2009, ha attribuito all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM o ESMA, secondo l'acronimo inglese) - **una delle tre nuove autorità europee di vigilanza istituite dal regolamento (UE) n. 1095/2010 – la competenza sulle registrazione e la vigilanza sulle agenzie di rating del credito:** mentre tale ultimo regolamento era ancora in corso di esame è emersa, a fronte dell'acuirsi della crisi del debito sovrano di alcuni Stati membri e delle iniziative assunte in ambito al G20, **la necessità di un ulteriore intervento legislativo europeo per rivedere gli specifici requisiti di trasparenza e procedurali nonché i tempi di pubblicazione inerenti ai rating sovrani.**

Qualora un prospetto pubblicato a norma della **direttiva 2003/71/CE e del regolamento (CE) n. 809/2004** contenga un riferimento a uno o più rating creditizi, **l'emittente, l'offerente o la persona che chiede l'ammissione alla negoziazione sui mercati regolamentati provvede affinché il prospetto includa anche informazioni chiare e ben visibili indicanti se tali rating sono stati emessi o meno da un'agenzia di rating stabilita nella Comunità e registrata a norma del presente regolamento.**

L'emissione di un rating da parte di un'agenzia di rating del credito stabilita nella Comunità e registrata conformemente al regolamento in commento, **si considera avvenuta quando il rating è stato pubblicato sul sito Internet dell'agenzia di rating del credito o con altri mezzi o distribuito previo abbonamento e presentato e reso pubblico in conformità degli obblighi di cui all'articolo 10 del Reg., identificando chiaramente che il rating del credito è avallato a norma del paragrafo 3.**

Una CRA del credito stabilita nella Comunità e registrata conformemente al **Reg. (CE) N. 1060/2009** può avallare un

¹⁰ Prima della modifica, il Reg. stabiliva: *a fini regolamentari: l'utilizzo dei rating del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto comunitario così come recepito dalla legislazione nazionale degli Stati membri.*

rating emesso in un paese terzo solo se l'attività di rating finalizzata all'emissione del predetto rating soddisfa le seguenti condizioni:

a. l'attività di rating finalizzata all'emissione del rating da avallare è svolta in tutto o in parte dall'agenzia di rating del credito che effettua l'avallo o da agenzie di rating del credito appartenenti allo stesso gruppo;

b. l'agenzia di rating del credito ha verificato ed è in grado di dimostrare, su base continuativa, all'Autorità di Vigilanza Europea (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati — AESFEM), istituita con regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, che lo svolgimento dell'attività di rating da parte dell'agenzia di rating del credito del paese terzo finalizzata all'emissione del rating da avallare soddisfa requisiti non meno rigorosi di quelli di cui agli articoli da 6 a 12 e all'allegato I, ad eccezione degli articoli 6 *bis*, 6 *ter*, 8 *bis*, 8 *ter*, 8 *quater* e 11 *bis*, e dell'allegato I, sezione B, punto 3, lettera b *bis*), e punti 3 *bis* e 3 *ter*.¹¹

¹¹ Paragrafo come modificato dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013. Prima la norma stabiliva: *l'agenzia di rating del credito ha verificato ed è in grado di dimostrare, su base continuativa, all'autorità competente dello Stato membro di origine che lo svolgimento dell'attività di rating da parte dell'agenzia di rating del credito del paese terzo finalizzata all'emissione del rating da avallare soddisfa i requisiti non meno rigorosi di quelli di cui agli articoli da 6 a 12*. Una CRA nell'UE non dovrebbe iniziare ad avallare rating del credito prima che l'ESMA abbia effettuato due separate valutazioni, vale a dire: (1) una valutazione delle condizioni relative al quadro giuridico e di vigilanza del paese terzo come descritto nel quadro metodologico per l'avallo; e (2) una valutazione di determinate condizioni relative alle CRA che intendono avallare i rating del credito. L'ESMA si attende che una CRA avallante notifichi l'Autorità stessa nel caso in cui venga a conoscenza del fatto che una o più delle condizioni inizialmente valutate dall'ESMA non sono più soddisfatte. Come buona prassi, la funzione di audit interno dovrebbe rivedere periodicamente il contesto di controllo per l'avallo. Inoltre, una CRA avallante dovrebbe garantire l'adempimento su base continuativa dei requisiti di seguito riportati. L'ESMA ritiene che la conformità della CRA di un paese terzo al quadro giuridico e di vigilanza del paese stesso di per sé non provi che la CRA del paese terzo soddisfa requisiti che sono «non meno rigorosi» di quelli definiti dagli articoli da 6 a 12 e dall'allegato I del CRAR, a eccezione degli articoli 6, lettere a) e b), 8, lettere da a) a d) e 11, lettera a), della lettera b) del punto 3 e dei punti 3, lettere a) e b), della sezione B, nonché dell'allegato I, sezione D, parte III, del CRAR (in prosieguo, «le pertinenti disposizioni del CRAR in materia di avallo»). Al contrario, l'ESMA si attende che la CRA avallante abbia verificato e sia in grado di dimostrare che la CRA del paese terzo ha stabilito requisiti interni che siano non meno rigorosi dei requisiti corrispondenti contenuti nelle pertinenti disposizioni del CRAR in materia di

c. l'autorità competente dello Stato membro di origine dell'agenzia di rating creditizio che effettua l'avallo o il collegio delle autorità competenti di cui all'articolo 29 (*collegio*) non sono soggetti a vincoli quanto alla capacità di verificare che l'agenzia di rating del credito stabilita nel paese terzo sia conforme ai requisiti di cui alla lettera b);

d. l'agenzia di rating del credito mette a disposizione dell'autorità competente dello Stato membro di origine, su richiesta, tutte le informazioni necessarie a consentire a tale autorità competente di vigilare su base continuativa sul rispetto dei requisiti del regolamento;

avallo. Inoltre, l'ESMA si attende che la CRA avallante abbia verificato e sia in grado di dimostrare che la condotta della CRA del paese terzo soddisfa su base continuativa i requisiti interni stabiliti dalla CRA del paese terzo. Laddove la CRA del paese terzo scelga di soddisfare direttamente i requisiti di cui alle pertinenti disposizioni del CRAR in materia di avallo, l'ESMA non si attende che la CRA avallante dimostri che la CRA del paese terzo ha stabilito requisiti interni non meno rigorosi dei requisiti pertinenti dell'UE. In tal caso, l'ESMA si attende soltanto che la CRA avallante verifichi e sia in grado di dimostrare che la condotta della CRA del paese terzo sia in conformità dei requisiti pertinenti dell'UE. Al fine di essere in grado di soddisfare i requisiti di cui sopra, l'ESMA si attende che la CRA avallante abbia messo in atto misure dirette a: a. monitorare le politiche e le procedure della CRA del paese terzo. Tali misure dovrebbero comprendere una valutazione iniziale delle politiche e procedure pertinenti presso la CRA del paese terzo, che dovrebbero essere poste in essere in modo da garantire che esse rispondano ai requisiti di cui all'articolo 4, paragrafo 3, lettera b), del CRAR. Qualsiasi sostanziale modifica successiva alle pertinenti politiche e procedure della CRA del paese terzo dovrebbe parimenti essere rivista e valutata; b. monitorare la condotta della CRA del paese terzo. Tali misure dovrebbero garantire che la CRA avallante sia in grado di dimostrare all'ESMA su base continuativa che le pertinenti politiche e procedure della CRA del paese terzo sono rispettate, ad esempio attraverso controlli automatici di base, valutazioni periodiche approfondite della conformità di un campione di rating del credito avallati a determinati requisiti o aree di requisiti, e/o la revisione della documentazione prodotta dalle funzioni di controllo principali della CRA del paese terzo. La CRA avallante dovrebbe verificare che le suddette misure siano basate su accordi organizzativi e amministrativi adeguati ed efficaci e su chiare procedure decisionali, che assegnino ruoli e responsabilità. Laddove la CRA avallante ritenga che la condotta della CRA del paese terzo possa non soddisfare requisiti non meno rigorosi delle pertinenti disposizioni del CRAR in materia di avallo, l'ESMA si attende che la CRA avallante informi l'Autorità stessa e metta in atto misure adeguate. Tali misure dovrebbero essere proporzionate e possono comprendere: a. la richiesta di chiarimenti alla CRA del paese terzo; b. l'adozione di adeguate azioni correttive; c. la sospensione dell'avallo di nuovi rating che potrebbero essere interessati dalla potenziale violazione; d. la revoca di rating avallati già emessi che potrebbero essere interessati dalla potenziale violazione.

e. esiste una ragione oggettiva per cui il rating deve essere emesso in un paese terzo;

f. l'agenzia di rating del credito stabilita nel paese terzo è autorizzata o registrata ed è soggetta a vigilanza in tale paese terzo;

g. il regime normativo in tale paese terzo impedisce alle autorità competenti e ad altre autorità pubbliche di tale paese terzo di interferire con il contenuto dei rating creditizi e con le metodologie impiegate;

h. vi è un adeguato accordo di cooperazione tra l'autorità competente dello Stato membro di origine dell'agenzia di rating del credito che effettua l'avallo e la pertinente autorità competente dell'agenzia di rating del credito stabilita in un paese terzo.

L'autorità competente dello Stato membro di origine garantisce che tali accordi di cooperazione specifichino almeno:

- il meccanismo per lo scambio di informazioni tra le autorità competenti interessate; e

- le procedure inerenti al coordinamento delle attività di vigilanza, al fine di consentire all'autorità competente dello Stato membro di origine dell'agenzia di rating del credito che effettua l'avallo di controllare su base continuativa l'attività di rating finalizzata all'emissione del rating avallato.

Un rating avallato a norma del paragrafo 4 è considerato un rating emesso da un'agenzia di rating del credito stabilita nella Comunità e registrata conformemente al regolamento Reg. (CE) N. 1060/2009.

Una CRA del credito stabilita nella Comunità e registrata conformemente al presente regolamento non può avallare un rating con l'intento di sottrarsi all'osservanza dei requisiti del presente regolamento.

L'agenzia di rating del credito che ha avallato un rating emesso in un paese terzo a norma del paragrafo 3 si assume la piena responsabilità del rating in questione e dell'osservanza delle condizioni fissate in tale paragrafo.

Ove la Commissione abbia riconosciuto, ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 6, l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo con i requisiti del **Reg. (CE) N. 1060/2009** e allorché sono operativi gli accordi di cooperazione di cui

all'articolo 5, paragrafo 7, **la CRA creditizia che avalla il rating emesso nel paese terzo in questione non è più tenuta a verificare o a dimostrare l'osservanza delle condizioni di cui al paragrafo 3, lettera g), dell'art. 4.**

6. Certificazione basata sull'equivalenza.

Come già detto, i rating del credito in ordine a entità stabilite in paesi terzi o a strumenti finanziari emessi in paesi terzi, e che sono emessi da un'agenzia di rating ivi stabilita, possono essere utilizzati nella Comunità a norma dell'articolo 4, paragrafo 1, senza essere avallati ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 3, a condizione che:

1. l'agenzia di rating del credito sia autorizzata o registrata e sia soggetta a vigilanza nel paese terzo in questione;

2. la Commissione abbia deliberato ai sensi del paragrafo 6 dell'art. 5, riconoscendo l'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo con i requisiti previsti dal regolamento;

3. siano operativi gli accordi di cooperazione di cui al paragrafo 7 dell'art. 5;

4. il rating emesso dall'agenzia di rating del credito e le sue attività di rating non rivestano un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri;

5. l'agenzia di rating del credito sia certificata in conformità del paragrafo 2 dell'art. 5.

La CRA del credito di cui al paragrafo 1 può presentare domanda di certificazione.

La domanda è presentata all'AESFEM in conformità delle pertinenti disposizioni dell'**art. 15¹² entro cinque giorni** lavorativi dal ricevimento della domanda di certificazione,

¹² Prima delle modifiche disposte dal REGOLAMENTO (UE) N. 513/2011 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'11 maggio 2011 recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, l'art. 5 § 2 prevedeva: *L'agenzia di rating del credito di cui al paragrafo 1 art. 5, può presentare domanda di certificazione al Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari («CESR») in conformità delle pertinenti disposizioni dell'articolo 15*

all'AESFEM trasmette tale domanda alle autorità competenti di tutti gli Stati membri, invitandoli a prendere in considerazione la possibilità di diventare membri del collegio competente, in conformità dell'**art. 29, paragrafo 3, lettera b)**.

Le Autorità competenti che decidono di aderire al collegio ne danno notifica all'AESFEM **entro dieci giorni** lavorativi dal ricevimento del suo invito: le Autorità competenti che abbiano effettuato la notifica conformemente a quanto disposto dal presente paragrafo divengono membri del collegio.

Entro venti giorni lavorativi dal ricevimento della domanda di certificazione, l'AESFEM compila e pubblica sul proprio sito Internet un elenco delle autorità competenti che sono membri del collegio.

Entro **dieci giorni** lavorativi dalla pubblicazione di tale elenco, i membri del collegio scelgono un facilitatore in conformità dei criteri di cui all'**art. 29, paragrafo 5**.

L'agenzia di rating del credito può anche presentare a parte una **richiesta di esenzione**¹³:

a) di volta in volta, dall'osservanza di alcuni o di tutti i requisiti di cui all'**allegato I, sezione A, e all'articolo 7, paragrafo 4, se è in grado di dimostrare che tali requisiti non sono proporzionati in considerazione della natura, portata e complessità della sua attività e della natura e della gamma dei rating emessi;**

b) **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'agenzia di rating del credito presenta la

¹³ Prima delle modifiche disposte dal REGOLAMENTO (UE) N. 513/2011 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO dell'11 maggio 2011 recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, l'art. 5 § 4 prevedeva:

- di volta in volta, dall'osservanza di alcuni o di tutti i requisiti di cui all'allegato I, sezione A, e all'articolo 7, paragrafo 4, se è in grado di dimostrare che tali requisiti non sono proporzionati dal punto di vista della natura, portata e complessità della sua attività e della natura e della gamma dei rating emessi;

- dal requisito della presenza fisica nella Comunità ove un siffatto requisito risulti eccessivamente oneroso e sproorzionato, in considerazione della natura, portata e complessità della sua attività e della natura e della gamma dei rating emessi.

domanda di esenzione ai sensi del primo comma, lettera a) o b) congiuntamente alla domanda di certificazione.

In sede di valutazione della domanda, l'AESFEM tiene conto delle dimensioni dell'agenzia di rating del credito di cui al paragrafo 1, in considerazione della natura, della portata e della complessità delle sue attività, della natura e della gamma dei rating emessi, nonché dell'impatto dei rating emessi dall'agenzia in questione sulla stabilità finanziaria e l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri.

Sulla base di tali considerazioni, l'AESFEM può concedere tale esenzione all'agenzia di rating del credito di cui al paragrafo 1.¹⁴

Ai fini della certificazione, tra cui la concessione dell'esenzione, e della vigilanza, il facilitatore svolge, se del caso, le funzioni dell'autorità competente dello Stato membro di origine.

Per tener conto degli sviluppi nei mercati finanziari, la Commissione adotta, mediante atti delegati a **norma dell'art. 38 bis, e alle condizioni previste agli artt. 38 ter e 38 quater, misure che precisano ulteriormente o modificano i criteri di cui al secondo comma, lettere a), b) e c)**¹⁵.

L'AESFEM conclude **accordi di cooperazione** con le pertinenti autorità di vigilanza dei paesi terzi il cui quadro giuridico e di vigilanza è stato riconosciuto equivalente al regolamento in conformità del paragrafo 6.

¹⁴ Il Reg. (UE) N. 513/2011 ha soppresso il § 5 dell'art. 5 che prevedeva: *Le decisioni in ordine all'esenzione di cui al paragrafo 4 del presente articolo sono soggette alle pertinenti disposizioni e procedure di cui all'articolo 16, ad eccezione del secondo comma del paragrafo 7 di tale articolo. In caso di costante disaccordo tra i membri del collegio competente sulla concessione dell'esenzione all'agenzia di rating, il facilitatore adotta una decisione pienamente motivata. Ai fini della certificazione, tra cui la concessione dell'esenzione, e della vigilanza, il facilitatore svolge se del caso le funzioni dell'autorità competente dello Stato membro di origine.*

¹⁵ Paragrafo come modificato dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013. Prima la norma stabiliva al 3° co.: *La Commissione può deliberare in materia di equivalenza in conformità della procedura di cui all'articolo 38, paragrafo 3, dichiarando che il quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo garantisce che le agenzie di rating del credito ivi autorizzate o registrate soddisfano i requisiti giuridicamente vincolanti, che sono equivalenti ai requisiti derivanti dal presente regolamento e sono soggetti a un'efficace vigilanza e a un'effettiva applicazione nel paese terzo in questione.*

Detti accordi precisano quanto meno:

a) il meccanismo per lo scambio di informazioni tra l'AESFEM e le pertinenti autorità di vigilanza di vigilanza dei paesi terzi interessati;

b) le procedure relative al coordinamento delle attività di vigilanza.

Gli articoli 20 e 24 si applicano, *mutatis mutandis*, alle agenzie di rating del credito certificate e ai rating da loro emessi¹⁶.

7. Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie: Novità introdotte dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013.

Il Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013, ha introdotto nel Reg. Regolamento (CE) N. 1060/2009, gli artt. 5 bis, ter, quater al fine di disciplinare l'eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie.

Le entità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, primo comma, effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating del credito per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario.

Le autorità settoriali competenti incaricate della vigilanza delle entità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, primo comma, tenendo conto della natura, della portata e della complessità

¹⁶ Paragrafo come modificato dal Reg. (UE) N. 462/2013 del 21 maggio 2013. Prima la norma stabiliva ai § 7 e 8: *Il quadro giuridico e di vigilanza di un paese terzo può dirsi equivalente al presente regolamento se soddisfa almeno le seguenti condizioni: a) le agenzie di rating del credito del paese terzo sono soggette ad autorizzazione o a registrazione, nonché a un'efficace vigilanza e a un'effettiva applicazione su base continuativa; b) le agenzie di rating del credito di tale paese terzo sono soggette a norme giuridicamente vincolanti che sono equivalenti a quelle stabilite agli articoli da 6 a 12 e all'allegato I, ad eccezione degli articoli 6 bis, 6 ter, 8 bis, 8 ter, 8 quater e 11 bis, dell'allegato I, sezione B, punto 3, lettera b bis), e punti 3 bis e 3 ter¹⁶; c) il regime normativo impedisce alle autorità competenti e ad altre autorità pubbliche di tale paese terzo di interferire con il contenuto dei rating creditizi e con le metodologie impiegate. La Commissione precisa ulteriormente o modifica i criteri di cui al secondo comma, lettere da a) a c), al fine di tener conto degli sviluppi sui mercati finanziari. Tali misure, intese a modificare elementi non essenziali del presente regolamento, sono adottate secondo la procedura di regolamentazione con controllo di cui all'articolo 38, paragrafo 2.*

delle loro attività, **controllano l'adeguatezza delle loro procedure di valutazione del rischio di credito, valutano l'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating del credito e, se del caso, incoraggiano tali entità a ridurre l'incidenza di tali riferimenti con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico ai rating del credito, in linea con la specifica legislazione settoriale.**

Il D. Lgs. 7 maggio 2015, n. 66¹⁷ ha attuato¹⁸ la direttiva 2013/14/UE¹⁹, che modifica le direttive 2003/41/CE²⁰,

¹⁷ **Legge 7 ottobre 2014, n. 154** (entrata in vigore il 12 novembre 2014. Poiché il termine di recepimento della direttiva è scaduto il 21 dicembre 2014, la delega doveva essere esercitata entro il 12 febbraio 2015), recante delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2013 -secondo semestre.

¹⁸ Quanto ai termini di recepimento, si ricorda che ai sensi dell'articolo 31, comma 1, della legge n. 234 del 2012 sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione europea, in relazione alle deleghe legislative conferite con la legge di delegazione europea per il recepimento delle direttive, il Governo deve adottare i decreti legislativi entro il termine di due mesi antecedenti a quello di recepimento indicato in ciascuna delle direttive; per le direttive il cui termine così determinato sia già scaduto alla data di entrata in vigore della legge di delegazione europea, ovvero scada nei tre mesi successivi, il Governo adotta i decreti legislativi di recepimento entro tre mesi dalla data di entrata in vigore della medesima legge.

¹⁹ La direttiva 2013/14/UE è contenuta nell'Allegato B alla legge n. 154 del 2014 (legge di delegazione europea 2013 – secondo semestre) che, all'articolo 4 reca i principi e i criteri direttivi specifici per il recepimento nell'ordinamento nazionale della nuova disciplina europea in materia di agenzie di rating del credito, contenuta nella predetta direttiva e nel regolamento (UE) n. 462/2013. Per effetto delle disposizioni contenute all'articolo 4, il legislatore deve apportare alle disposizioni vigenti, emanate in attuazione delle direttive 2003/41/CE, 2009/65/CE e 2011/61/UE, le modifiche e le integrazioni necessarie al corretto ed integrale recepimento della direttiva 2013/14/UE nell'ordinamento nazionale, prevedendo, ove opportuno, il ricorso alla disciplina secondaria, al fine di ridurre l'affidamento esclusivo o meccanico ai rating del credito emessi da agenzie di rating del credito (articolo 4, comma 1, lettera a)).

²⁰ La direttiva 2003/41/CE in tema di attività e di supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (EPAP) è stata attuata con il D.Lgs. n. 28 del 2007; l'attuazione della direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) è recata dal D.Lgs. n. 47 del 2012. Il D.Lgs. n. 44 del 2014 ha recepito la normativa europea sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva 2011/61/UE), che definisce regole armonizzate sui gestori di fondi di investimento alternativi, prevedendo l'applicazione di regole di condotta, di trasparenza informativa e di requisiti patrimoniali, organizzativi e di controllo del rischio analoghi a quelli previsti per le società di gestione di fondi comuni armonizzati. In base alle nuove

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.

L'intervento è volto a ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito ed eliminare gradualmente ogni effetto automatico derivante dai rating del credito, **a vantaggio della stabilità e della trasparenza dei mercati finanziari.**

I destinatari dell'intervento sono soggetti vigilati che operano in maniera professionale nel settore dei fondi pensione e del risparmio gestito e sono già dotati di sistemi di gestione dei rischi.

La norma ha voluto dunque, incentivare il ricorso, da parte di tali soggetti, a procedure interne di valutazione del rischio di credito alternative o complementari ai giudizi espressi dalle agenzie di rating del credito.

Una delle finalità del **D. Lgs. 7 maggio 2015, n. 66** è quello di **assicurare il miglior coordinamento con le nuove disposizioni per la corretta e integrale applicazione della disciplina europea sulle CRA del credito e per la riduzione dell'affidamento esclusivo o meccanico ai rating emessi da tali agenzie, garantendo un appropriato grado di protezione dell'investitore e di tutela della stabilità finanziaria (articolo 4, comma 1, lettera b)).**

La novella del 2015, infine, ha la finalità di rafforzare, nel processo di valutazione del rischio in relazione alle decisioni di investimento da parte degli enti creditizi, il ricorso a metodi alternativi rispetto a quelli offerti dalle agenzie di rating (articolo 4, comma 1, lettera c)).

La Consob, alla luce delle novità normative in materia di rating, ha adottato la **comunicazione n. 0062557 del 22 luglio**

norme, i gestori europei autorizzati ai sensi della direttiva potranno commercializzare liberamente in tutta l'Unione Europea, nei confronti di investitori professionali, fondi di investimento alternativi da essi gestiti; essi potranno inoltre gestire fondi alternativi riservati a investitori professionali negli altri paesi dell'Unione Europea su base transfrontaliera o con stabilimento di succursali. La Banca d'Italia e la Consob hanno pubblicato il 26 luglio 2013 un comunicato congiunto contenente chiarimenti circa la normativa applicabile a far data dal 22 luglio 2013.

2013²¹, sui doveri di trasparenza e correttezza dei gestori

²¹ Quadro normativo sugli obblighi di comportamento:

- **l'articolo 5 bis, paragrafo 1, del Regolamento (CE) n. 1060/2009** relativo alle agenzie di rating del credito, come modificato dal Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, entrato in vigore il 21 giugno 2013, che prevede che "Le entità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, primo comma, effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating del credito per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario";

- **l'articolo 5-bis, paragrafo 2, del medesimo Regolamento**, che dispone che "Le autorità settoriali competenti incaricate della vigilanza delle entità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, primo comma, tenendo conto della natura, della portata e della complessità delle loro attività, controllano l'adeguatezza delle loro procedure di valutazione del rischio di credito, valutano l'utilizzo di riferimenti contrattuali ai rating del credito e, se del caso, incoraggiano tali entità a ridurre l'incidenza di tali riferimenti con l'obiettivo di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico ai rating del credito, in linea con la specifica legislazione settoriale";

- le misure complementari stabilite dalla **Direttiva 2013/14/UE** del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013, entrata in vigore il 21 giugno 2013, che modifica l'art. 18 della direttiva 2003/41/CE, l'art. 51 della direttiva 2009/65/CE e l'art. 15 della direttiva 2011/61/UE, volte a contribuire a ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito da parte degli enti pensionistici aziendali o professionali, degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e dei fondi di investimento alternativi in sede di effettuazione dei rispettivi investimenti;

- **l'articolo 40, comma 1, del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998**, che richiede, tra l'altro, alle società di gestione del risparmio di operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti ai fondi e dell'integrità del mercato, di adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei partecipanti ai fondi e di disporre di adeguate risorse e procedure idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;

- **l'articolo 50, comma 1, del decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998**, che estende l'applicabilità del sopra richiamato articolo 40 alle SICAV; - l'articolo 65 lettere a) e c) del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007, che dispone che, nello svolgimento del servizio di gestione collettiva del risparmio, le società di gestione del risparmio e le SICAV operano con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli OICR e dell'integrità dei mercati, e acquisiscono una conoscenza e una comprensione adeguata degli strumenti finanziari, dei beni e degli altri valori in cui è possibile investire il patrimonio gestito e delle condizioni di liquidabilità dei medesimi, anche sulla base di sistemi di valutazione corretti, trasparenti e adeguati;

- **l'articolo 66, comma 1, del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007**, che stabilisce che "Le società di gestione del risparmio e le SICAV assicurano un elevato grado di diligenza nell'adozione e nel monitoraggio delle scelte di investimento effettuate per conto degli OICR gestiti. A tal fine, le società di gestione del risparmio e le SICAV, per ciascun OICR gestito: a) acquisiscono le informazioni, affidabili e aggiornate, necessarie per formulare previsioni ed effettuare analisi; b) definiscono le conseguenti strategie generali di investimento; c) prima di disporre l'esecuzione delle operazioni, effettuano - tenendo conto delle

collettivi e i giudizi delle agenzie di rating.

In particolare, la Consob ha ricordato che i soggetti abilitati alla prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio devono osservare **l'obbligo di operare con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei partecipanti agli OICR** e dell'integrità dei mercati anche con riguardo all'utilizzo dei giudizi di rating del credito nelle politiche d'investimento.

L'Autorità ha richiamato l'attenzione dei gestori sul loro dovere di adottare, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati, opportune misure che limitino l'utilizzo esclusivo o meccanicistico dei giudizi di rating nelle decisioni di investimento e disinvestimento dei gestori collettivi.

Tale obbligo generale si traduce nell'obbligo del gestore collettivo di adottare corretti, trasparenti e adeguati processi interni di valutazione del merito di credito.

La Consob ha inoltre ricordato come il rispetto del principio generale di agire sempre e comunque nel miglior interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati implica che, nell'esercizio della propria discrezionalità gestoria su ciascun OICR, il gestore collettivo, prima di disporre l'esecuzione di operazioni di investimento o disinvestimento connesse a, o dipendenti da, un certo livello di rating del credito o variazioni dello stesso, **effettui le necessarie attività di due diligence.**

In particolare, questo comporta che **il gestore deve procedere a una propria valutazione di tutti i diversi rischi connessi all'investimento stesso, incluso il rischio di credito e i rischi di liquidità e di mercato.**

Con riferimento al primo (il rischio di credito), il rispetto dell'obbligo di correttezza nei confronti degli investitori **implica la necessità dello svolgimento di adeguate attività di**

caratteristiche del potenziale investimento - analisi di tipo qualitativo e quantitativo sul contributo dello stesso ai profili di rischio-rendimento e alla liquidità dell'OICR gestito; d) assicurano che le decisioni di investimento siano attuate conformemente agli obiettivi, alle strategie di investimento e ai limiti di rischio dell'OICR gestito";

- **l'articolo 66, comma 2, del Regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007**, che impone alle società di gestione del risparmio e alle SICAV di conservare, per ciascun OICR gestito, la documentazione inerente alla prestazione del servizio di gestione collettiva, da cui devono risultare le analisi realizzate, le strategie deliberate e i controlli effettuati.

valutazione interna in modo da evitare di affidarsi esclusivamente o meccanicamente al giudizio di una o più agenzie di rating.

Inoltre, la considerazione anche dei rischi di liquidità e di mercato impone di tenere conto delle **condizioni di liquidabilità degli investimenti e di tutti i fattori che influiscono sul valore e sul profilo di rischio generale del portafoglio dell'OICR.**

Conseguentemente, anche i riferimenti al merito creditizio contenuti nella documentazione d'offerta **dovranno informarsi ai principi sopra esposti, tenuto conto che tale documentazione deve necessariamente e fedelmente riflettere la politica di investimento seguita dal gestore stesso.**

Il gestore collettivo dovrà conservare per ciascun OICR gestito la documentazione da cui risultino la suddetta attività di analisi e valutazione alla base delle decisioni di investimento e disinvestimento adottate, conformemente a quanto previsto dall'**art. 66, comma 2, del Regolamento n. 16190/2007.**

Alla Consob spetta il compito di verificare il rispetto degli obblighi sopra indicati, con particolare riguardo alla necessità di ridurre l'affidamento esclusivo e meccanico ai giudizi delle agenzie di rating del credito, nell'interesse degli investitori e dell'integrità dei mercati.

8. ... segue: agenzie di rating del credito minori nell'UE

La nuova disciplina – entrata in vigore il 20 giugno 2013 - prevede, tra le altre cose:

- la creazione di un sistema di vigilanza centralizzato che riunisca in capo all'Autorità Europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), le funzioni in materia di registrazione e vigilanza ordinaria delle agenzie che operano nell'UE nonché in materia di rating emessi da agenzie con sede in Paesi terzi che operano nell'UE dietro certificazione o avallo;
- il mantenimento in capo alle competenti autorità nazionali delle funzioni relative al controllo sull'uso dei rating di credito a fini regolamentari da parte di singole entità controllate a livello nazionale, quali istituti di credito o imprese di assicurazione;
- la pubblicazione dei rating non richiesti sul debito

sovrano, in date prestabilite, solo tre volte l'anno, e solo dopo la chiusura dei mercati europei, o almeno un'ora prima dell'apertura;

- la possibilità per gli investitori di citare in giudizio un'agenzia, sia in caso di dolo sia per colpa grave;

- l'obbligo di un'agenzia di rating del credito, al fine di prevenire i conflitti di interesse, di astenersi dal pubblicare un rapporto, o informare il pubblico sull'esistente conflitto d'interessi, nel caso in cui un azionista o un socio, in possesso di almeno il 10% dei diritti di voto, abbia investito nel soggetto valutato; inoltre, nessun soggetto potrà possedere più del 5% di diverse agenzie.

Il 6 agosto 2014 la Commissione Europea ha inviato al Consiglio e al Parlamento europeo una relazione in merito alla fattibilità di una rete di agenzie di rating del credito minori (*COM (2014) 248 final*).

La relazione valuta la fattibilità di una rete di **agenzie di rating del credito minori nell'UE** e il modo in cui una tale rete potrebbe contribuire al rafforzamento delle agenzie minori per renderle attori più competitivi.

La relazione suggerisce la valutazione del valore aggiunto di una rete di agenzie di rating del credito minori sul medio e lungo termine basata su un'analisi degli effetti della nuova normativa.

Poiché un rating del credito riflette l'opinione dell'agenzia che lo emette in merito all'affidabilità creditizia, a una certa data, di uno Stato, un'impresa, un titolo o un'obbligazione, rappresenta un dato importante per gli investitori e altri partecipanti al mercato, di cui influenza il processo decisionale strategico.

Il ruolo svolto dalle agenzie di rating del credito durante la recente crisi finanziaria illustra l'importanza che esse rivestono per i mercati finanziari globalizzati, in quanto i rating del credito influenzano i mercati mobiliari sotto molti aspetti, compresi l'accesso degli emittenti al capitale, la struttura delle transazioni e la capacità dei fiduciari e di altri attori di effettuare particolari investimenti.

Questa circostanza è anche più importante per gli investimenti a lungo termine, poiché le agenzie di rating del credito hanno un impatto sul modo in cui il risparmio viene incanalato verso la

domanda di tali investimenti²² .

A livello Europeo viene, quindi perseguita condizioni per un'efficiente concorrenza sul mercato concentrato delle agenzie di rating del credito, creando le condizioni preliminari per la comparsa e la crescita di nuovi attori di mercato, è un obiettivo chiave del lavoro politico della Commissione Europea.

Tale obiettivo è anche sancito dagli sforzi compiuti a livello internazionale (da G20, Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) e International Organisation of Securities Commissions (IOSCO²³)) per accrescere la trasparenza e rafforzare la

²² Cfr. anche il Libro verde — Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea, COM/2013/0150 final, http://ec.europa.eu/internal_market/finances/financing-growth/long-term/index_en.htm

²³ Along with the Principles, IOSCO's Technical Committee also published a Report on the Activities of Credit Rating Agencies that outlined the activities of CRAs, the types of regulatory issues that arise relating to these activities, and how the Principles address these issues. The CRA Report highlighted the growing and sometimes controversial importance placed on CRA assessments and opinions, and found that, in some cases, CRAs activities are not always well understood by investors and issuers alike. Given this lack of understanding, and because CRAs typically are subject to little formal regulation or oversight in most jurisdictions, concerns have been raised regarding the manner in which CRAs protect the integrity of the rating process, ensure that investors and issuers are treated fairly, and safeguard confidential material information provided them by issuers. Following publication of the CRA Principles, some commenters, including a number of CRAs, suggested that it would be useful if IOSCO were to develop a more specific and detailed code of conduct giving guidance on how the Principles could be implemented in practice. The following Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies is the fruition of this exercise. As with the Principles, with which it should be used, the Code Fundamentals were developed out of discussions among IOSCO members, CRAs, representatives of the Basel Committee on Banking Supervision, the International Association of Insurance Supervisors, issuers, and the public at large. The Code Fundamentals offer a set of robust, practical measures that serve as a guide to and a framework for implementing the Principles' objectives. These measures are the fundamentals which should be included in individual CRA codes of conduct, and the elements contained in the Code Fundamentals should receive the full support of CRA management and be backed by thorough compliance and enforcement mechanisms. However, the measures set forth in the Code Fundamentals are not intended to be all-inclusive: CRAs and regulators should consider whether or not additional measures may be necessary to properly implement the Principles in a specific jurisdiction, and the Technical Committee may revisit the Code Fundamentals in the future should experience dictate that modifications are necessary. Further, the Code Fundamentals are not designed to be rigid or formulistic. They are designed to offer CRAs a degree of flexibility in how these measures are incorporated into the individual codes of conduct of the CRAs

concorrenza nel mercato delle agenzie di rating del credito²⁴.

Nell'intento di rafforzare ulteriormente la concorrenza, la Commissione europea ha prospettato delle misure addizionali nella sua proposta di un terzo regolamento relativo alle agenzie di rating del credito (CRA), adottato ed entrato in vigore recentemente²⁵, in prosieguo *regolamento CRA III*.

Ai sensi dell'art. 39 ter, paragrafo 3 del regolamento CRA, La Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2013, una relazione in merito alla fattibilità di una rete di agenzie di rating del credito minori al fine di migliorare la concorrenza sul mercato.

Tale relazione valuta forme di **assistenza finanziaria e non finanziaria per la creazione di detta rete**, tenendo conto dei

themselves, according to each CRA's specific legal and market circumstances. IOSCO Technical Committee members expect CRAs to give full effect to the Code Fundamentals. In order to promote transparency and improve the ability of market participants and regulators to judge whether a CRA has satisfactorily implemented the Code Fundamentals, CRAs should disclose how each provision of the Code Fundamentals is addressed in the CRA's own code of conduct. CRAs should explain if and how their own codes of conduct deviate from the Code Fundamentals and how such deviations nonetheless achieve the objectives laid out in the Code Fundamentals and the IOSCO CRA Principles. This will permit market participants and regulators to draw their own conclusions about whether the CRA has implemented the Code Fundamentals to their satisfaction, and to react accordingly. In developing their own codes of conduct, CRAs should keep in mind that the laws and regulations of the jurisdictions in which they operate vary and take precedence over the Code Fundamentals. These laws and regulations may include direct regulation of CRAs and may incorporate elements of the Code Fundamentals itself.

²⁴ A seguito del comunicato del G20 risultante dal suo incontro del 4-5 novembre 2012, che invitava la IOSCO a lavorare ulteriormente "per accrescere la trasparenza delle agenzie di rating del credito e la concorrenza fra esse", nell'aprile 2013 la IOSCO ha presentato al G20 la relazione su "Transparency and Competition among Credit Rating Agencies" nonché sulle sue attività in corso (disponibile a: http://www.iosco.org/library/briefing_notes/pdf/IOSCOBN01-13.pdf). Per avviare una riflessione su questi temi, la IOSCO ha inoltre intrapreso la revisione del Codice di condotta — Principi basilari per le agenzie di rating del credito del dicembre 2004 (disponibile a: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>) la cui conclusione è prevista per l'estate del 2014. Nell'agosto 2013 l'FSB ha presentato al G20 una relazione sullo stato di avanzamento dei suoi lavori in materia di agenzie di rating del credito, che tratta anche il lavoro svolto dalla IOSCO in quest'area.

²⁵ Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, GU L 146 del 31.5.2013, pag.1.

potenziali conflitti di interesse derivanti da un finanziamento pubblico di questo tipo.

Alla luce delle conclusioni di tale relazione e seguendo il parere tecnico dell'AESFEM, la Commissione può riesaminare e suggerire proposte di modifica dell'**art. 8 quinquies**²⁶ del regolamento CRA III²⁷.

Come descritto nei **Principi IOSCO CRA**, le CRA dovrebbero sforzarsi di emettere **pareri che aiutano a ridurre l'asimmetria delle informazioni esistenti tra mutuatari e debito ed emittenti di titoli, c.d. *debt-like*, da un lato, e finanziatori e acquirenti di debito e titoli *debt-like* dall'altro.**

L'attenzione per una analisi condivisa e corretta, priva di interferenze è un obiettivo largamente condiviso: analisi di rating di bassa qualità o prodotte attraverso un processo di discutibile integrità sono di scarsa utilità per i partecipanti al mercato, così come rating non aggiornati che non riflettono le modifiche alle condizioni finanziarie o alle prospettive dell'emittente può indurre in errore i partecipanti al mercato.

Allo stesso modo, conflitti di interesse o altri indebiti fattori - interni ed esterni - che potrebbero, o addirittura sembrare, interferire con l'indipendenza di una decisione di rating può minare seriamente la credibilità di una CRA.

Laddove conflitti di interesse o mancanza di indipendenza

²⁶ L'articolo 8 quinquies del regolamento 462/2013 sul ricorso a più di un'agenzia di rating dispone: "1. L'emittente o un terzo collegato che intendano incaricare almeno due agenzie per il rating relativo alla stessa emissione o entità considerano di incaricare almeno un'agenzia di rating che detenga una quota di mercato non superiore al 10% e che possa essere giudicata, dall'emittente o da un terzo collegato, in grado di valutare l'emissione o l'entità di cui trattasi, a condizione che nell'elenco dell'AESFEM di cui al paragrafo 2 sia disponibile un'agenzia per il rating del credito dell'emissione o entità. Qualora l'emittente o un terzo collegato non incarichino almeno un'agenzia di rating del credito con una quota di mercato non superiore al 10%, tale circostanza deve essere documentata. 2. Al fine di agevolare la valutazione da parte dell'emittente o di un terzo collegato a norma del paragrafo 1, l'AESFEM pubblica annualmente sul proprio sito Internet un elenco delle agenzie di rating del credito registrate, con l'indicazione della quota totale di mercato da esse detenuta e dei tipi di rating del credito emessi, che può essere utilizzato dall'emittente come punto di partenza per la sua valutazione. 3. Ai fini del presente articolo, la quota totale di mercato è calcolata con riferimento al fatturato annuo generato a livello di gruppo da attività di rating del credito e servizi ausiliari."

²⁷ Articolo 39 ter, paragrafo 3, del regolamento CRA.

sono presenti in una CRA, e da essa nascosti, la fiducia generale degli investitori nella trasparenza e integrità può essere compromessa e conseguentemente danneggiare il mercato.

Le CRA hanno anche responsabilità nei confronti degli investitori pubblici e nei confronti di gli stessi emittenti, compresa la responsabilità di proteggere la riservatezza di alcuni tipi di informazioni che gli emittenti condividono con loro.

9. Definizione delle agenzie di *rating del credito minori* ai fini della presente relazione.

Il 2 luglio 2013 la Commissione ha organizzato una tavola rotonda con talune agenzie di rating del credito minori al fine di conoscerne le opinioni particolareggiate sulla fattibilità di una rete di CRA.

Alla tavola rotonda hanno partecipato i rappresentanti di 13 agenzie di rating del credito, l'EACRA, un rappresentante dell'AESFEM e il Comitato economico e sociale europeo²⁸.

La tavola rotonda ha consentito di svolgere una proficua discussione con i partecipanti sugli sviluppi del mercato e sulle tendenze delle agenzie di rating minori, rilevanti per l'obiettivo della relazione della Commissione.

La Commissione ha anche fornito un utile *feedback* per mezzo di contributi scritti, prima e dopo lo svolgimento della tavola rotonda.

In conformità al regolamento CRA è stata valuta la fattibilità di una rete di *agenzie di rating del credito minori*.

Il regolamento CRA contiene una serie di soglie riguardanti il fatturato, il numero di dipendenti e la quota di mercato miranti ad accrescere la concorrenza sul mercato delle agenzie di rating minori.

Il regolamento non contiene però una definizione delle *agenzie di rating del credito minori* in quanto tali.

Sulla base dell'analisi di mercato fornita dall'AESFEM nel contesto del suo parere tecnico, 19 delle 22 agenzie di rating

²⁸ Cfr. il verbale della tavola rotonda a: http://ec.europa.eu/internal_market/rating-agencies/docs/130702_minutes_en.pdf

registrate e le 2 agenzie certificate sono considerate agenzie di rating del credito minori.

Questa valutazione tiene conto dell'ampia divergenza esistente fra le agenzie di rating *più grandi* e quelle *più piccole* in termini dei seguenti fattori: numero di dipendenti, campo di attività (sotto il profilo delle tipologie dei rating emessi), struttura del gruppo e fatturato.

La valutazione d'impatto che accompagna il regolamento *CRA III* ha compiuto una prima analisi del potenziale impatto che la creazione di una rete di agenzie minori eserciterebbe sulla concorrenza nel mercato delle agenzie di rating del credito.

Da una consultazione delle parti interessate la valutazione d'impatto ha tratto la conclusione che la creazione di una tale rete può contare su un certo appoggio.

Avvalendosi di questi risultati, la Commissione ha valutato ulteriormente il valore aggiunto della creazione di una simile rete, nonché quali possibili tipi di rete possano servire meglio ai suoi fini e siano realizzabili.

Tenendo conto di quanto precede, sono stati presi in considerazione due tipi di rete, distinti a seconda della portata e della natura della cooperazione.

La Commissione ha valutato, sulla scorta dei contributi forniti da rappresentanti delle agenzie di rating minori, una serie di campi che potrebbero essere coperti da una rete integrata.

Come risultato, la valutazione ha individuato le seguenti aree di potenziale valore aggiunto per una rete integrata: lo sviluppo di una piattaforma comune di dati di base utilizzati per elaborare i rating, la progettazione e l'utilizzo di metodologie comuni, la condivisione di conoscenze specialistiche e di buone pratiche relative a un'ampia gamma di temi, quali i controlli esterni, la preparazione degli investitori, le comunicazioni, le metodologie e l'osservanza delle norme giuridiche.

Senonché, per quanto concerne la creazione di una tale rete, le agenzie di rating minori hanno dato un *feedback* misto.

Nel corso della tavola rotonda organizzata dalla Commissione, soltanto una minoranza di partecipanti si è espressa a favore della creazione di una rete integrata, quale illustrata sopra e proposta dalla Commissione come primo punto di discussione.

Per di più, l'analisi dell'opzione di una rete integrata ha evidenziato che **la creazione di una rete che intensifichi la cooperazione incontra una serie di ostacoli da parte delle agenzie di rating minori.**

Innanzitutto, esse hanno spesso modelli e obiettivi aziendali molto diversi, il che rende difficile integrare un numero così elevato di attori in un'unica categoria.

Inoltre esse operano in nicchie di mercato differenti e applicano strategie e metodologie differenti per quanto concerne l'ambito geografico di intervento.

Ciò renderebbe difficile creare una rete che soddisfi contemporaneamente le loro esigenze.

Le agenzie di rating minori che operano in un ambiente concorrenziale considerano altresì difficile partecipare a una rete i cui concorrenti operano nelle stesse aree geografiche e/o nelle stesse nicchie di mercato.

Le parti interessate hanno sottolineato che le reti (comprese quelle composte da un numero limitato di agenzie di rating minori) potrebbero pertanto venire create dall'azione delle forze di mercato, anziché da formali atti istitutivi della Commissione **Europea.**

L'introduzione di un regime speciale per le reti, che consenta ai partecipanti di registrarsi presso l'AESFEM come agenzie di rating sotto un nuovo marchio di rete, pur mantenendo i loro marchi individuali, potrebbe agevolare il processo.

L'attuale regime normativo consente di creare reti, ma soltanto sotto lo stesso marchio.

Vi è comunque il rischio che qualsiasi rete integrata del genere possa stimolare comportamenti anticoncorrenziali: ciò sarebbe contrario all'obiettivo unionale di favorire la diversità nel settore del rating, per di più si dovrebbero in ogni caso rispettare le norme dell'UE in materia di concorrenza.

La portata e il tipo di scambio di informazioni dovrebbero rispettare integralmente **l'art. 101 del trattato sul**

funzionamento dell'Unione europea (TFUE)²⁹ .

Come alternativa all'ipotesi di creare una rete integrata, illustrata sopra, è stata valutata la **creazione di una rete cooperativa**.

Questa soluzione comporterebbe una **forma di cooperazione più leggera**.

Potrebbe assumere la forma di un foro dedicato alle agenzie di rating del credito minori, che consentirebbe di stabilire una struttura per regolari forme di scambio e cooperazione fra dette agenzie.

L'analisi mirava a mostrare fino a qual punto tale foro potrebbe costituire una piattaforma per trattare temi di interesse per le agenzie di rating minori, nonché per scambi di informazioni e migliori pratiche, con particolare riferimento alle potenziali difficoltà di attuazione del *regolamento CRA III* e a questioni strategiche di importanza comune a tutte le agenzie della rete.

È stata altresì valutato quanto tale foro possa favorire la riduzione delle barriere all'entrata delle agenzie di rating minori e a stimolarne la crescita, contribuendo alla valutazione d'impatto delle misure previste dal *regolamento CRA III* e a individuare ulteriori mezzi o strumenti potenzialmente utilizzabili in quest'area.

Il lavoro della rete potrebbe anche abbracciare discussioni circa l'opportunità di ridurre gli ostacoli che si frappongono alla crescita transfrontaliera delle agenzie di rating minori, segnatamente nei paesi non membri dell'UE.

La Commissione potrebbe partecipare al lavoro della rete, ad esempio stabilendo gli ordini del giorno e presiedendo gli incontri.

In tal modo la rete di cooperazione potrebbe funzionare anche come dialogo in materia di regolamentazione fra le agenzie di rating minori e la Commissione europea.

Tale dialogo offrirebbe alla Commissione un *feedback* sui potenziali problemi cui devono far fronte le agenzie di rating

²⁹ Cfr. anche Linee direttrici sull'applicabilità dell'articolo 101 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli accordi di cooperazione orizzontale, GU C 11 del 14.1.2011, pagg 1-72, dal paragrafo 55.

minori e servirebbe alla presentazione delle ulteriori relazioni della Commissione a seguito del *regolamento CRA III*.

In particolare, tale regolamento impone alla Commissione di valutare l'obbligo di utilizzare un'agenzia di rating del credito minore nel caso di ricorso a più di un'agenzia, sulla base del principio *conformità o spiegazione*; di esaminare la questione se la portata del meccanismo di rotazione debba essere estesa ad altre classi di attività; se sia opportuno adottare periodi differenziati per le varie classi di attività; e la necessità di ulteriori iniziative volte a promuovere la concorrenza sul mercato dei rating del credito³⁰.

È stata inoltre considerata la possibilità di approfondire progressivamente la portata e la natura della cooperazione nel contesto del funzionamento di una potenziale rete.

Ciò consentirebbe alla rete di evolvere nel corso del tempo a seconda delle necessità.

A questo proposito essa potrebbe mirare a individuare i potenziali ostacoli all'ulteriore sviluppo della cooperazione fra le agenzie di rating minori e avanzare proposte volte ad affrontare tali ostacoli.

Tuttavia, come si è già detto, l'osservanza del diritto della concorrenza dell'UE non deve mai venire meno.

Dal *feedback* che si ricava dalle discussioni intercorse tra le varie Autorità, si trae **l'indicazione che le agenzie di rating minori, pur non apparendo del tutto contrarie a una rete cooperativa, sono interessate soprattutto a un dialogo costante con la Commissione in materia di regolamentazione, che dia loro l'opportunità di discutere una regolamentazione proporzionata che tenga conto delle specificità delle agenzie di rating minori.**

L'analisi di fattibilità delle opzioni per la creazione di una rete di agenzie di rating minori ha individuato molteplici ostacoli di mercato all'istituzione di una rete integrata, nonché qualche ostacolo che limita la potenziale portata di una rete cooperativa.

Inoltre, la consultazione delle parti interessate ha indicato che nelle condizioni attuali i rappresentanti del settore non sostengono la creazione di alcun tipo di rete di agenzie di rating

³⁰ Articolo 39, paragrafo 4 e paragrafo 5.

minori, né sono propensi a parteciparvi.

Le agenzie di rating minori hanno invece espresso l'esigenza di un dialogo o di un foro strutturati in cui discutere con la Commissione europea lo stato del mercato del rating e della regolamentazione delle rispettive agenzie e, in particolare, gli aspetti che riguardano quelle più piccole.

Benché sia fattibile, l'istituzione di una rete cooperativa con uno scambio limitato di informazioni non sembra corrispondere pienamente alle esigenze delle agenzie di rating minori.

Inoltre con l'entrata in vigore del *regolamento CRA III* è già stata introdotta una serie di misure, quali illustrate anche nella presente relazione, che mirano a stimolare la competitività e sostenere la crescita delle agenzie minori nel mercato del rating.

Pervero, per una serie di tali misure occorre che ulteriori atti delegati e di esecuzione vengano presentati dalle autorità europee di vigilanza e adottati dalla Commissione europea: questo processo è in atto.

Per poter valutare adeguatamente l'istituzione di qualche forma di cooperazione fra le agenzie di rating minori e proporre le conseguenti opzioni politiche, occorre valutare preliminarmente l'impatto delle suddette misure.

Una volta divenuto possibile analizzare l'impatto di tali misure, e quindi anche le esigenze, delle agenzie di rating minori, i risultati di quell'analisi consentiranno a loro volta di stabilire se la creazione di una rete sia ancora un'ipotesi sostenibile e, in caso affermativo, aiuteranno a determinarne la portata e il tipo, tenendo in debito conto le considerazioni relative al diritto della concorrenza.

Al tempo stesso l'avvio di un dialogo in materia di regolamentazione con il settore del rating può servire ad agevolare questo processo.

La Commissione ha proposta, in alternativa alla creazione di una rete, l'istituzione di un dialogo in materia di regolamentazione come la soluzione più adeguata di breve termine.

Questo dialogo potrebbe configurarsi come il periodico *follow up* degli sviluppi di mercato nel settore del rating e consentire la discussione delle questioni di regolamentazione relative al regolamento CRA.

10. ... Segue: Qualità e integrità del processo di valutazione

Nel settembre 2003, il **Comitato Tecnico IOSCO** ha pubblicato una **Dichiarazione di Principi** relativi alle attività delle CRA del credito.

I principi hanno l'obiettivo di essere uno strumento utile per regolatori di titoli, agenzie di rating e altri e di articolare i termini e le condizioni con le quali operano le CRA nonché indirizzare il modo con cui i partecipanti al mercato dovrebbero utilizzare le opinioni delle CRA.

Perché le CRA sono regolamentate e operano in modo diverso nelle diverse giurisdizioni, i Principi hanno stabilito obiettivi di alto livello in base ai quali, agenzie di rating, autorità di regolamentazione, emittenti e altri mercati, dovrebbero impegnarsi per migliorare la protezione degli investitori, garantire **equità, efficienza e trasparenza dei mercati mobiliari e riduzione del rischio sistemico**.

I Principi sono stati progettati per essere applicati a tutti i tipi di CRA che operano in vari settori giurisdizionali, tenendo conto dei diversi mercati anche sotto il profilo legale e regolamentare in cui operano, per tali motivi, il modo in cui i principi devono essere attuati è stato lasciato aperto.

La **International Organization Of Securities Commissions** (di seguito **IOSCO**) nel 2004, pubblicò un lavoro volto a fissare i principi guida, che vale la pena esaminare.

Qualità del processo di valutazione:

1. la CRA dovrebbe adottare, attuare e applicare procedure scritte per garantire che le opinioni che diffonde si basano su un'analisi approfondita di tutte le informazioni note al CRA che sono rilevanti per la sua analisi secondo la metodologia di rating pubblicata dalla CRA stessa.

2. L'autorità di certificazione dovrebbe utilizzare metodologie di classificazione rigorose, sistematiche, e, ove possibile, si traducono in rating che possono essere soggetti a qualche forma di validazione obiettiva basata sull'esperienza storica.

3. Nel valutare il merito creditizio di un emittente, gli analisti coinvolti nella preparazione o la revisione di qualsiasi azione di rating deve utilizzare metodologie istituite dalla CRA.

4. Gli analisti devono applicare una determinata metodologia in a modo coerente, come determinato dal CRA.

5. I rating del credito devono essere assegnati dall'autorità di certificazione e non dall'analista impiegato dalla CRA; le valutazioni devono riflettere tutte le informazioni conosciute, ritenute rilevanti per la CRA, e coerenti con la relativa pubblicazione della metodologia.

6. La CRA deve usare persone che, individualmente o collettivamente hanno la conoscenza e l'esperienza adeguata nello sviluppo a opinione di rating per il tipo di credito applicato.

7. La CRA deve conservare registri interni a supporto delle proprie opinioni creditizie per un periodo di tempo ragionevole o in conformità con la legge applicabile.

8. La CRA e i suoi analisti devono prendere provvedimenti per evitare l'emissione di credito, analisi o report che contengono false dichiarazioni o che sono altrimenti fuorviante quanto al merito creditizio generale di un emittente o obbligazione.

9. La CRA deve assicurarsi di disporre e di dedicare risorse sufficienti da trasportare valutazioni di credito di alta qualità di tutti gli obblighi e gli emittenti che valuta.

Nel decidere se valutare o continuare a valutare un'obbligazione o un emittente, la CRA deve valutare se è in grado di dedicare personale sufficiente e con sufficiente competenza per effettuare una corretta valutazione del rating e se il suo personale potrà avrà accesso a informazioni sufficienti e necessarie per realizzarle una valutazione.

10. La CRA deve strutturare i suoi gruppi di valutazione per promuovere la continuità ed evitare parzialità nel processo di valutazione.

Quanto al Monitoraggio e aggiornamento secondo IOSCO si deve tener presente di alcune linee guida.

Prima tra tutte, una volta pubblicato un rating, il CRA deve monitorare su base continuativa e aggiornare la valutazione mediante **revisione periodica della solvibilità dell'emittente.**

La CRA deve avviare una revisione dello stato del rating al momento della conoscenza di qualsiasi informazione che possa ragionevolmente prevedere che si traduca in una valutazione coerente con la metodologia di rating applicabile.

Infine la CRA deve aggiornare tempestivamente il rating, se del caso, in base ai risultati di tale revisione.

Laddove una CRA renda disponibili le sue valutazioni al pubblico, la CRA dovrebbe annunciare pubblicamente se interrompe la valutazione di un emittente.

Le valutazioni del CRA sono fornite solo ai suoi abbonati, il CRA deve inoltre annunciare ai suoi abbonati se interrompe la valutazione di un emittente o obbligazione.

In entrambi i casi, pubblicazioni continue da parte della CRA del rating discontinuo devono indicare la data dell'ultimo aggiornamento della valutazione e il motivo per cui la valutazione non viene più aggiornata.

Altro aspetto che necessita particolari garanzie è **l'integrità del processo di valutazione**.

La CRA e i suoi dipendenti devono rispettare tutte le leggi applicabili e regolamenti che disciplinano le sue attività in ogni giurisdizione in cui opera, conseguentemente i suoi **dipendenti devono trattare in modo equo e onesto** gli emittenti, investitori e gli altri partecipanti al mercato e pubblico.

Gli analisti della CRA devono avere un elevato standard di integrità e i suoi dipendenti devono astenersi, implicitamente o esplicitamente, dal fornire qualsiasi informazione su un determinato rating prima di un rating valutazione (ciò non impedisce a una CRA di sviluppare prospettive valutazioni utilizzate in finanza strutturata e operazioni simili).

La CRA deve istituire politiche e procedure che specifichino chiaramente la **persona responsabile della conformità dei CRA** e dei dipendenti CRA con le disposizioni del **codice di condotta della CRA** e con le leggi applicabili e regolamenti.

Le linee di segnalazione e il compenso di questa persona dovrebbero essere indipendente dalle operazioni di rating della CRA.

Qualora la CRA venga a conoscenza di condotte illegali, o comunque non etici o contrariamente al codice di condotta, di un proprio dipendente, deve essere informato il responsabile della conformità, in modo da poter intraprendere le azioni appropriate.

Uno degli aspetti più importanti ma anche il più difficile da

perseguire è l'indipendenza delle CRA e il superamento dei conflitti di interessi.

In generale, alla CRA non dovrebbe essere vietato, e non dovrebbe avere l'obbligo di astenersi, dall'intraprendere un'azione di rating per ragioni legate al potenziale effetto (economico, politico o altro) dell'azione sul CRA, verso un emittente, un investitore o altri partecipanti al mercato.

Il CRA e i suoi analisti devono usare cura e giudizio professionale per mantenere sia in senso formale che sostanziale l'indipendenza e l'obiettività per la determinazione di un rating creditizio che deve essere influenzata solo da fattori rilevante per la valutazione del merito di credito.

Il rating del credito assegnato da una CRA a un emittente o un titolo non deve essere influenzato dall'esistenza, anche potenziale, di un rapporto commerciale tra la CRA (o le sue affiliate) e l'emittente (o le sue affiliate) o qualsiasi altra parte, o la non esistenza di tale relazione.

Le CRA devono adottare procedure e meccanismi interni scritti per identificare e eliminare, o gestire e divulgare, se del caso, qualsiasi conflitti di interesse effettivi o potenziali che possono influenzare le opinioni e analizza il CRA o il giudizio e le analisi delle persone.

Le comunicazioni da parte della CRA dei conflitti di interesse reali e potenziali devono essere complete, puntuali, chiare, concise, specifiche ed evidenti.

Le CRA e i suoi dipendenti non devono negoziare in titoli o derivatiche presentano conflitti di interesse con l'attività di rating della CRA.

Il codice di condotta della CRA deve indicare che a l'analista CRA non sarà compensato o valutato sulla base di importo delle entrate che il CRA deriva dagli emittenti che l'analista valuta o con cui l'analista interagisce regolarmente.

Il CRA non deve avere dipendenti direttamente coinvolti nella valutazione, elaborare avviare o partecipare a discussioni su commissioni o pagamenti con qualsiasi entità valutino.

Nessun dipendente CRA deve partecipare o influenzare in altro modo la determinazione del rating CRA di qualsiasi entità o obbligazione particolare se il dipendente:

- possiede titoli o derivati dell'entità valutata, diversi dalle

partecipazioni in investimenti collettivi di capitale diversificati;

- Possiede titoli o derivati di qualsiasi entità correlata a un'entità valutata, la cui proprietà può causare o può essere percepita come causa di un conflitto di interessi, diverso dalle partecipazioni in collettive diversificate piani di investimento;

- Ha avuto un recente impiego o altre attività significative relazione con l'entità valutata che può causare o essere percepita come causa di un conflitto di interessi;

- Ha una relazione immediata (ad es. Coniuge, partner, genitore, figlio o fratello) che attualmente lavora per l'entità valutata;

- Ha, o ha avuto, qualsiasi altra relazione con l'entità valutata o correlata entità che può causare o può essere percepita come causa di un conflitto di interesse.

Gli analisti della CRA e chiunque sia coinvolto nel processo di valutazione (o loro coniuge, partner o figli minori) non devono acquistare, vendere o impegnarsi in alcuna transazione ovvero titolo o derivato basato su un titolo emesso, garantito o altrimenti supportato da qualsiasi entità all'interno dell'area di tale analisi (diverse dalle partecipazioni in settori diversificati investimenti collettivi di capitale).

Ai dipendenti CRA deve essere vietato sollecitare denaro, regali o favori da chiunque con cui il CRA intrattiene rapporti commerciali e deve essere proibita l'accettazione di regali offerti sotto qualunque forma

Qualsiasi analista CRA che viene coinvolto in qualsiasi relazione personale tale da creare il potenziale per qualsiasi conflitto di interessi reale o apparente (incluso, ad esempio, qualsiasi relazione personale con un dipendente di un'entità valutata o agente di tale entità all'interno della propria area di responsabilità analitica), deve essere tenuto a rivelare tale relazione al responsabile appropriato o funzionario della CRA, come determinato dalle politiche di conformità della CRA.

La CRA deve adottare procedure e meccanismi per le informazioni condivise con loro dagli emittenti in virtù di un **accordo di riservatezza o comunque nell'ambito di un mutuo consenso che le informazioni sono condivise in modo confidenziale.**

Salvo che altrimenti consentito dall'accordo di riservatezza e

coerente con leggi o regolamenti applicabili, CRA e i suoi dipendenti non devono divulgare informazioni riservate nei comunicati stampa, attraverso la ricerca, conferenze, a futuri datori di lavoro o conversazioni con investitori, altri emittenti, altre persone o altro.

L'autorità di certificazione deve utilizzare le informazioni riservate solo per scopi connessi con le sue attività di rating o comunque in conformità con qualsiasi riservatezza e accordi con l'emittente.

I dipendenti CRA devono prendere tutte le misure ragionevoli per proteggere tutte le proprietà e registri appartenenti o in possesso di CRA da frodi, furti o uso improprio.

11. Vigilanza e registrazione delle agenzie di rating del credito e riconoscimento delle ECAI.

La **direttiva 2006/48/CE** consente agli enti creditizi di utilizzare valutazione del merito di credito esterne fornite dalle ECAI per determinare i fattori di ponderazione del rischio in base al metodo standardizzato (Artt. da 78 a 83 e allegato VI) e secondo il metodo basato sui rating per la cartolarizzazione (Art. da 94 a 101 e allegato IX).

In sede di esame della proposta di regolamento, la BCE osservò che l'interazione tra il regime delle agenzie di rating del credito, e il processo per il riconoscimento delle ECAI stabilito ai sensi della direttiva 2006/48/CE, avrebbe potuto destare preoccupazione.

In particolare, secondo la BCE si sarebbe dovuto chiarire che la registrazione di un'agenzia di rating del credito ai sensi del regolamento proposto costituisca una condizione di idoneità come ECAI ai sensi della direttiva 2006/48/CE.

Inoltre, si sarebbero dovute apportare opportune modifiche alla direttiva 2006/48/CE, come suggerito nel contributo dell'Eurosistema, nell'intento di evitare *la duplicazione di procedure e requisiti che si sovrappongono con un aggravio di costi* e di garantire la coerenza giuridica.

Per esempio, i **requisiti di obiettività, indipendenza, revisione continua, trasparenza e comunicazione**, relativi alla metodologia per l'assegnazione delle valutazioni del merito di credito (artt. 81 e 97 e allegato VI, parte 2 della direttiva

2006/48/CE), **si sarebbero dovute considerare già soddisfatte dalle agenzie di rating del credito registrate ai sensi del regolamento proposto.**

Infatti ai sensi della direttiva 2006/48/CE, le autorità nazionali di vigilanza bancaria mantengono il potere di riconoscere come ECAI le agenzie di rating del credito, in conformità ai requisiti stabiliti dalla direttiva stessa³¹.

Secondo il rapporto de *Larosière*³², il **Comitato delle Autorità Europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR)** o le autorità designate dal regolamento proposto, si assumono la responsabilità per la registrazione e la sorveglianza delle agenzie di rating del credito, dovrebbero consultare le relative autorità di vigilanza bancaria in merito alla registrazione e alla vigilanza, così come in merito alla possibile applicazione di sanzioni.

Nell'effettuare una revisione della direttiva 2006/48/CE, il legislatore comunitario potrebbe valutare se, in base all'esperienza acquisita con il regime delle ECAI³³, i meccanismi per il riconoscimento di tali istituzioni necessitano di essere ulteriormente semplificati, tenendo conto delle possibili sinergie con il quadro di registrazione e vigilanza per le agenzie di rating del credito di cui al regolamento proposto.

Il Regolamento approvato non ha quindi sostituito la procedura stabilita per il riconoscimento delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito («ECAI»), a norma della direttiva 2006/48/CE.

³¹ Ai sensi dell'articolo 81, un'ECAI che fornisce valutazione esterna del merito di credito può essere riconosciuta idonea dalle autorità competenti per determinare il fattore di ponderazione del rischio di un'esposizione. Se un'ECAI è stata riconosciuta idonea dalle autorità competenti di uno Stato membro, le autorità competenti di altri Stati membri possono riconoscere l'idoneità dell'ECAI senza procedere ad una propria valutazione.

³² Si veda il Rapporto del 25 febbraio 2009 del Gruppo di esperti di alto livello presieduto da Jacques de Larosière sulla vigilanza finanziaria nell'Unione europea (di seguito il «Rapporto de Larosière»), paragrafo 67 (disponibile all'indirizzo www.europa.eu).

³³ Si veda l'Indirizzo sul riconoscimento delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito (Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions), del 20 gennaio 2006, del Comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS) (disponibile sul sito Internet del CEBS all'indirizzo www.c-ebs.org).

Inoltre per le ECAI già riconosciute nella Comunità è previsto solo l'obbligo di presentazione della domanda di registrazione.

Infatti, l'art. 2 del Reg. stabilisce: *Un'agenzia di rating del credito fa domanda di registrazione a norma del presente regolamento quale condizione per essere riconosciuta come agenzia esterna di valutazione del merito di credito («ECAI») in conformità della parte 2 dell'allegato VI della direttiva 2006/48/CE, a meno che non emetta esclusivamente i rating di cui al paragrafo 2.*

12. La funzione del rating.

Il regolamento introduce un'impostazione regolamentare comune per migliorare **l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito**, contribuendo alla qualità dei rating emessi nella Comunità contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori.

Il **Regolamento (CE) N. 1060/2009** 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.

Un'agenzia di rating è considerata competente se pubblica regolarmente e su base professionale valutazione del merito di credito per i fondi del mercato monetario ed è un'agenzia esterna di valutazione del merito di credito (ECAI) idonea ai sensi dell'articolo 81, paragrafo 1, della direttiva 2006/48/CE.

13. La presentazione del rating del credito.

L'agenzia di rating del credito deve garantire che ogni rating contenga **un'indicazione chiara e visibile** del nome e della funzione dell'analista principale di rating in una determinata attività di rating del credito e del nome e della posizione del responsabile principale dell'approvazione del rating del credito.

Un'agenzia di rating del credito deve sempre indicare:

a) tutte le principali fonti rilevanti, compresa l'entità valutata o, laddove appropriato, terzi collegati, utilizzate per preparare il

rating e precisa se il rating è stato comunicato all'entità valutata o a terzi collegati e modificato a seguito della sua comunicazione prima della emissione;

b) la principale metodologia o versione di metodologia utilizzata per determinare il rating, con un riferimento ad una sua ampia descrizione. Quando il rating del credito è basato su più di una metodologia, o quando il riferimento esclusivo alla metodologia principale potrebbe indurre gli investitori a trascurare altri aspetti importanti del rating del credito, inclusi eventuali aggiustamenti e deviazioni significative, l'agenzia di rating del credito lo deve spiegare nel rating ed indicare come le diverse metodologie o gli altri aspetti vengono presi in considerazione nel rating stesso.

c) Spiegare il significato di ciascuna categoria di rating, la definizione di insolvenza o di recupero e qualsiasi segnalazione di rischio appropriata, compresa un'analisi della sensitività delle ipotesi di rating fondamentali rilevanti, quali le ipotesi matematiche o in materia di correlazioni, accompagnata dall'indicazione del rating del credito in caso di scenario più sfavorevole e più favorevole;

d) Indicare in modo chiaro e visibile la data alla quale il rating è stato distribuito per la prima volta ed aggiornato per l'ultima volta.

e) Indicare se il rating del credito riguarda strumenti finanziari di recente emissione e se l'agenzia di rating del credito stia effettuando la valutazione dello strumento finanziario per la prima volta.

L'agenzia di rating deve informare l'entità valutata almeno con 12 ore di anticipo rispetto alla pubblicazione del rating del credito e dei principali elementi su cui il rating è basato, in modo che l'entità in questione abbia l'opportunità di richiamare l'attenzione dell'agenzia di rating del credito su eventuali errori materiali.

L'agenzia di rating del credito indica in modo **chiaro e visibile**, nel comunicare i rating, qualsiasi loro caratteristica specifica e limiti e deve indicare in modo visibile, nel comunicare ciascun rating, se considera soddisfacente la qualità delle informazioni disponibili sull'entità valutata e in che misura ha verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o a

terzi collegati.

Se un rating riguarda un tipo di entità o di strumento finanziario per cui i dati storici sono limitati, l'agenzia di rating del credito chiarisce in modo visibile tali limiti del rating.

Laddove la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile, l'agenzia si astiene dall'emettere il rating o ritira il rating esistente.

Quando annuncia un rating, un'agenzia di rating del credito spiega nei suoi comunicati stampa o nelle sue relazioni gli elementi fondamentali sottesi al rating.

Inoltre, qualora le informazioni di cui sopra fossero sproporzionate in relazione alla lunghezza del rapporto distribuito, la CRA dovrà includere un riferimento chiaro e visibile nel rapporto stesso al luogo in cui tali informazioni possono essere direttamente e facilmente accessibili, compreso un *link* diretto ad un sito Internet appropriato dell'agenzia di rating del credito che consenta di accedervi.

Con l'introduzione del Reg. (UE) N. 462/2013, la CRA del credito correda la pubblicazione delle metodologie di rating, dei modelli e delle ipotesi principali di rating, di indicazioni che illustrano le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze riguardo ai modelli e alle metodologie di rating utilizzati, con le simulazioni di scenari di stress operate dall'agenzia di rating del credito al momento di stabilire i rating del credito, le informazioni sulle analisi dei flussi di cassa da essa stessa svolte o su altre analisi sulla base delle quali fonda il suo giudizio e, nel caso, indicazioni in merito a eventuali aspettative di variazione del rating di credito.

Tali indicazioni devono essere chiare e facilmente comprensibili.

Inoltre, l'agenzia di rating del credito viola l'**art. 8, paragrafo 5**, primo comma, prima frase, quando non controlla i propri rating del credito, ad eccezione dei rating sovrani, né rivede costantemente o almeno a cadenza annuale i propri rating del credito, ad eccezione dei rating sovrani, insieme alle metodologie di rating utilizzate.

14. ... *Segue*: Obblighi aggiuntivi in relazione ai rating di strumenti finanziari strutturati.

Quando un'agenzia di rating del credito valuta uno strumento finanziario strutturato, fornisce nel rating ogni informazione in merito ad analisi in materia di perdite e flussi di cassa da essa stessa svolte o ad altre analisi sulla base delle quali fonda il suo giudizio, unitamente ad indicazioni in merito a eventuali aspettative di variazione nel rating di credito.

Un'agenzia di rating del credito indica quale tipo di valutazione ha realizzato riguardo alle procedure di *due diligence* svolte in ordine agli strumenti finanziari sottostanti o ad altre attività degli strumenti finanziari strutturati.

L'agenzia di rating del credito indica se ha compiuto essa stessa una valutazione di tali procedure di *due diligence* o se si è affidata alla valutazione di terzi, indicando in che modo i risultati di tale valutazione hanno influito sul rating del credito.

Quando un'agenzia di rating del credito emette un rating per strumenti finanziari strutturati, essa correda la divulgazione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi fondamentali di rating con indicazioni che illustrino le ipotesi, i parametri, i limiti e le incertezze riguardo ai modelli e alle metodologie di rating utilizzate, con simulazioni di scenari di stress operate dall'agenzia al momento di stabilire i rating.

Tali indicazioni sono chiare e facilmente comprensibili.

Le agenzie di rating del credito informano regolarmente in merito a tutti i prodotti finanziari strutturati loro sottoposti per un'analisi iniziale o per un rating preliminare.

Tale informativa va data indipendentemente dal fatto che gli emittenti stipulino con l'agenzia di rating un contratto per il rating definitivo.

15. L'Interesse della BCE verso le CRA

La BCE è direttamente interessata dai servizi che le agenzie di rating del credito forniscono nell'ambito dei compiti e degli obblighi dell'Eurosistema, riguardo sia alla conduzione di operazioni di politica monetaria sia ad altre operazioni di banca centrale, quali le operazioni di gestione delle riserve in valuta

estera e di fondi propri.

L'articolo 18.1, secondo trattino dello Statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea (di seguito lo *statuto del SEBC*) dispone che la BCE e le BCN hanno la facoltà di effettuare operazioni di credito con istituti creditizi ed altri operatori di mercato, erogando i prestiti sulla base di adeguate garanzie.

Un importante criterio di ammissibilità, ai fini delle operazioni di politica monetaria, è che le attività soddisfino elevati standard di credito e, a tale scopo, il quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (ECAF) definisce le procedure, le regole e le tecniche che garantiscono che il requisito in termini di elevati standard di credito sia soddisfatto.

Per valutare lo standard di credito delle attività idonee, l'Eurosistema si avvale delle informazioni prodotte dai sistemi di valutazione del credito appartenenti a una delle seguenti quattro fonti: **ECAI**, sistemi di valutazione interni delle **BCN (ICAS)**, sistemi basati sui rating interni delle controparti o strumenti di rating di fornitori terzi.

L'Eurosistema si riserva il diritto di determinare, sulla scorta delle informazioni che ritenga rilevanti, se un'emissione, un emittente, un debitore o un garante soddisfano o meno i suoi requisiti in termini di elevati standard di credito e di rifiutare un'attività sulla base di queste considerazioni.

Per garantire la coerenza, l'accuratezza e la confrontabilità delle quattro fonti di valutazione del credito utilizzate nell'ambito dell'ECAF l'Eurosistema ha definito per ciascuna di questi criteri di accettazione e ne tiene sotto osservazione il funzionamento in termini di valutazione del credito rispetto al valore di riferimento applicato dall'Eurosistema per stabilire gli elevati standard di credito.

In tale contesto, la BCE ha raccomandato, in più riprese, di chiarire, se le disposizioni del regolamento applicabili alle agenzie di rating del credito, fanno salvo il diritto dell'Eurosistema, o i diritti delle banche centrali nazionali degli Stati membri che non hanno adottato l'euro, secondo la propria legislazione nazionale, **di definire le procedure, le regole e i criteri che garantiscano il requisito in termini di elevati**

standard di credito per le attività idonee per le operazioni di politica monetaria e di determinare, in modo appropriato, le condizioni per l'uso di rating nell'ambito delle operazioni di banca centrale.

Nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, le agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, in particolare alla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (**abusi di mercato**)³⁴.

È perciò importante stabilire norme che garantiscano che tutti i rating creditizi emessi da agenzie di rating del credito registrate nella Comunità siano di qualità adeguata e siano emessi da agenzie di rating del credito soggette a requisiti rigorosi.

16. Dipendenza dai rating: un problema in via di risoluzione?

La riduzione della dipendenza dai rating da parte dei partecipanti ai mercati finanziari è divenuta una priorità con la crisi finanziaria globale. All'interno di organismi di definizione di standard globali ci sono già stati un certo numero di interventi volte ad elaborare le migliori pratiche. (IOSCO)

I lavori del comitato di Basilea sono stati completati per i grandi intermediari finanziari, Gestori patrimoniali e istituti di credito.

Sebbene siano già stati compiuti alcuni passi per mitigare la dipendenza dai rating finanziari, i partecipanti al mercato rimangono ancora esempi di riferimenti i rating all'interno dei settori nazionali e dell'UE.

In particolare, *CRR* e *Solvency II*, contengono riferimenti a rating in una serie di aree critiche, in particolare i calcoli dei

³⁴ GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16. Fanno inoltre riferimento alle agenzie di rating del credito la direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio. GU L 177 del 30.6.2006, pag. 1 e la direttiva 2006/49/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'adeguatezza di capitale delle imprese di investimento e degli enti creditizi GU L 177 del 30.6.2006, pag. 201.

requisiti patrimoniali.

Il processo per ridurre la dipendenza dai rating in un contesto europeo può quindi essere definito in anticipo concordando principi e obiettivi di alto livello ma molto altro ancora dovrà esser fatto per mitigare la dipendenza meccanicistica.

Un esempio di sviluppo positivo è rappresentato dalle recenti norme tecniche di **regolamentazione EMIR** che forniscono **un esempio funzionante di come mitigare la dipendenza meccanicistica dai rating**.

Al di fuori della legislazione dell'UE, va notato che i rating del credito rimangono un fattore all'interno della garanzia quadri di valutazione di alcune banche centrali nell'UE.

Inoltre, per alcuni partecipanti ai mercati finanziari più grandi, i rating del credito, rimangono un fattore di valutazione interna del merito di credito.

Appare dannoso, dunque, rimuovere completamente i riferimenti ai rating all'interno dell'UE, dovendosi dare importanza ad una mitigazione del meccanico affidamento alle valutazioni piuttosto che alla loro rimozione.

A questo proposito una particolare serie di indicatori alternativi che potrebbero essere utilizzati per mitigare la dipendenza dal credito dai rating **sono riferibili agli indicatori basati sul mercato, come le informazioni basate sul prezzo dei titoli a reddito fisso e credit default swap (CDS)**.

Nel maggio 2014, il **Financial Stability Board (FSB)** ha pubblicato il suo rapporto finale di revisione tra pari a livello nazionale dei **Principi per la riduzione della dipendenza dalle valutazioni CRA dell'FSB**³⁵.

L'FSB in precedenza aveva definito una tabella di marcia per attuare la riduzione della dipendenza meccanicistica dalla CRA, valutazioni standard, leggi, regolamenti.

La FSB ha raccolto informazioni sui riferimenti a Classificazioni CRA in varie leggi e normative nazionali, incentrando e coordinando piani d'azione con le autorità nazionali per attuare la tabella di marcia dell'FSB.

La recensione dell'FSB ha rilevato che i progressi verso la

³⁵ Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings http://www.financialstabilityboard.org/wpcontent/uploads/r_140512.pdf

rimozione dei riferimenti alle classificazioni erano "irregolari" in varie giurisdizioni e settori.

L'FSB ha inoltre preso atto della sfida disviluppare standard alternativi di affidabilità creditizia e processi in modo che i rating CRA non siano unico contributo alla valutazione del rischio di credito.

Nello specifico, l'FSB ha dichiarato che il *cablaggio rigido dei rating* CRA nella regolamentazione è stato erroneamente interpretato per fornire a tali rating un *sigillo di approvazione* ufficiale e ha incentivato le imprese a sviluppare le proprie capacità di valutazione del rischio di credito e *due diligence*³⁶.

Come dimostrato durante la crisi finanziaria, l'affidamento a rating esterni per l'esclusione delle valutazioni interne del credito può essere una causa del comportamento dannosi come le brusche svendite di titoli quando vengono declassati, c.d. *cliff effects*

Questi effetti possono amplificare *la pro-cyclicalità* e causare interruzioni sistemiche³⁷.

³⁶ The 'hard wiring' of CRA ratings in regulation has been wrongly interpreted as providing those ratings with an official 'seal of approval' and has reduced incentives for firms to develop their own capacity for credit risk assessment and due diligence. As demonstrated during the financial crisis, reliance on external ratings to the exclusion of internal credit assessments can be a cause of herding behaviour and of abrupt sell-offs of securities when they are downgraded ('cliff effects'). These effects can amplify pro-cyclicalità and cause systemic disruption.

³⁷ Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings http://www.financialstabilityboard.org/wpcontent/uploads/r_140512.pdf.

The stock-taking exercise and development of action plans across the FSB membership represent a significant step toward reducing reliance on CRA ratings in standards, laws and regulations, but more work is needed to implement fully the agreed Roadmap. More work in the design of action plans is needed on the development of alternative standards of creditworthiness, the ways authorities will incentivise or promote own credit assessment processes, and the establishment of clear timelines for taking action. The challenges of identifying alternative standards of creditworthiness and the time required to build-up or enhance own credit risk assessment capabilities (especially for smaller entities) are hindering progress. National authorities need to intensify efforts to address these gaps in their action plans in order to meet the timelines set out in the Roadmap. The action plans vary widely in terms of scope and ambition level, particularly in terms of the volume of measures to be taken and the policy areas that they cover. In particular, very few action plans propose alternative standards of creditworthiness even though such standards need to be implemented by market participants before end-2015 as set out in the Roadmap. Efforts to strengthen internal credit assessment capabilities are further advanced across financial sectors (e.g. banks,

Gli approcci per ridurre la dipendenza dai rating CRA variano anche a seconda delle giurisdizioni e dei settori della finanza, ad esempio, per le società di valori mobiliari, alcune giurisdizioni³⁸ guardano allo *standard setters* (in particolare il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBS)) per stabilire una guida prima di prendere provvedimenti concreti. Alcune giurisdizioni³⁹ prevedono di impegnarsi con il mercato finanziario per sensibilizzare e determinare quali azioni future sarebbero desiderabili e come potrebbero essere sviluppate definizioni alternative di merito creditizio.

Infine, bisogna segnalare che in altre giurisdizioni⁴⁰ non vi sono riferimenti ai rating CRA nella loro legislazione e che pertanto non intendono intraprendere lavori in questo settore.

Tale approccio, tuttavia, può sottostimare la portata dell'affidamento ai rating CRA da parte dei partecipanti al mercato nella loro giurisdizione.

Nel frattempo, gli Stati Uniti e l'Unione Europea⁴¹ hanno già attuato riforme globali attraverso una legislazione che richiede la rimozione di riferimenti ai rating CRA nelle loro normative e guida di vigilanza.

Progressi verso la rimozione di riferimenti ai rating CRA da standard, leggi e normative sono stati irregolari in tutti i settori finanziari.

Le Banche Centrali continuano a fare affidamento sui rating nei loro criteri di ammissibilità per le garanzie, per le strutture di prestito e linee guida, per mandati di investimento per le operazioni sulle riserve estere.

La sfida chiave è lo sviluppo di standard alternativi di affidabilità creditizia e processi in modo tale i rating CRA non siano altro che un contributo alla valutazione del rischio

central banks, insurers, large investment fund managers) but financial institutions have yet to publicly disclose their own credit assessment processes as part of their public reporting.

³⁸ Australia, Canada, China, Korea, Singapore, Switzerland

³⁹ France, Germany, Hong Kong

⁴⁰ Brazil, China.

⁴¹ The European Commission's policy of eliminating CRA ratings is set out in Article 5c of CRA III provided that appropriate alternatives to credit risk assessment have been identified and implemented.

di credito.

Le Autorità nazionali e le entità finanziarie dovrebbero evitare la tentazione di adottare un numero limitato di alternative per la valutazione del merito di credito al posto dei rating CRA, che possono comportare la sostituzione *pro-cyclicality* e *herd behaviour*.

Mentre sono stati compiuti buoni progressi verso la rimozione dei riferimenti ai rating CRA dalle leggi e regolamenti, la dipendenza meccanica (*mechanistic reliance*) può anche derivare da pratiche e contratti di mercato.

Le Autorità dovrebbero incoraggiare i partecipanti al mercato a rivedere le disposizioni nei loro contratti privati che rappresenta la dipendenza meccanicistica dai rating CRA (ad es. *ratings triggers*).

I progressi nel settore bancario dipendono in gran parte dalla revisione delle attività politiche BCBS in corso che si riferiscono a rating CRA esterni.

Promuovendo al contempo il rating interno (IRB) gli approcci potrebbero essere visti come un'alternativa ai rating CRA: una serie di problemi dal vivo sono stati identificato dal BCBS in merito all'affidabilità, comparabilità e trasparenza del capitale IRB⁴².

Un maggiore utilizzo degli approcci IRB non dovrebbe, di per sé, essere considerato come un'alternativa ai rating CRA, in particolare quando la qualità e / o la capacità dei *modelling*

⁴² While a greater reliance on internal models would imply effectively reducing mechanistic reliance on CRA ratings in the banking system, there is a range of live issues concerning the reliability, comparability and transparency of internal-based capital charges, such as different degrees of conservatism of internal models, and different interpretations of the BCBS standards. The BCBS monitors Basel III implementation of its membership as part of its Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP). Their recent study found that there is significant variation in the calculation of regulatory capital driven by a mix of differences in underlying risk and differences in banking and supervisory practices. See BCBS, Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book, December 2013 (<http://www.bis.org/publ/bcbs267.pdf>); and BCBS, Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book, July 2013 (<http://www.bis.org/publ/bcbs256.pdf>). The use or reduced use of CRA ratings and alternatives to CRA ratings is being evaluated in the context of the jurisdictional RCAP assessments (See RCAP assessment reports on Brazil and China).

quality sono inadeguate.

Altri approcci per porre fine alla dipendenza meccanicistica dai rating CRA dovrebbero continuare ad essere esplorati.

Allo stesso modo, nel settore assicurativo, le giurisdizioni stanno adottando sempre più prudenziali basate sul rischio, quadri che mirano a ridurre la dipendenza dai rating CRA.

Nel frattempo, molti grandi fondi di investimento hanno sviluppato modelli interni per stimare le probabilità di default e incorporare misure sia quantitative che qualitative del rischio di credito nei loro quadri di gestione del rischio.

Quanto alle misure quantitative appaiono rilevanti, come già accennato, gli indicatori quali *credit spread* e *pricing* dei *credit default swap* (CDS).

Molte banche centrali hanno ampliato le proprie capacità di valutazione del rischio di credito e stanno utilizzando indicatori multipli per la determinazione del merito creditizio.

Inoltre, fondi pensione e fondi investimenti, utilizzano sempre più la propria valutazione del rischio di credito prima di investire in determinate risorse.

In particolare, l'FSB ha affermato che le autorità nazionali devono concentrarsi sull'istituzione di un sistema più forte pratiche interne di valutazione del rischio di credito, che, in alcuni casi, potrebbero richiedere una piena indipendenza valutazione del rischio (sebbene l'FSB abbia indicato che tale valutazione potrebbe includere i rating CRA come indicatore del rischio di credito).

In risposta alle azioni dell'FSB, i suoi membri hanno preparato piani d'azione, anche se questi piani variano in termini di portata, dettagli e definizione.

Nel complesso, l'FSB ha incoraggiato i partecipanti al mercato ad adottare alternative alla dipendenza meccanicistica dai rating CRA, ma ha messo in guardia dal sostituire tale dipendenza meccanicistica con una dipendenza meccanicistica alternativa, che potrebbe essere condotto alla *pro-cyclicality* e al *herd behaviour*.

17. Il Comitato di Basilea

Alla fine del 2014, il Comitato di Basilea per la vigilanza

bancaria ha emesso una **nuova dichiarazione standardizzata di rischio di credito**, e ha cercato commenti pubblici fino al 27 marzo 2015⁴³.

Il documento di Basilea cerca di **rafforzare i requisiti patrimoniali esistenti** in diversi modi ed è destinato a soppiantare gli standard di rischio approvati dal Comitato di Basilea nel 2006 (come parte degli accordi di Basilea II).

Gli obiettivi principali della revisione sono i seguenti:

1. Ridurre la dipendenza dai rating del credito esterni.
2. Miglioramento della granularità e della sensibilità al rischio.
3. Aggiornamento delle calibrazioni del peso a rischio.
4. Aumentare la comparabilità con l'approccio basato sui rating interni.
5. Fornire una migliore chiarezza sull'applicazione delle norme.

Il 25 giugno, a seguito della relazione di consultazione sull'argomento, IOSCO ha pubblicato la sua relazione finale sulla riduzione della dipendenza dalle valutazioni nella gestione patrimoniale.

Lo scopo del rapporto è fornire una serie di buone pratiche per ridurre l'eccessiva dipendenza dai rating del credito nella gestione patrimoniale industria.

In totale il rapporto elenca **otto buone pratiche** che i gestori patrimoniali possono prendere in considerazione quando ricorrono rating esterni, ovvero:

- 1) I gestori patrimoniali decidono autonomamente in merito alla qualità creditizia di una società finanziaria prima dell'investimento e per tutto il periodo di detenzione.
- 2) I gestori patrimoniali dispongono delle competenze e dei processi adeguati a eseguire il rischio di credito nonché di una valutazione adeguata alla natura, all'ampiezza e alla complessità di qualsiasi strategia di investimento e attuare il tipo e la percentuale di strumenti di debito in cui investono e dovrebbero astenersi dall'investimento in prodotti / emittenti quando non dispongono di informazioni sufficienti per eseguire una deguata

⁴³ Basel Committee on Banking Supervision Consultative Document: Revisions to the Standardised Approach. <http://www.bis.org/bcbs/publ/d307.pdf>.

valutazione del rischio di credito.

3) I rating del credito esterno possono costituire un elemento, tra l'altro, della valutazione interna del processo, ma non costituiscono l'unico fattore a supporto dell'analisi del credito.

4) Il processo di valutazione interna del gestore viene regolarmente aggiornato e applicato in modo coerente.

5) Laddove vengono utilizzati rating del credito esterni, i gestori patrimoniali comprendono le metodologie, parametri e la base su cui è stata prodotta la valutazione di una CRA e hanno mezzi e competenze adeguati a identificare i limiti della metodologia e dei presupposti usati per formare quella valutazione.

6) I gestori patrimoniali riesaminano le loro informative descrivendo fonti alternative di informazioni sul credito oltre ai rating del credito esterno da mettere a disposizione degli investitori; a seconda dei casi, una descrizione sintetica del processo interno di valutazione del merito di credito, compreso il modo in cui il credito esterno ha influenzato il rating.

7) Nel valutare la qualità creditizia delle loro controparti o garanzie reali, i gestori patrimoniali non possono basarsi esclusivamente su rating del credito esterni e prendere in considerazione parametri di qualità alternativi (ad es. liquidità, valutazione, correlazione ecc.).

8) Laddove vengono utilizzati rating di credito esterni, un downgrade non attiva automaticamente la vendita immediata dell'attività.

Se il manager / consiglio decide di disinvestire, la transazione è condotta entro un lasso di tempo nell'interesse degli investitori.

18. Eccessivo affidamento ai rating del credito esterni.

La risposta internazionale alla crisi finanziaria mondiale ha compreso iniziative volte a ridurre l'affidamento ai rating del credito esterni, in particolare a limitare i comportamenti imitativi (*herding*) e gli *effetti precipizio* che minacciano la stabilità finanziaria e che attualmente derivano dall'inclusione delle soglie di rating stabilite dalle agenzie di rating del credito

in leggi, regolamenti e prassi di mercato⁴⁴ .

L'UE ha risposto a tali iniziative anche con l'adozione di modifiche legislative.

Rimane tuttavia necessario valutare in quale misura i restanti riferimenti ai rating del credito esterni nella legislazione dell'UE possano determinare un eccessivo affidamento.

L'eccessivo affidamento può risultare dall'utilizzo dei rating del credito esterni da parte degli operatori del mercato in contratti privati.

Vari atti giuridici dell'UE in materia di servizi finanziari fanno riferimento all'utilizzo di rating del credito esterni.

Alcuni di essi (**la direttiva GEFIA⁴⁵ , la direttiva OICVM⁴⁶ e la direttiva sugli EPAP⁴⁷)** sono stati modificati dalla **direttiva 2013/14/UE⁴⁸**, che ha introdotto ulteriori norme per le società di gestione o di investimento degli OICVM e dei GEFIA che impongono l'obbligo, per le procedure di gestione del rischio, di non affidarsi esclusivamente e automaticamente ai

⁴⁴ Si veda in particolare la pag. 1 del documento elaborato dal Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) dal titolo Principi per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito, disponibile all'indirizzo: http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Vedasi altresì la Tabella di marcia per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito, redatta dal Consiglio per la stabilità finanziaria e disponibile all'indirizzo: http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/

⁴⁵ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

⁴⁶ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (rifusione)

⁴⁷ Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 giugno 2003, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali.

⁴⁸ Direttiva 2013/14/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica la direttiva 2003/41/CE, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, la direttiva 2009/65/CE, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), e la direttiva 2011/61/UE, sui gestori di fondi di investimento alternativi, per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito.

rating del credito esterni.

In tal modo si è inteso evitare l'eccessivo affidamento ai rating nella misurazione del rischio di credito.

Una di tali norme, introdotta dalla direttiva 2013/14/UE, prevedeva l'obbligo di assicurare che le autorità competenti vigilino sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del credito.

Il regolamento EMIR⁴⁹, ovvero la legislazione in materia di controparti centrali (CCP), consente che le valutazioni effettuate dalle agenzie di rating del credito stabiliscano il livello di rischio, **ma non obbliga né incoraggia necessariamente le CCP a fare altrettanto.**

In caso di ricorso a rating esterni, le CCP devono fornire alcune controanalisi o integrare la loro valutazione con la propria analisi.

Il regolamento CRR⁵⁰ e la direttiva CRD IV⁵¹ contengono varie disposizioni che consentono diversi trattamenti dei rischi associati a un'esposizione, a seconda che tale esposizione sia provvista o priva di rating⁵².

Ne deriva che i requisiti patrimoniali associati a un'esposizione possono variare notevolmente a seconda che tale esposizione sia provvista o meno del rating di un'agenzia di rating del credito e in funzione del rating fornito⁵³.

⁴⁹ Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

⁵⁰ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

⁵¹ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁵² La metodologia è designata nel testo legislativo come "metodo standardizzato" ed è attualmente la metodologia più utilizzata ai sensi del CRR e della CRD per le banche

⁵³ Ad esempio, nel caso di esposizioni verso imprese, qualora il rating assegnato da un'agenzia di rating del credito sia disponibile e l'esposizione ottenga il rating più elevato (ad esempio AAA), il fattore di ponderazione del rischio applicato è pari al 20%. La banca sarà pertanto tenuta a mantenere un capitale regolamentare pari al 20% dei valori dell'esposizione. Tuttavia, qualora un rating

Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) è attualmente impegnato nel riesame del metodo standardizzato per il rischio di credito e ha considerato varie alternative per sostituire i rating esterni⁵⁴.

Nel 2014, il Comitato di Basilea **ha proposto di mantenere i riferimenti ai rating esterni integrandone al contempo l'utilizzo con le procedure basate sulla dovuta diligenza delle banche, nonché rafforzando i requisiti relativi all'utilizzo dei rating esterni, al fine di garantire che le banche esercitino la propria dovuta diligenza e gestione interna del rischio e non si affidino automaticamente ai rating esterni.**

Un meccanismo analogo è utilizzato dalla **direttiva Solvibilità II**⁵⁵, che prevede considerazioni sui rischi diverse a seconda che il rating esterno sia disponibile o meno (e in funzione del rating attribuito all'esposizione).

Onde attenuare il rischio di un'eccessiva dipendenza dai rating, *Solvibilità II* prevede che, quando utilizzano rating creditizi esterni ai fini del calcolo delle riserve tecniche e del requisito patrimoniale di solvibilità, gli assicuratori verifichino l'idoneità dei rating esterni nel quadro della loro gestione del rischio, utilizzando ove possibile e praticabile analisi supplementari per evitare ogni dipendenza automatica dai rating esterni⁵⁶.

Inoltre, l'atto delegato di *Solvibilità II*⁵⁷ stabilisce norme

non sia disponibile, il fattore di ponderazione del rischio da applicare sarebbe almeno del 100%.

⁵⁴ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria: Secondo documento di consultazione. Norme - Riesami del metodo standardizzato per il rischio di credito, pubblicato ai fini dell'invio di osservazioni entro l'11 marzo 2016, dicembre 2015, disponibile all'indirizzo: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>.

⁵⁵ Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione.

⁵⁶ Articolo 44, paragrafo 4 bis, di Solvibilità II, e regolamento di esecuzione (UE) 2015/2015 della Commissione, dell'11 novembre 2015, che stabilisce norme tecniche di attuazione riguardanti le procedure per l'analisi dei rating creditizi esterni a norma della direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 295 del 12.11.2015, pag. 16).

⁵⁷ Articoli 3-6 del regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

dettagliate sull'utilizzo delle valutazioni esterne del merito di credito, come l'obbligo di effettuare valutazioni interne del merito di credito per esposizioni più grandi o più complesse, che a loro volta contribuiscono a ridurre il rischio di un eccessivo affidamento ai rating.

Benché siano in vigore norme di attenuazione volte a evitare l'affidamento esclusivo e automatico ai rating esterni, l'utilizzo di rating in settori critici dei *quadri CRR e Solvibilità II*, segnatamente quelli relativi al calcolo dei requisiti patrimoniali obbligatori o dei requisiti di solvibilità, può incoraggiare gli enti finanziari o le società di assicurazione ad affidarsi alle valutazioni delle agenzie di rating.

La Commissione monitora continuamente l'impatto di tali requisiti fornendo un contributo agli organismi pertinenti, come il Comitato di Basilea, al fine di attenuare eventuali rischi di un eccessivo affidamento ai rating del credito nel quadro prudenziale per gli enti creditizi e le imprese di assicurazione.

Sarebbe possibile evitare l'eccessivo affidamento ai riferimenti contrattuali mediante disposizioni di divieto o ulteriori obblighi di comunicazione.

Tuttavia, se gli ultimi non sembrano idonei alle clausole *rating trigger* previste dalle politiche o dalle linee guida in materia di investimenti, le prime costituirebbero una limitazione della libertà contrattuale e dovrebbero necessariamente essere giustificate da motivi imperativi di interesse pubblico.

In ogni caso, i *manager non dovrebbero utilizzare i riferimenti ai rating come pretesto per evitare l'esercizio della propria dovuta diligenza prima di operare decisioni di investimento.*

19. ... segue: Disponibilità di alternative ai rating esterni.

Le principali alternative ai rating esterni sono la **misurazione del rischio di credito basata sul mercato, gli strumenti di valutazione interna del rischio di credito e le valutazioni di terzi.**

Le misurazioni basate sul mercato (ad esempio i differenziali sui *default swap* e le informazioni per la determinazione dei *prezzi delle obbligazioni*) sono obiettive e trasparenti in termini di accessibilità e permettono l'attribuzione di specifici fattori di

ponderazione del rischio a una determinata attività.

Possono essere utilizzate per misurare la probabilità del rischio di inadempimento in relazione a un'ampia gamma di classi di attività diverse, come il debito sovrano, il debito societario e i prodotti strutturati.

Tuttavia, tali strumenti di misurazione possono essere soggetti a limitazioni considerevoli.

I due principali rischi individuati dall'ESMA e dallo studio dell'ICF sono l'elevata volatilità di detti strumenti di misurazione e la loro incapacità di fornire indicazioni più sfaccettate del rischio associato a un investimento.

In particolare, le misure basate sul mercato sono esposte al rischio di manipolazione, ovvero al rischio che gli operatori del mercato influenzino strategicamente i prezzi al fine di produrre una conseguenza normativa e di trarne vantaggio.

Gli strumenti di valutazione interna del rischio di credito sono utilizzati per la valutazione del rischio a fini prudenziali, in particolare per il calcolo del capitale regolamentare a norma del quadro di *Basilea III* e del *CRR* (specificamente del metodo basato sui rating interni (*IRB*)) nonché a norma del quadro *Solvibilità II* per le società di assicurazione.

Vi è una maggiore probabilità che le metodologie interne rispecchino correttamente il profilo di rischio di uno specifico debitore o di un titolo specifico; inoltre, esse possono essere adeguate alle esigenze di ciascun operatore di mercato e possono anche essere impiegate per qualsiasi categoria di strumenti finanziari e investimenti.

Il principale inconveniente dell'utilizzo di modelli di valutazione interna del merito di credito quali alternative ai rating del credito esterni è rappresentato dagli elevati costi che essi comportano.

Tali costi includono quelli relativi allo sviluppo degli strumenti analitici e alla raccolta dei dati, comprese eventualmente le quote di iscrizione per l'accesso alle banche dati contenenti i dati finanziari pertinenti, nonché all'assunzione di personale qualificato per svolgere la parte ragionata dell'analisi ed eseguire la convalida e il controllo della qualità dei modelli.

Inoltre, le metodologie di valutazione interna del rischio di

credito potrebbero non offrire lo stesso livello di comparabilità fornito dai rating esterni con riferimento ai diversi tipi di accordi contrattuali, mentre le agenzie di rating del credito definiscono in modo obiettivo e chiaro il livello di rischio accettabile (mediante sistemi di classificazione standardizzati come AAA/AA ecc.): peraltro, non garantiscono un elevato livello di trasparenza verso il mercato.

Ciò è dovuto principalmente al fatto che tali modelli non sono disponibili al pubblico e la loro standardizzazione presenta una difficoltà oggettiva in quanto i fattori di rischio soggettivi e i modelli di business considerati ai fini dello svolgimento delle valutazioni interne variano da un operatore di mercato all'altro.

Detti modelli possono pertanto essere ritenuti utili per il singolo investitore che effettua l'analisi, ma non offrono al mercato una panoramica e una prospettiva chiare di taluni prodotti come le obbligazioni sovrane.

Le valutazioni di terzi sono effettuate dalle parti non coinvolte nell'investimento.

Ne sono esempi le misure basate sulla contabilità, la classificazione del rischio paese dell'OCSE, gli *scoring* assegnati dalle banche centrali e quelli prodotti da società private e basati su modelli computazionali.

20. ... segue: Misure basate sulla contabilità

Le misure basate sulla contabilità possono fornire informazioni utili e facilmente comparabili in merito agli indici finanziari di base, che possono essere d'ausilio nella valutazione del merito di credito di un investimento.

Tuttavia, sono altresì soggette a una serie di limitazioni considerevoli e non possono essere ritenute a pieno titolo un'alternativa ai rating esterni.

Uno svantaggio delle misure basate sulla contabilità è che, sebbene coprano tutte le classi di attività societarie, **non sono idonee al debito sovrano e a molti prodotti strutturati.**

Inoltre l'accesso alle informazioni, come sottolineato da alcune delle parti interessate intervistate nell'ambito dello studio dell'ICF, è tuttora problematico poiché in alcuni paesi le misure basate sulla contabilità possono non essere ancora facilmente

accessibili alle società non quotate a causa di principi od obblighi di comunicazione meno rigorosi o non armonizzati.

Sono inoltre necessarie competenze specifiche ed esperienza settoriale per avvalersi di tali strumenti in modo efficace e realizzare valutazioni affidabili.

L'interpretazione e la discrezionalità svolgono un ruolo essenziale nell'ambito delle misure basate sulla contabilità, in particolare quando vi è la necessità di effettuare raffronti.

Ad esempio, analisti diversi possono applicare indici diversi in relazione alla stessa impresa, il che, a sua volta, può condurre a risultati divergenti.

Sebbene non sia di per sé negativo, tale aspetto implica la possibilità che l'interpretazione degli indici risulti difficile in mancanza di competenze adeguate e conoscenze contestuali.

21. ... segue: Classificazione del rischio paese dell'OCSE

Le classificazioni del rischio paese dell'*OCSE* offrono una più ampia copertura geografica rispetto ai rating del credito esterni e i dati pertinenti sono resi accessibili al pubblico.

Tuttavia, **le valutazioni dell'OCSE hanno un'ottica ristretta e prendono in considerazione solo specifiche categorie di rischio** (rischi politici e altri rischi direttamente associati ad essi), senza includere ulteriori indicatori di rischio economico pertinenti che potrebbero essere utili per gli investitori e le decisioni di investimento.

Di conseguenza, le classificazioni del rischio paese dell'*OCSE* possono essere considerate uno strumento valido per la valutazione di determinati tipi di rischio.

Sebbene presentino alcuni limiti, possono costituire una valida integrazione e un possibile strumento di verifica dei rating esterni del debito sovrano.

22. ... segue: Scoring delle banche centrali

I Registri Centrali Di Credito (CCR) e le Banche Dati Centrali Dei Rendiconti Finanziari (CFSD) costituiscono esempi importanti di *strumenti di scoring* che sono **detenuti o gestiti dalle banche centrali**.

Le tecniche dei CCR e delle CFSD sono applicate in larga

misura agli strumenti di debito societario, ma la loro copertura geografica e settoriale varia da paese a paese in funzione di parametri come l'ammissibilità degli strumenti quali garanzia reale per le operazioni di politica monetaria.

L'inconveniente principale dei *CCR* e delle *CFSD* è **la loro limitata copertura in termini di paesi e classi di attività, nonché il limitato accesso ai dati.**

Presentano altresì limitazioni nell'applicazione al debito societario e la loro copertura delle società non finanziarie in alcuni paesi è trascurabile.

Gli *scoring* possono costituire uno **strumento importante per le società di minori dimensioni** poiché offrono un mezzo più economico per ottenere una valutazione del merito di credito (rispetto ai rating del credito assegnati dalle agenzie di rating del credito).

Tuttavia gli *scoring* non sembrano essere sufficienti per fornire un'alternativa ai sistemi di rating del credito esterni che sia praticabile a pieno titolo; essi dovrebbero piuttosto essere utilizzati come un'utile fonte di informazioni complementare sul merito di credito di un prodotto finanziario.

Bisogna, in effetti, rendere atto che attualmente non vi sono alternative praticabili sul mercato atte a sostituire integralmente i rating del credito esterni.

Alcuni degli strumenti e delle misure di cui sopra potrebbero essere considerati, in una certa misura, validi sostituti delle valutazioni delle agenzie di rating del credito, ma comportano costi ingenti che potrebbero in particolare essere proibitivi per gli operatori minori dei mercati finanziari.

Ulteriori strumenti potrebbero essere utilizzati solo ad integrazione delle valutazioni delle agenzie di rating del credito.

Solo alcune disposizioni legislative dell'UE riguardanti i rating esterni, come le disposizioni pertinenti contenute nel pacchetto *CRR/CRD IV e in Solvibilità II*, possono incoraggiare gli enti finanziari e le società di assicurazione ad affidarsi alle valutazioni delle agenzie di rating, ragion per cui l'ulteriore monitoraggio dovrebbe concentrarsi su questi due quadri.

23. Situazione del mercato dei rating del credito e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito per promuovere la concorrenza nel mercato dei rating del credito

Il settore dei rating è attualmente dominato da tre società ubicate negli Stati Uniti (S&P, Moody's e Fitch), che offrono una copertura geografica globale⁵⁸ di tutte le classi di attività (obbligazioni societarie, obbligazioni sovrane, strumenti finanziari strutturati e obbligazioni garantite⁵⁹) e la cui quota di mercato cumulata è pari nell'UE al 92% circa delle entrate⁶⁰.

Sebbene nuove società abbiano fatto il loro ingresso sul mercato europeo del rating del credito, che consta attualmente di 26 agenzie registrate e di 4 certificate⁶¹, la maggior parte delle agenzie di rating del credito più piccole valuta una serie limitata di classi di attività e presenta attività transfrontaliere e portata geografica ridotte.

La struttura oligopolistica e altamente concentrata del settore delle agenzie di rating del credito, sia in generale sia a livello di singole categorie di prodotto, fa presumere che le maggiori agenzie di rating del credito operanti a livello globale siano, in linea di massima, in grado di esercitare un potere di mercato al fine di innalzare nel tempo i prezzi in modo redditizio al di sopra del livello competitivo o limitare la scelta o la qualità dei servizi forniti.

Ciascuna agenzia di rating del credito opera come una piattaforma che dà accesso a una rete di emittenti e investitori e in cui offerta e domanda sono interdipendenti: gli emittenti preferiscono affidarsi alle agenzie di rating del credito riconosciute dal maggior numero di investitori interessati e gli investitori desiderano ricorrere alle agenzie di rating del credito che possono offrire la massima copertura degli emittenti e strumenti cui sono interessati.

Nonostante le modifiche apportate nel 2013 (Reg.

⁵⁸ In riferimento all'ubicazione dell'emittente o dello strumento valutato

⁵⁹ Si vedano le categorie di classi di attività nella banca dati CEREP

⁶⁰ Quote di mercato calcolate sulla base dei bilanci 2014

⁶¹ Si veda l'elenco aggiornato delle agenzie di rating del credito registrate e certificate, [disponibile all'indirizzo https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk](https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk).

462/2013) al regolamento sulle agenzie di rating del credito, si è osservato un lieve aumento della concentrazione sul mercato globale delle agenzie di rating del credito, calcolato sulla base delle entrate derivanti unicamente dalle attività di rating.

Le quote di mercato misurate sulla base del fatturato totale (redditi generati da attività di rating e servizi ausiliari) mostrano livelli di concentrazione più bassi rispetto a quelle misurate sulla base delle entrate derivanti unicamente dalle attività di rating del credito.

Tuttavia, il calcolo delle quote di mercato sulla base del fatturato totale è reso più complesso dalla mancanza di una definizione e di un trattamento universali dei *servizi ausiliari*.

Questo potrebbe indicare che i **servizi ausiliari costituiscono un'importante attività per le agenzie di rating minori**, mentre le agenzie più grandi fanno maggiore affidamento alle entrate derivanti dai rating.

Inoltre, per quanto riguarda il tipo di rating, la concentrazione è aumentata per le obbligazioni societarie (il mercato maggiormente concentrato) mentre è diminuita per i rating sovrani e gli strumenti finanziari strutturati.

La maggior parte degli emittenti tende ad affidarsi non a più agenzie di rating, bensì a una o due agenzie e la loro scelta è in gran parte determinata dalla credibilità di cui esse godono presso investitori, autorità di regolamentazione e banche centrali⁶².

Inoltre, sembra che le agenzie di rating del credito che offrono una copertura globale siano di gran lunga preferite, a dimostrazione del fatto che le attività di rating del credito sono, per natura, fortemente basate sulla reputazione.

Presumibilmente la scelta delle agenzie di rating del credito dipende quindi molto dal buon nome che queste si sono guadagnate.

Un mercato altamente concentrato costituisce un rischio per la stabilità finanziaria se le agenzie di rating del credito osservano ciascuna il comportamento dell'altra e reagiscono inviando pareri simili sul merito di credito degli emittenti, come

⁶² Ad esempio, da quando la BCE ha deciso di includerla nell'elenco delle ECAI nell'ambito dell'ECAF, la DBRS ha iniziato a beneficiare di un migliore accesso al mercato.

dimostrato durante l'ultima crisi finanziaria e del debito sovrano.

24. ... segue: Ostacoli all'accesso al mercato

L'accesso al mercato può essere inibito dalla presenza di ostacoli regolamentari e connessi al mercato.

Sugli ostacoli regolamentari, la **European Association of Credit Rating Agencies** (associazione europea di agenzie di rating del credito - **EACRA**), ha espresso preoccupazione per l'esclusione della maggior parte delle agenzie di rating del credito registrate dall'elenco delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI) nell'ambito del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (**ECAF**) ai fini dell'accettazione delle garanzie reali, in quanto ciò potrebbe soffocare la concorrenza⁶³.

Le **ECAI** devono invero rispettare vari criteri operativi e fornire un'adeguata copertura: **devono in particolare soddisfare i requisiti minimi di copertura previsti dall'Eurosistema in termini di attività, emittenti e volume valutati**, differenziati per le varie classi di attività ammissibili e i paesi della zona euro.

Ne consegue che **solo le agenzie di rating del credito** che rivestono un'importanza sistemica per il sistema finanziario, ossia **S&P, Moody's, Fitch e DBRS, sono attualmente riconosciute come ECAI dalla BCE**, il che rischia di limitare la concorrenza sul mercato dei rating.

Come osservato dall'**ESMA** nel suo parere tecnico, il rating del credito resta un fattore all'interno dei quadri di valutazione delle garanzie reali di alcune banche centrali dell'UE che può avere pesanti ricadute sulle procedure di valutazione interna degli operatori del mercato finanziario.

Un modo per superare questa barriera all'ingresso nel mercato potrebbe essere quello di ridurre l'affidamento ai rating nell'ambito dell'ECAF della BCE.

Inoltre, alcune delle affermazioni contenute nell'invito a

⁶³ Documento di sintesi dell'EACRA relativo ai criteri della BCE per l'accettazione delle agenzie di rating del credito come fonti ECAI ai fini dell'ECAF, 26 febbraio 2016.

presentare contributi⁶⁴ fanno riferimento ai costi di conformità quale ulteriore ostacolo all'accesso di nuovi operatori, specie le agenzie di rating del credito minori.

Le società devono dimostrare di soddisfare i requisiti del regolamento sulle agenzie di rating del credito per essere registrate come tali.

Nonostante le esenzioni da taluni obblighi concesse alle agenzie di rating più piccole, le parti interessate del settore ritengono che i requisiti regolamentari favoriscano le agenzie di rating dominanti poiché il rispetto dei requisiti di conformità⁶⁵ è estremamente costoso per le piccole agenzie di rating del credito.

Inoltre, laddove esistano soglie al di sopra delle quali si applicano ulteriori disposizioni regolamentari, queste sono considerate potenziali ostacoli all'espansione delle piccole agenzie di rating del credito (in particolare nel contesto delle obbligazioni societarie ma anche degli strumenti finanziari strutturati).

Nel complesso occorre trovare un equilibrio tra la proporzionalità delle norme applicabili alle agenzie di rating minori e la necessità di garantire la qualità e la trasparenza dei rating da esse prodotti.

L'adozione, da parte della Commissione, delle norme tecniche di attuazione sulla classificazione delle *ECAI*⁶⁶, a

⁶⁴ Il documento di consultazione e i risultati dell'invito a presentare contributi sono disponibili all'indirizzo http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatoryframework-review/index_en.htm.

⁶⁵ Ad esempio, prevedere un comitato di revisione indipendente composto da dipendenti a tempo pieno, un responsabile per la funzione di controllo della conformità a tempo pieno, obblighi di comunicazione e di informazione, l'obbligo di informare le entità valutate prima dell'emissione formale dei rating

⁶⁶ Regolamento di esecuzione (UE) della Commissione che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda l'associazione tra le valutazioni del merito di credito delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito e le classi di merito di credito per il rischio di credito in conformità all'articolo 136, paragrafi 1 e 3, del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio; regolamento di esecuzione (UE) della Commissione che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda l'associazione tra le valutazioni del merito di credito delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito e una scala obiettiva di classi di merito di credito ai sensi della direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e regolamento di esecuzione

seguito del parere tecnico delle **Autorità Europee Di Vigilanza** (AEV), consentirà infine alle banche e agli assicuratori europei di ricorrere alle agenzie di rating più piccole nei quadri di regolamentazione patrimoniale.

Tale classificazione potrebbe creare future opportunità di ricorso alle agenzie di rating più piccole e incentivare lo sviluppo del mercato.

Sugli ostacoli connessi alle dinamiche di mercato, l'ostacolo principale all'ingresso di nuovi operatori, al di là di una domanda di nuove agenzie di rating del credito che sembra insufficiente, è la natura fortemente reputazionale del mercato dei rating del credito.

Di conseguenza, i nuovi operatori, la cui reputazione presso gli investitori è solitamente tutta, o quasi, da guadagnare, hanno difficoltà a compensare la mancanza di riscontri storici e l'insufficiente copertura geografica.

Inoltre, i nuovi operatori devono acquisire una clientela per superare gli *effetti di rete* del settore che avvantaggiano le agenzie di rating più grandi a scapito di quelle piccole, dal momento che i rating delle agenzie maggiori facilitano l'accesso al mercato dei prodotti valutati.

25. Provvigioni

Le modifiche apportate nel 2013 al regolamento sulle agenzie di rating del credito hanno introdotto una disposizione che prevede che le provvigioni addebitate ai clienti delle agenzie di rating per la prestazione delle attività di rating del credito e dei servizi ausiliari non siano discriminatorie e si basino sui costi effettivi.

In risposta all'invito a presentare contributi, alcuni assicuratori hanno sostenuto che le agenzie di rating sembrano imporre agli operatori del mercato costi aggiuntivi (superiori fino all'80%) per l'utilizzo delle informazioni pertinenti ai rating nelle loro relazioni alle autorità nazionali competenti,

(UE) della Commissione che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda l'associazione tra le valutazioni del merito di credito delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito per le cartolarizzazioni e le classi di merito di credito conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

determinando un aumento dei costi di attuazione di **Solvibilità II** (secondo quanto riferisce l'**Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives** in Europe, associazione europea di mutue e cooperative di assicurazione).

A norma del regolamento sulle agenzie di rating del credito, l'**ESMA** ha il potere di vigilare sulle agenzie di rating per garantire che le provvigioni addebitate ai clienti non siano discriminatorie e si basino sui costi effettivi.

26. Sviluppi attesi sul mercato delle agenzie di rating del credito

Nei prossimi anni saranno introdotte varie misure volte ad accrescere la concorrenza sul mercato delle agenzie di rating del credito, segnatamente la creazione della piattaforma europea di rating, così da aumentare la visibilità dei rating del credito emessi dalle agenzie di rating più piccole e da migliorare la comparabilità dei rating dello stesso strumento prodotti da agenzie di rating del credito diverse.

I *mapping* dei rating del credito esterni, adottati di recente nel quadro di *CRR* e *Solvibilità II*, sono anch'essi intesi ad assicurare un equo trattamento dei rating emessi da tutte le agenzie di rating del credito, indipendentemente dalle loro dimensioni, consentendo nel contempo alle autorità di vigilanza prudenziale di garantire che le agenzie di rating del credito di importanza sistemica siano soggette a efficaci misure di salvaguardia.

27. ... segue: Impatto e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di concorrenza

L'obiettivo generale perseguito nel 2013 con le modifiche apportate al regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di concorrenza era quello di accrescere la concorrenza tra agenzie di rating del credito e incoraggiare il ricorso alle agenzie di rating più piccole.

In particolare, queste modifiche hanno introdotto l'obbligo del **doppio rating degli strumenti finanziari strutturati (art. 8 quater)**, l'incentivo a incaricare **almeno una piccola agenzia di rating del credito in caso di doppio rating (art. 8 quinquies)**, **comunicazioni generali e periodiche (art. 11, paragrafo 2)** e

la creazione di una piattaforma europea di rating (art. 11 bis).

28. ... *Segue: Articolo 8 quater*⁶⁷

A norma dell'articolo 8 quater, gli emittenti sono tenuti a sollecitare un **doppio rating** del credito **per gli strumenti finanziari strutturati al fine di garantire un secondo rating indipendente**.

Questa disposizione potrebbe avere un impatto sul mercato soltanto se il secondo rating è pubblicato o noto agli investitori; in tal caso, gli investitori e gli emittenti sarebbero in grado di raffrontare i rating di uno stesso strumento finanziario e ciò determinerebbe, di conseguenza, un aumento dei costi sostenuti dalle agenzie di rating in termini di reputazione poiché grandi differenze tra i rating di agenzie diverse potrebbero fra sorgere dubbi circa la qualità dei rating stessi.

Inoltre, se gli investitori sono consapevoli del fatto che gli emittenti sono tenuti a ottenere un secondo rating, potrebbero in tal caso richiederne la pubblicazione, **benché non esista alcuna disposizione giuridica che lo prescriva**.

Strumenti finanziari di cui non venga comunicato il secondo rating potrebbero pertanto essere considerati di qualità inferiore.

Nel complesso il numero di agenzie di rating del credito che valutano gli strumenti finanziari strutturati è aumentato, il che significa che gli emittenti sollecitano di fatto rating supplementari non solo alle grandi agenzie di rating, che hanno già valutato gli strumenti finanziari strutturati, ma anche a piccole agenzie di rating.

Questa misura sembra essere pertanto vantaggiosa per il segmento del mercato della finanza strutturata.

⁶⁷ Introdotta dal Reg. (UE) N. 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013 che modifica ed **integra** il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

29. ... segue: Articolo 8 quinquies⁶⁸

A norma dell'art. 8 quinquies, se l'emittente o un terzo collegato intendono incaricare almeno due agenzie per il rating relativo a un'emissione o entità, essi devono considerare di incaricare almeno un'agenzia di rating che detenga una quota di mercato non superiore al 10% e che possa essere giudicata, dall'emittente o dal terzo collegato, in grado di valutare l'emissione o l'entità di cui trattasi e purché una di queste agenzie di rating più piccole sia disponibile per emettere un rating.

Inoltre, qualora l'emittente o un terzo collegato non intendano incaricare almeno un'agenzia di rating del credito più piccola, tale circostanza deve essere documentata.

Questa misura non è ancora pienamente attuata ed applicata a livello nazionale.

Inoltre, non è ancora possibile conoscere il numero di entità e strumenti oggetto di più rating attraverso la banca dati *CEREP*⁶⁹ (ma la piattaforma europea di rating consentirà agli investitori di sapere quali agenzie di rating hanno emesso un rating del credito su una particolare entità o un particolare strumento).

Le piccole agenzie di rating potrebbero non avere un'esperienza e una reputazione sufficienti da consentire agli emittenti di sceglierle per il secondo rating (e tale secondo rating non è obbligatorio a meno che l'emissione non sia uno strumento finanziario strutturato).

L'impatto sarà diverso secondo che gli emittenti scelgano di sollecitare il secondo rating a un'agenzia di rating più piccola o scelgano di spiegare il motivo per cui non lo fanno.

Inoltre, gli emittenti potrebbero non essere incentivati a cambiare agenzia di rating del credito secondo il principio *conformità o spiegazione* in quanto **l'art. 8 quinquies non è obbligatorio**.

⁶⁸ Introdotta dal Reg. (UE) N. 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013 che modifica ed **integra** il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

⁶⁹ La banca dati CEREP raccoglie dati sui rating del credito emessi da agenzie di rating registrate o certificate e sui rating del credito avallati dalle agenzie di rating registrate, come pure sui rating del credito emessi in un paese terzo da agenzie di rating non certificate o registrate nell'UE ma appartenenti allo stesso gruppo. Alcune delle informazioni contenute nella banca dati CEREP sono a disposizione del pubblico attraverso il sito web dell'ESMA.

Per rendere questa disposizione più efficace, l'ESMA ha approvato il mandato di una *task force* temporanea sulle informazioni da documentare e comunicare al momento di considerare di incaricare più agenzie di rating del credito **al fine di assistere le autorità settoriali competenti nell'assolvimento delle responsabilità di vigilanza loro assegnate a norma degli articoli 8 quinquies e 8 quater del regolamento sulle agenzie di rating del credito**⁷⁰.

Infine, il ricorso al calcolo della quota di mercato disposto dall'articolo, come pure l'efficacia di tale calcolo, hanno sollevato perplessità, trattandosi di un calcolo basato non solo sulle entrate derivanti da attività di rating del credito ma anche sui redditi generati da servizi ausiliari.

Tale calcolo può anche essere fuorviante in quanto manca una chiara definizione dei servizi ausiliari.

Invero, le piccole agenzie di rating e i nuovi operatori hanno evidenziato una mancanza di conoscenza riguardo all'attuazione di tale articolo e hanno chiesto che siano elaborati orientamenti a livello di UE o di Stati membri.

30. Segue...: Articolo 11, § 2⁷¹

A norma dell'art. 11, § 2, **le agenzie di rating del credito sono tenute a comunicare informazioni sui rating del credito emessi, compresi i rating non sollecitati, al registro centrale dell'ESMA (la banca dati CEREP).**

Tali informazioni sono intese a consentire agli investitori di raffrontare i dati tra le agenzie di rating del credito e di valutare i risultati dei rating emessi da una singola agenzia.

L'art. 11, § 2, potrebbe andare a vantaggio più degli investitori che applicano tecniche sofisticate che non di quelli che si basano sulla fiducia in quanto, anche se tutte le informazioni sono accessibili al pubblico, il raffronto dei risultati tra le agenzie di rating richiede comunque tempo e competenze.

⁷⁰ Si vedano anche la sezione riservata alle domande, gli orientamenti e altri strumenti dell'ESMA, come pure un modello comune di comunicazione e relative istruzioni.

⁷¹ Introdotta dal Reg. (UE) N. 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013 che modifica ed **integra** il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito

La pubblicazione di queste informazioni può accrescere la visibilità delle piccole agenzie di rating del credito e aiutarle a superare la barriera all'ingresso rappresentata dalla reputazione.

31. ... *Segue*: Articolo 11 bis⁷²

A norma dell'art. 11 bis, il **CEREP** sarà incorporato nella piattaforma europea di rating, sito web gestito dall'**ESMA** in cui saranno pubblicati tutti i rating del credito disponibili emessi dalle agenzie di rating del credito registrate o certificate.

La piattaforma europea di rating è stata creata per aumentare la quantità di informazioni accessibili agli investitori e dare visibilità alle agenzie di rating del credito più piccole, in quanto la pubblicazione di tutti i rating su un sito web potrebbe accrescere la consapevolezza e la fiducia degli investitori nei confronti delle piccole agenzie di rating.

Tuttavia, il ricorso a metodologie diverse tra agenzie di rating del credito non semplifica i raffronti tra i rating.

Va altresì osservato che i rating basati sul modello *investor paid*, che sono esclusivamente prodotti e comunicati agli investitori dietro il pagamento di una commissione, sono esclusi dalla piattaforma europea di rating per non compromettere siffatti modelli di business.

Poiché visibilità e reputazione sono molto importanti nel settore del rating, gli effetti di questa disposizione sulla concorrenza andrebbero ulteriormente monitorati una volta che la piattaforma sarà pienamente attuata.

32. Lo stato dell'Unione del 2016

Nel discorso sullo stato dell'Unione del 2016, il presidente Juncker ha sottolineato l'impegno della Commissione a compiere un esame approfondito di tutta la legislazione europea vigente, per accertarsi che essa abbia un reale valore e produca risultati.

L'invito a presentare contributi sul quadro di regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari è un

⁷² Introdotta dal Reg. (UE) N. 462/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 maggio 2013 che modifica ed **integra** il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito

esempio importante di tale impegno e va inquadrato nell'ambito dei programmi della Commissione *Legiferare meglio* e *REFIT* (controllo dell'adeguatezza e dell'efficacia della regolamentazione), il cui obiettivo è garantire che la legislazione dell'UE consegua gli obiettivi perseguiti, a vantaggio dei cittadini e delle imprese, in maniera efficace, efficiente e con costi minimi.

L'invito a presentare contributi oggetto della presente comunicazione è inoltre il primo esempio di un'iniziativa di questo tipo a livello internazionale.

Le norme sui servizi finanziari dovrebbero contribuire a creare un ambiente che tutela i consumatori, promuove l'integrità del mercato e sostiene gli investimenti, la crescita e l'occupazione.

La crisi finanziaria ha comportato l'adozione di oltre 40 nuovi atti legislativi dell'UE intesi a ripristinare la stabilità finanziaria e la fiducia del mercato, riguardanti tra l'altro:

- il rafforzamento dei meccanismi di **protezione per i consumatori e una maggiore trasparenza;**
- il **miglioramento del quadro di regolamentazione** per le banche, le assicurazioni, i mercati mobiliari e i gestori di attività;
- un meccanismo di **vigilanza unico per le banche grandi e sistemiche;** e
- nuovi strumenti per la risoluzione delle banche e una garanzia più efficace dei depositi.

In generale, queste riforme hanno reso il sistema finanziario più stabile e resiliente.

Al tempo stesso è importante monitorare continuamente lo sviluppo, l'attuazione tempestiva e il funzionamento delle nuove norme per verificare che diano i risultati voluti e, se così non fosse, considerare l'opportunità di apportare modifiche appropriate.

Si tratta di un elemento importante della responsabilità democratica, che servirà per assicurarsi che tutti coloro che sono soggetti al quadro di regolamentazione, compresi gli utenti finali, vi abbiano fiducia.

L'invito a presentare contributi riguarda anche la valutazione dell'interazione tra le singole disposizioni e del loro impatto

economico combinato nonché le eventuali conseguenze indesiderate, incongruenze e lacune dell'attuale quadro di regolamentazione cui porre rimedio.

Per verificare se le norme rimangano adeguate alla nuova realtà occorre tenere conto anche degli sviluppi nel settore finanziario e nell'economia in senso più ampio, compresi i rapidi cambiamenti tecnologici.

Si tratta di un approccio condiviso dal Parlamento Europeo e dal Consiglio.

In linea con la Risoluzione del Parlamento europeo sul bilancio e le sfide concernenti la regolamentazione dell'UE in materia di servizi finanziari⁷³, la Commissione ha coinvolto i portatori di interesse esterni chiedendo loro di condividere l'esperienza in materia di attuazione della normativa finanziaria e a fornire dati, elementi e argomenti a sostegno della valutazione del suo impatto cumulativo.

La maggioranza dei rispondenti all'invito ha espresso sostegno per le riforme finanziarie intraprese in risposta alla crisi e ritiene che le norme hanno rafforzato la resilienza del sistema finanziario e migliorato le tutele degli investitori e dei consumatori.

Tuttavia, i portatori di interessi hanno anche rilevato esempi di possibili frizioni, sovrapposizioni e altre forme di interazione indesiderata tra regole diverse.

Questi esempi dimostrano l'importanza di considerare e analizzare l'impatto combinato delle norme.

Alcuni rispondenti all'invito hanno altresì espresso preoccupazione per le norme derivanti dall'attuazione di accordi internazionali, ad esempio per l'impatto delle misure imminenti attualmente all'esame del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (BCBS) e per l'interazione di alcuni loro aspetti con le regole vigenti.

In altri settori i portatori di interesse, pur manifestando preoccupazione, non hanno presentato elementi tali da giustificare cambiamenti allo stato attuale.

Sulla base di un esame ed analisi approfonditi delle risposte all'invito a presentare contributi e delle discussioni svoltesi nel corso dell'audizione pubblica tenutasi a Bruxelles nel maggio

⁷³<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2015-0360+0+DOC+PDF+V0//EN>

2016, la Commissione ha concluso che, nel complesso, il quadro di regolamentazione dei servizi finanziari nell'UE funziona bene.

Tuttavia, nei seguenti ambiti sono necessarie misure mirate di *follow-up* volte a:

- ridurre i vincoli regolamentari superflui in materia di finanziamento dell'economia;
- migliorare la proporzionalità delle norme senza compromettere il conseguimento dei relativi obiettivi prudenziali;
- ridurre gli oneri normativi inutili;
- rendere le norme più coerenti e orientate al futuro.

Le osservazioni presentate dai portatori di interesse sono state incorporate in future proposte e misure legislative, tra cui il riesame del regolamento e della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRR/CRD IV)⁷⁴, sfociato nel cosiddetto **pacchetto CRR2**⁷⁶ proposto dalla **Commissione il 23 novembre 2016**, lo sviluppo di future azioni contenute nel piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali e l'imminente **revisione REFIT del regolamento europeo sulle infrastrutture di mercato (EMIR)**⁷⁷.

33. Misure di follow-up

Nel definire le misure di *follow-up*, la Commissione ha tenuto debitamente conto delle risposte pervenute da una vasta gamma di portatori di interesse, tra cui gruppi di utenti di servizi finanziari, autorità pubbliche, investitori e operatori del settore.

Una descrizione più dettagliata dei contributi ricevuti figura nel documento di lavoro di accompagnamento.

⁷⁴ Regolamento (UE) n. 575/2013.

⁷⁵ Direttiva 2013/36/UE.

⁷⁶ Per pacchetto CRR2 si intende una serie di misure di riduzione del rischio contenute nelle seguenti proposte: “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 e il regolamento (UE) n. 648/2012”, “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE”, “Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE” e “Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014”.

⁷⁷ Regolamento (UE) n. 648/2012.

In linea con la priorità della Commissione di stimolare gli investimenti, la crescita e la creazione di posti di lavoro, l'UE deve prestare attenzione alle aree in cui le sue norme possono ostacolare il flusso di finanziamenti all'economia e valutare la possibilità di raggiungere gli stessi obiettivi prudenziali in modo più favorevole alla crescita.

Come sottolineato nel piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, il flusso dei finanziamenti alle PMI e gli investimenti a lungo termine sono sfide politiche di rilievo.

34. ... segue: Capacità delle banche di finanziare l'economia in generale

Le famiglie e le imprese nell'UE restano dipendenti dalla capacità e dalla volontà delle banche di finanziare i loro investimenti e le loro attività.

La maggior parte dei rispondenti all'invito hanno convenuto che le riforme post-crisi sono state essenziali per ripristinare la resilienza del settore bancario, che è una condizione preliminare perché le banche possano svolgere il loro ruolo nel finanziamento dell'economia.

Hanno tuttavia espresso preoccupazione per l'impatto delle prossime misure prudenziali in corso di definizione da parte del BCBS e del fatto che, interagendo con le norme esistenti, potrebbero limitare la capacità di finanziamento delle banche.

Dalla crisi finanziaria ad oggi le banche hanno raccolto capitale per oltre 800 miliardi di EUR e sono sottoposte a prove di stress periodiche.

La Commissione si è quindi concentrata sull'attuazione delle riforme restanti del BCBS, per ovviare ai rischi che ancora sussistono garantendo nel contempo la stabilità finanziaria e la capacità delle banche di sostenere la crescita dell'economia dell'UE.

35. ... segue: Finanziamento delle PMI

Sono le PMI a contribuire maggiormente alla crescita e all'occupazione in Europa, e per tale ragione, i rispondenti all'invito hanno accolto con favore il programma di azioni della Commissione volto a migliorare le opportunità di finanziamento

delle PMI nel mercato dei capitali.

Tuttavia, essi hanno anche osservato che le PMI dipendono dal credito bancario per grandissima parte del loro finanziamento e hanno sostenuto che si dovrebbe fare di più per sostenere questo canale di finanziamento complementare ai finanziamenti sul mercato dei capitali.

36. ... segue: Investimenti sostenibili a lungo termine

Il finanziamento a lungo termine consente agli investitori di ottenere rendimenti più elevati e meno volatili data la lunga durata di tali investimenti.

Le infrastrutture di alta qualità migliorano la produttività economica, consentono la crescita e contribuiscono all'interconnessione del mercato unico.

È stato giustamente evidenziato che ci sono alcune parti della regolamentazione che sono di ostacolo agli investimenti a lungo termine.

È stato, ad esempio, argomentato che il quadro di valutazione del rischio stabilito dalla *direttiva Solvibilità II*⁷⁸ limita le possibilità delle imprese di assicurazione di finanziare gli investimenti a lungo termine e che il quadro in materia di requisiti patrimoniali per le banche non fornisce incentivi sufficienti per gli investimenti a lungo termine.

37. ... segue: Sostegno della liquidità del mercato

La liquidità del mercato è fondamentale perché il sistema finanziario funzioni bene e possa sostenere gli investimenti e la crescita allocando i capitali in modo efficiente.

Di recente sono emersi elementi che suggeriscono che la liquidità in alcuni mercati, compresi quelli delle obbligazioni societarie e dei contratti di vendita con patto di riacquisto, è diminuita in seguito alla crisi.

La liquidità risulta essere influenzata da una serie di fattori, ma individuare gli effetti dei cambiamenti normativi è difficile.

38. ... segue: Accesso alla compensazione

⁷⁸ Direttiva 2009/138/CE.

I derivati sono strumenti importanti di cui si avvalgono le imprese e le società finanziarie per sostenere la copertura e la gestione dei rischi.

La compensazione centralizzata dei derivati, una delle principali riforme concordate dai leader del G20, riduce notevolmente i rischi nel mercato dei derivati.

Tuttavia non tutte le imprese sono di dimensioni sufficienti per poter avere accesso diretto alla compensazione tramite controparte centrale (CCP) e molte chiedono alle banche di compensare le operazioni in derivati per loro conto.

I rispondenti all'invito hanno espresso preoccupazione per il fatto che alcune misure potrebbero impedire alle banche di fornire tali servizi di compensazione, di essenziale importanza per gli utenti finali, a un prezzo ragionevole.

39. Migliorare la proporzionalità delle norme senza compromettere il conseguimento degli obiettivi prudenziali

La regolamentazione deve essere applicata alle entità regolamentate in modo proporzionato, rispecchiandone il modello commerciale, le dimensioni, l'importanza sistemica, nonché la complessità e l'attività transfrontaliera.

Norme più proporzionate contribuiranno a promuovere la concorrenza e a migliorare la resilienza del sistema finanziario salvaguardandone la diversità senza compromettere il conseguimento degli obiettivi prudenziali, la stabilità finanziaria e la resilienza globale.

Ridurre gli ostacoli all'ingresso consentirà ai nuovi operatori di sostituire i servizi persi a seguito dell'uscita dal mercato delle imprese meno resilienti.

Allo stesso tempo occorre garantire che le misure volte a rafforzare la proporzionalità non falsino le condizioni di concorrenza.

40. ... Un punto della situazione.

Da quanto emerge, le piccole agenzie di rating e i nuovi operatori non stanno ancora emettendo un numero significativo di rating del credito in tutte le classi di attività e sembra esservi poca concorrenza tra le agenzie di rating del credito, tenuto

conto dei frequenti aumenti tariffari e delle elevate provvigioni applicate dalle agenzie di rating del credito più grandi.

Tuttavia, va anche osservato che quello dei rating del credito è un mercato particolare fondato principalmente sulla reputazione acquisita presso investitori ed emittenti.

Data la natura fortemente reputazionale del mercato, le misure che obbligano a scegliere agenzie di rating del credito oltre a quelle di scelta degli emittenti e apprezzate dagli investitori possono portare a conseguenze indesiderate e, nel contempo, essere poco efficaci nel promuovere nuovi ingressi nel mercato.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito ha creato un quadro favorevole al miglioramento della concorrenza nel settore delle agenzie di rating.

Nel complesso, l'art. 8 *quater*, in combinato disposto con l'art. 8 *quinquies*, l'art. 11, § 2, e l'art. 11 *bis*, potrebbe condurre a un incremento della domanda di rating di strumenti finanziari strutturati da parte delle piccole agenzie di rating.

Inoltre, l'attuazione degli artt. 11 *bis* e 11, § 2, secondo cui le informazioni pertinenti al secondo rating sono rese pubblicamente accessibili, potrebbe favorire l'impatto dell'art. 8 *quater*, che mette gli investitori nelle condizioni di esercitare maggiore pressione sulle agenzie di rating del credito affinché competano sulla qualità.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito ha dato anche maggiore visibilità alle agenzie di rating che operano nell'UE, ad esempio attraverso la registrazione presso l'ESMA e la comunicazione al pubblico delle informazioni sui rating del credito emessi.

Il maggior numero di misure sulla trasparenza ha inoltre creato consapevolezza in merito all'esistenza delle piccole agenzie di rating del credito.

Infine, l'emissione, e la pubblicazione dei rating non sollecitati sembra essere uno strumento efficace per aumentare la visibilità delle piccole agenzie di rating e consentire loro di costruirsi una reputazione.

L'analisi e il parere tecnico dell'ESMA indicano che occorre più tempo per poter valutare pienamente l'impatto delle misure introdotte di recente dal regolamento sulle agenzie di rating del

credito per quanto riguarda la concorrenza sul mercato delle agenzie di rating.

Considerando che attualmente il mercato del rating del credito è ancora dominato da tre grandi agenzie e che le nuove agenzie devono affrontare vari ostacoli per accedere al mercato, è della massima importanza garantire la buona condotta delle agenzie di rating del credito, in particolare di quelle storiche, come pure l'alta qualità dei rating.

Questo obiettivo può essere conseguito solo mediante adeguati vincoli normativi che infine apporteranno benefici anche alla produzione di rating di alta qualità e perciò alla stabilità dei mercati.

Tra le altre cose, la recente crisi finanziaria ha messo in rilievo le problematiche riguardanti la qualità e l'indipendenza dei rating del credito.

In particolare sussistevano preoccupazioni riguardo a possibili conflitti di interessi tra emittenti e agenzie di rating del credito dovute al modello di remunerazione *issuer pays* e ai rapporti forti e di lunga durata con gli emittenti.

Oltre a ciò, si registravano preoccupazioni in merito all'indipendenza delle agenzie di rating del credito nel fornire un rating a strumenti emessi da loro azionisti come pure in merito all'indipendenza e alle qualifiche degli analisti di rating.

In seguito alla crisi finanziaria, inoltre, occorre rafforzare la trasparenza dei prodotti finanziari strutturati, al fine di consentire agli investitori di svolgere una propria valutazione del merito di credito di questi prodotti complessi.

Per affrontare tali questioni, nell'ultima revisione del regolamento sulle agenzie di rating del credito sono state introdotte varie disposizioni in materia di **conflitto di interessi, strumenti finanziari strutturati e modelli di remunerazione.**

41. Il conflitto di interessi.

Gli investitori sono gli utenti finali delle valutazioni delle agenzie, di cui vengono a conoscenza dopo che esse sono state pubblicate e divulgate secondo le modalità prescelte e all'esito di un procedimento di formazione articolato a cui hanno partecipato analisti esperti del settore.

In linea di principio, il pubblico profitta della possibilità di conoscere il rating di un determinato titolo o di una società emittente senza dover corrispondere all'agenzia alcun compenso, ma semplicemente per il fatto di averlo ricevuto per il tramite dei mezzi di comunicazione e di informazione ordinari.

A questi il rating viene affidato o per iniziativa dell'agenzia stessa, o a richiesta dei committenti, ossia degli enti che hanno accettato e deliberato di sottoporsi alla valutazione del proprio *merito di credito* o del *merito di credito* dei titoli che intendono collocare sul mercato.

Quando una CRA esprime una valutazione, senza aver ricevuto l'incarico, l'agenzia di rating agisce sulla base delle informazioni pubbliche che reperisce sul mercato e, pertanto, emette una valutazione che, nella maggior parte dei casi, deve essere integrata e/o corretta con l'ausilio dei dati riservati di cui dispone il soggetto valutato.

Invero, nel caso del cd. *unsolicited rating* l'emittente si trova, suo malgrado, esposto ad un esame basato su una visione parziale e necessariamente incompleta dell'assetto societario considerato; e quindi, questo il più delle volte non è rispondente al vero.

Questa è la ragione per cui l'emittente, sempre che non ritenga opportuno rifiutare la pubblicazione del rating, è spinto ad adoperarsi per evitare rischi e prevenire valutazioni insoddisfacenti.

E, per così dire, indotto dalle circostanze a conferire l'incarico oneroso all'agenzia, al fine di fornirle tutta la documentazione che lo riguarda così da rendere il giudizio il più possibile conforme alla propria reale condizione economico-finanziaria.

Più frequente è il caso in cui le agenzie ricevono da parte degli emittenti un apposito incarico oneroso per espletare i propri servizi, potendo in tal modo contare non soltanto sui dati e sulle notizie disponibili al pubblico degli investitori, ma anche sulle informazioni più riservate, oltre che sui dati contabili e di bilancio, che sono nel patrimonio informativo delle società valutate.

Quest'ultimo fenomeno, denominato *solicited rating*, è in

assoluto il preferito e deriva da un rapporto obbligatorio che si instaura tra le agenzie di rating e i committenti, avente ad oggetto, da un lato, l'obbligo di promuovere e definire la procedura per l'emissione del rating e, dall'altro lato, l'obbligo di corrispondere un corrispettivo.

Alla fine, entrambi i casi considerati sono contaminati dalla pattuizione e dalla consegna di un compenso, che rappresenta la controprestazione dovuta dell'attività di rating e impone alle agenzie di operare secondo i comuni criteri di diligenza e correttezza, di cui all'art. 1176, co. 2, c.c., ma soprattutto nel perseguimento dell'interesse del creditore, secondo la più generale prescrizione dell'art. 1174 c.c.

42. ... Segue: Conflitto di interessi

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede varie disposizioni che trattano la prevenzione e la gestione di situazioni di conflitto di interessi.

L'obiettivo generale è quello di assicurare l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e conseguentemente la qualità dei loro rating come pure di rafforzare la fiducia degli investitori nel funzionamento generale dei mercati finanziari.

L'introduzione nel regolamento di amministratori indipendenti senza incarichi esecutivi ha costituito un fattore fondamentale nel garantire l'efficacia dei sistemi di controllo interno e l'individuazione dei conflitti di interesse.

Nel nominare le persone che svolgeranno tale funzione, è molto **importante garantire standard minimi di conoscenze e buona reputazione.**

L'ESMA ha manifestato l'intenzione di essere maggiormente attiva a tale riguardo al fine di garantire una governance di alto livello in maniera uniforme in tutte le agenzie di rating del credito.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito stabilisce norme e procedure interne per gli analisti e le altre persone coinvolte nella procedura di rating del credito al fine di individuare e gestire gli eventuali conflitti di interessi che potrebbero emergere nel corso della procedura di rating.

Tali disposizioni sono integrate dai requisiti dettagliati

contenuti **nell'allegato I del regolamento**.

Le norme in materia di esenzione per le piccole agenzie di rating del credito contribuiscono ad assicurare un impatto proporzionato del regolamento sulle agenzie di rating del credito di diverse dimensioni.

La pressione degli azionisti sulle agenzie di rating del credito è potenzialmente in grado di comprometterne l'indipendenza, nei casi in cui un'agenzia di rating del credito valuta i propri azionisti o strumenti finanziari emessi dagli azionisti.

Questo aspetto è attenuato da disposizioni che limitano la partecipazione azionaria, assicurando l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e la qualità dei loro rating.

L'applicazione pratica di tali disposizioni, tuttavia, resta poco chiara in quanto attualmente a livello europeo non vi è una definizione comune del termine *azionista*.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede una serie di requisiti in materia di conoscenze, competenze e condotta degli analisti di rating e degli altri dipendenti delle agenzie di rating del credito coinvolti nella procedura di rating.

Istituendo un meccanismo di rotazione graduale di tale personale è possibile garantire l'indipendenza dei rating.

D'altro canto la rotazione del personale potrebbe causare un aumento dei costi di trasferimento di un analista a un altro portafoglio.

Gli attuali lavori dell'*ESMA* su orientamenti in materia di validazione e revisione delle metodologie delle agenzie di rating del credito⁷⁹ potrebbero fornire ulteriori precisazioni in merito alle procedure interne in materia di conformità e di rischio di un'agenzia di rating del credito e quindi una definizione più precisa della nozione di *metodologia del rating* tenendo conto della definizione del codice *IOSCO del 2015*⁸⁰.

L'attuale livello delle sanzioni non appare proporzionato

⁷⁹ Si veda il documento di consultazione, disponibile sul sito dell'*ESMA*: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

⁸⁰ Per la relazione finale del 2015 sul codice di condotta *IOSCO* — Principi basilari per le agenzie di rating del credito, si veda: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>.

rispetto al fatturato delle agenzie di rating del credito, specialmente di quelle più grandi, e al momento le eventuali ammende che possono essere imposte dall'*ESMA* **non hanno nella pratica un effetto deterrente o dissuasivo**⁸¹.

43. Disposizioni relative ai prodotti finanziari strutturati e loro potenziale estensione ad altri prodotti finanziari

La disposizione del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di **rotazione obbligatoria tra un'agenzia di rating del credito e un emittente (art. 6 ter)** è limitata all'emissione di ricartolarizzazioni e integrata da un periodo di **incompatibilità di quattro anni al massimo**, nel corso del quale a un'agenzia di rating del credito non è consentita l'emissione di rating su ricartolarizzazioni con attività sottostanti provenienti dallo stesso cedente.

Un'esenzione attenua eventuali effetti onerosi per le agenzie di rating del credito di piccole dimensioni.

L'art. 8 *ter* del regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede la creazione da parte dell'*ESMA* di un sito web inteso a comunicare le informazioni sugli strumenti finanziari strutturati.

Sia l'art. 6 *ter* che l'art. 8 *ter* devono ancora essere attuati e applicati nella pratica.

In relazione alla disposizione in materia di doppio rating obbligatorio degli strumenti finanziari strutturati di cui all'art. 8 *quater*, pare che, per un funzionamento efficace della concorrenza, attualmente non vi sia una scelta sufficiente tra le valutazioni delle diverse classi di attività da parte delle agenzie di rating del credito.

Alla luce di quanto precede, la possibilità di estendere ad altri prodotti finanziari il meccanismo di rotazione obbligatoria e le disposizioni in materia di comunicazione di informazioni sugli strumenti finanziari strutturati appare in questa fase prematura, in quanto attualmente mancano dati sufficienti per l'analisi dell'impatto di tali disposizioni sulla pratica del rating del

⁸¹ Per fare un paragone, la Commissione per i titoli e gli scambi statunitense (Securities and Exchange Commission - SEC) nel gennaio 2015 ha imposto sanzioni complessive pari a 77 milioni di USD per una serie di violazioni della normativa federale in materia di titoli commesse da Standard & Poor's (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>).

credito.

44. Modelli di remunerazione alternativi

Dall'attuazione del regolamento sulle agenzie di rating del credito sono stati ravvisati pochi mutamenti nel settore del rating per quanto riguarda i modelli di remunerazione, in particolare nei rating concernenti le obbligazioni societarie e gli strumenti finanziari strutturati.

Il modello di remunerazione dominante e più usato nel mercato delle CRA è il modello *issuer pays*, in cui le agenzie di rating del credito sono pagate dagli emittenti che intendono sollecitare rating del credito per i loro prodotti di investimento.

Altri esempi di modello di remunerazione sono: il modello *skin in the game* (conservazione di una parte del rischio), in cui gli investitori producono rating per progetti che finanziano parzialmente in quanto detengono gli strumenti emessi, o in cui le agenzie di rating del credito sono remunerate mediante gli strumenti valutati, che detengono fino a scadenza⁸², e il modello *platform pays*, che introduce un intermediario nel mercato ai fini del finanziamento e della produzione del rating.

Il modello di compensazione *pay for performance* prevede che ciascuna agenzia di rating del credito paghi una percentuale fissa dei suoi redditi a un fondo comune, che viene poi versato all'agenzia di rating del credito con le migliori prestazioni: ciò costituisce un incentivo affinché le agenzie di rating del credito migliorino l'accuratezza dei loro rating, ma nel contempo può comportare delle incertezze per quanto riguarda l'efficacia del meccanismo di incentivi.

I rating del credito potrebbero altresì essere prodotti da organizzazioni senza scopo di lucro o potrebbero essere finanziati dai governi.

Il coinvolgimento dei governi nell'assegnazione delle agenzie di rating del credito agli emittenti potrebbe accrescere il rischio di segmentazione dei mercati su base nazionale e potrebbe altresì innescare conflitti di interessi all'interno del settore, specialmente per quanto concerne l'emissione di rating sovrani

⁸² Il modello si basa sull'assunto che l'entità che produce il rating, che allo stesso tempo è un investitore nei titoli oggetto di valutazione, è chiaramente interessata a produrre un rating accurato.

e subsovrani.

Come indicato nella valutazione d'impatto del 2011 della Commissione, tutti i possibili modelli di remunerazione possono comportare conflitti di interessi.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito, pertanto, non impone l'utilizzo di un particolare modello di remunerazione in quanto fondamentalmente non è necessario favorirne uno rispetto ad un altro.

Attualmente nella pratica i modelli di remunerazione alternativi sono usati raramente come soluzioni a sé stanti, in quanto le agenzie di rating del credito tendono a ricorrere a modelli ibridi: per alcuni clienti si emettono rating sulla base del modello *issuer pays*, per altri ricorrendo al modello *investor pays* o a fronte di una sottoscrizione.

L'analisi dell'*ESMA* conclude che tale flessibilità nella scelta del modello di remunerazione dovrebbe essere mantenuta, di modo da consentire agli operatori del mercato di mantenere la facoltà di scegliere il modello più adatto in relazione alla loro strategia di mercato.

45. Valutazione globale

Alla luce di quanto precede, le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di governance sembrano essere prevalentemente di tipo preventivo, apportando nel contempo un importante contributo per garantire l'indipendenza delle agenzie di rating del credito.

Sebbene secondo il parere tecnico dell'*ESMA* alcune disposizioni possano comportare costi di attuazione per le agenzie di rating del credito, in quanto impongono modifiche dei sistemi *IT*, della formazione, delle procedure legali e di conformità, ci si attende che il recente quadro sulla governance delle agenzie di rating del credito apporti globalmente benefici sul lungo termine.

Per quanto le modifiche possano non essere immediatamente visibili nella pratica del rating del credito, le disposizioni sono efficaci nel fornire alle autorità di regolamentazione gli strumenti necessari per la vigilanza sulle agenzie di rating del credito che non rispettano le disposizioni in materia di governance del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

Tuttavia il regime sanzionatorio di cui al regolamento sulle agenzie di rating del credito può necessitare di una revisione per garantirne la credibilità e proporzionalità in quanto deterrente.

46. Opportunità e fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea

A causa di questioni legate alla prociclicità nella pubblicazione dei rating evidenziate dalla recente crisi del debito sovrano nell'UE, nel 2013 il regolamento sulle agenzie di rating del credito è stato modificato, introducendo misure aggiuntive volte ad incrementare la trasparenza dei rating del debito sovrano.

L'art. 8 *bis* del regolamento sulle agenzie di rating del credito impone ora alle agenzie di rating del credito di rendere noto un calendario annuale in cui devono essere stabilite le date di pubblicazione dei rispettivi rating sui debiti sovrani.

Oltre a ciò, in una relazione del 2015⁸³ la Commissione ha analizzato l'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito, considerando se esistono fonti di informazione sufficienti e adeguate agli investitori, che consentano a questi ultimi di svolgere la propria valutazione del rischio di credito delle obbligazioni sovrane.

Nella sua relazione la Commissione è giunta alla conclusione che l'introduzione di tale valutazione europea del merito di credito apporterebbe un esiguo valore aggiunto alle informazioni già esistenti fornite dalle varie fonti del regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica (per esempio le relazioni elaborate nel contesto del semestre europeo).

Non vi sarebbe nemmeno un miglioramento per gli investitori istituzionali rispetto alle informazioni ottenute, in quanto essi hanno già a disposizione dati sufficienti grazie a canali pubblici e privati.

Inoltre gli investitori che operano nel mercato globale delle obbligazioni sovrane tendono ad affidarsi maggiormente a

⁸³ La relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano, Bruxelles, 23.10.2015 (COM (2015) 515 final), è consultabile al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>.

informazioni fornite da istituzioni internazionali quali il **Fondo Monetario Internazionale (FMI)** o la Banca mondiale.

47. Conclusioni

I rating del credito esterni continuano a svolgere un ruolo importante in alcune parti del quadro regolamentare dell'UE per il settore finanziario, in particolare per le banche e le società di assicurazione.

In tale contesto le Autorità di Vigilanza dovrebbero continuare a promuovere l'attenuazione della tendenza all'affidamento automatico ai rating del credito, assicurando in tal modo che gli operatori del mercato ricorrano a strumenti alternativi, come quelli di cui alla *sezione I.2.*, a integrazione dei rating del credito esterni.

La garanzia di un quadro regolamentare proporzionato e che non imponga costi indebiti costituisce un prerequisito per promuovere l'accesso al mercato e una maggiore concorrenza nel mercato delle agenzie di rating del credito.

Più in generale, si deve perseguire l'obiettivo di evitare e ridurre ulteriormente gli ostacoli normativi per l'accesso al mercato, come ha fatto recentemente modificando i progetti di norme tecniche di attuazione sul *mapping* dei rating del credito proposte dalle *AEV*.

La Commissione promuoverà inoltre un'accettazione quanto più ampia possibile delle agenzie di rating del credito minori, anche nel contesto del quadro di riferimento per la valutazione della qualità creditizia (*ECAF*) del *SEBC*.

Nonostante questi sforzi volti a stimolare una maggiore concorrenza, i recenti sviluppi indicano che nel prossimo futuro il mercato dei rating del credito potrebbe rimanere un oligopolio altamente concentrato.

In tale contesto è essenziale garantire che le agenzie di rating del credito storiche siano soggette a un solido quadro regolamentare sostenuto da un regime sanzionatorio credibile con un livello proporzionato di sanzioni, che possano fungere efficacemente da deterrente.

Oltre a ciò, l'efficacia della *governance* e delle procedure di conformità interne svolge un ruolo particolarmente importante nel garantire la qualità dei rating del credito esterni in un mercato

caratterizzato da una ridotta pressione concorrenziale; il regolamento sulle agenzie di rating del credito ha introdotto prescrizioni significative per rafforzare tali meccanismi.

Per quanto concerne gli obblighi di comunicazione di cui all'art. 39 ter, § 2, co. 2, e tenendo conto della relazione della Commissione del 2015 sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano, è largamente condivisa l'opinione secondo la quale al momento **non sia necessaria un'agenzia europea di rating del credito specializzata nel debito sovrano o una fondazione europea di rating del credito per altri rating del credito.**

Oltre a ciò, è probabile che nella pratica la creazione di tali agenzie comuni apporterebbe una spesa aggiuntiva maggiore di qualsiasi eventuale valore aggiunto per il mercato del rating.

In generale si ritiene che le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito avranno un impatto positivo nel lungo termine sul mercato del rating del credito.

Attualmente non esistono prove di potenziali conseguenze negative per le agenzie di rating del credito o per gli emittenti.

Poiché non sono ancora state attuate tutte le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito, il mercato del rating del credito deve essere ulteriormente monitorato per una valutazione completa dell'impatto del quadro legislativo.

48. Sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano

Come noto, la crisi del debito sovrano che ha recentemente colpito l'Unione europea ha rivelato l'esistenza di squilibri macroeconomici e ha messo in luce i rischi derivanti da un eccessivo affidamento ai rating esterni del debito sovrano.

I rating del credito del debito sovrano sono rilevanti per calcolare gli oneri finanziari a carico dei governi.

Durante la crisi, un eccessivo affidamento ai rating del credito ha ingenerato turbative del mercato che, in determinate circostanze, potrebbero compromettere la stabilità finanziaria dell'UE.

Sarebbe possibile attenuare le ripercussioni negative dell'eccessivo affidamento ai rating sovrani se i soggetti che

investono nel mercato europeo delle obbligazioni sovrane valutassero essi stessi il merito di credito degli emittenti sovrani europei, anziché affidarsi esclusivamente e automaticamente a rating esterni.

Per eseguire una propria valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani, questi soggetti dovrebbero disporre di informazioni accurate e rilevanti.

Una corretta valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani europei favorisce gli investimenti nelle obbligazioni sovrane degli Stati membri dell'UE e contribuisce a una maggiore fiducia complessiva da parte degli investitori nel mercato dei singoli Stati membri.

Tale fiducia influenza le decisioni relative agli investimenti in altre classi di attivi negli Stati membri considerati, ad esempio gli investimenti in imprese ed enti finanziari stabiliti in tali paesi.

Uno degli aspetti più rilevanti da dover prendere in considerazione è la valutazione delle fonti di informazione attualmente disponibili e se esse siano sufficienti e adeguate a consentire agli investitori di eseguire una propria valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani o se non sia opportuno disporre di uno strumento supplementare, ove possibile sotto forma di una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano⁸⁴, in grado di integrare le informazioni esistenti.

49. Eccessivo affidamento ai rating esterni nei mercati delle obbligazioni sovrane: Rischi derivanti da un eccessivo affidamento ai rating delle obbligazioni sovrane

La crisi del debito sovrano, che con l'attuale crisi conseguente al COVID-19, subirà un ulteriore e non indifferente stress, esporrà nuovamente i vari Stati e ad un rischio di eccessivo affidamento ai rating sovrani che potrà creare i cosiddetti *effetti precipizio (cliff effects)*, nel senso che gli investitori ridurranno le proprie esposizioni verso determinate obbligazioni sovrane e altri strumenti di debito, con potenziali effetti di destabilizzazione finanziaria.

Gli *effetti precipizio* possono verificarsi a seguito di un

⁸⁴ Articolo 39 *ter*, paragrafo 2, del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 1).

declassamento del rating del credito, in particolare se esso scende al di sotto di una certa soglia.

In tali circostanze si possono determinare effetti aggiuntivi sulla liquidità a causa della necessità di soddisfare requisiti patrimoniali obbligatori, come è emerso con chiarezza durante l'ultima crisi finanziaria, quando il peggioramento delle prospettive economiche ha messo sotto pressione le finanze pubbliche, e che si sta ripetendo in modo ancor più feroce oggi.

La conseguenza è stata e sarà nuovamente il declassamento delle obbligazioni sovrane, che indurrà gli enti finanziari e investitori a liquidare gli strumenti di debito in loro possesso.

Queste reazioni del mercato sono in genere accentuate dai riferimenti ai rating contenuti in alcune norme finanziarie⁸⁵ e da un eccessivo affidamento contrattuale ai rating da parte degli enti finanziari.

L'impatto potenziale dei rating sovrani va ben al di là degli effetti immediati sulle obbligazioni sovrane dei paesi sottoposti a rating e può provocare ricadute negative su mercati diversi e persino su paesi diversi con forti legami economici (*effetto contagio*).

Questi effetti sono acuiti dalle interconnessioni esistenti tra i rating del credito degli emittenti sovrani e i rating dei soggetti situati all'interno degli stessi emittenti sovrani.

Tali legami sono la conseguenza dei metodi applicati dalle agenzie di rating del credito, che spesso limitano il rating del

⁸⁵ Ad esempio, riferimenti ai rating del credito esterni sono contenuti nel metodo standardizzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali per le banche (direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338 (CRD IV) e regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1 (CRR)), dei requisiti patrimoniali per le imprese di assicurazione (regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione, GU L 12 del 17.1.2015, pag. 1 (Solvibilità II)) e dei requisiti di margine per le controparti non compensate a livello centrale.

credito più favorevole di uno strumento finanziario in una determinata giurisdizione al rating dell'emittente sovrano (spesso indicato come *sovereign ceiling*).

Ne consegue che il declassamento di un emittente sovrano provoca spesso il declassamento di altri strumenti finanziari situati nell'emittente sovrano in questione, compresi i rating delle obbligazioni societarie e degli enti finanziari.

50. *Segue*: Osservazioni sui rating del debito sovrano e sui mercati obbligazionari dell'UE

Prove empiriche ricavate dalla crisi del debito sovrano nell'UE hanno dimostrato che c'è stata una reazione significativa dei differenziali di rendimento delle obbligazioni statali a variazioni sia delle quotazioni dei rating che delle prospettive dei rating, il che è particolarmente importante nel caso di annunci negativi⁸⁶.

È stato dimostrato inoltre che i declassamenti dei rating sovrani hanno ricadute significative in termini statistici ed economici sia tra i paesi che tra i mercati finanziari, il che implica che gli annunci delle agenzie di rating potrebbero alimentare l'instabilità finanziaria⁸⁷.

Fino al 2008, i rating del credito degli Stati membri della zona euro erano mediamente superiori a quelli degli Stati membri non appartenenti alla zona euro: mentre il rating del credito medio degli Stati membri della zona euro era "AA+"⁸⁸, quello degli

⁸⁶Afonso, A., Furceri, D. e Gomes, P., *Sovereign Credit Ratings and Financial Market Linkages, Application to European Data* (Rating sovrani e collegamenti coi mercati finanziari, applicazione ai dati europei), serie dei documenti di lavoro della BCE, numero 1347, ottobre 2011, disponibile all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>.

⁸⁷Arezki, R., Candelon, B. e Sy, A. N. R., *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis* (Rating sovrani e ricadute sui mercati finanziari: prove derivanti dalla crisi del debito europeo), marzo 2011, serie dei documenti di lavoro dell'FMI, n. WP/11/68, disponibile all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>; Afonso, A., Gomes, P. e Taamouti, A., *Sovereign Credit Ratings, Market Volatility and Financial Gains* (Rating del credito sovrani, volatilità del mercato e proventi finanziari), serie dei documenti di lavoro della BCE, n. 1654, marzo 2014, disponibile all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1654.pdf>.

⁸⁸ Per facilitare la presentazione nel grafico 1, i rating del credito emessi da tre differenti agenzie (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) sono stati classificati

Stati membri non appartenenti alla zona euro era mediamente “A”.

Soltanto dopo la crisi finanziaria, nel periodo 2009-2010, gli Stati membri appartenenti alla zona euro e quelli non appartenenti ad essa hanno registrato un peggioramento limitato e analogo dei rating del credito, in misura pari in media a due classi di rating.

Inoltre, dall’inizio del 2011 gli Stati membri della zona euro hanno registrato declassamenti drastici, da una media di “AA” nel 2011 ad “A-” nel 2013.

Nel 2013, il rating del credito medio degli Stati membri della zona euro è superiore a quello degli Stati membri non appartenenti alla zona euro, dopo una convergenza sulla classe di rating “A-”.

Oggi, l’Italia riporta i seguenti rating: S&Poor’s BBB; Moody’s Baa3; Fitch BBB; Dagong BBB-.

51. ... segue: Rendimenti delle obbligazioni sovrane

I rendimenti delle obbligazioni sovrane rappresentano un importante indicatore della percezione da parte degli investitori del profilo del rischio di credito di un emittente sovrano.

Prima della crisi del debito sovrano i rendimenti delle obbligazioni della zona euro erano ampiamente convergenti, facendo quindi ritenere che gli investitori avessero lo stesso atteggiamento nei confronti del merito di credito di tutti gli Stati membri della zona euro.

Durante la crisi tale situazione è radicalmente mutata: a partire dal 2008 gli investitori hanno ridotto la loro domanda di specifiche obbligazioni sovrane ovvero hanno preteso proventi più elevati, come dimostra l’andamento dei rendimenti.

Alcuni altri Stati membri della zona euro hanno registrato una tendenza al ribasso dei rendimenti delle loro obbligazioni

secondo una scala di rating unica, che va da AAA (rischio di credito più basso) a D (rischio di credito più alto). La scala completa utilizzata per la classificazione è la seguente: AAA AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC+, CC, CC-, C+, C, C- e D. Leggendo il grafico 1 si dovrebbe tener conto del fatto che i metodi di rating sottostanti variano dall’una all’altra delle agenzie di rating considerate nell’esempio.

sovrane.

Dal 2013 i rendimenti delle obbligazioni sovrane della zona euro sono gradualmente risalite, permangono, tuttavia, significative divergenze tra i singoli Stati membri della zona euro.

52. Risposta politica per attenuare i rischi di un eccessivo affidamento ai rating del debito sovrano: Rafforzare il controllo normativo sulle agenzie di rating del credito

A causa delle carenze dei rating del credito riscontrate durante la crisi finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano, nel 2009 sono state introdotte per le agenzie di rating del credito nuove norme che stabilivano requisiti per la loro registrazione e vigilanza a livello nazionale.

Nel 2011 le attività di registrazione e vigilanza delle agenzie di rating del credito nell'UE sono state centralizzate presso l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

53. Aumentare la trasparenza dei rating del debito sovrano

Nel 2013 sono state introdotte ulteriori misure volte ad aumentare la trasparenza e la tempestività dei rating del debito sovrano, contribuendo in tal modo ad attenuare i rischi di turbative del mercato.

In particolare, le agenzie di rating del credito sono tenute a rendere noto un calendario annuale delle date di pubblicazione dei loro rating sovrani.

I rating del credito del debito sovrano devono inoltre essere pubblicati nelle giornate di venerdì dopo la chiusura dei mercati regolamentati dell'UE, per evitare turbative del mercato durante l'orario di contrattazione.

Le agenzie di rating del credito devono integrare il rating del credito con un'esauriente relazione di ricerca per fornire agli investitori ulteriori informazioni sui motivi alla base di una variazione di un rating sovrano.

Inoltre, esse devono comunicare all'emittente sovrano, durante l'orario di lavoro e almeno un intero giorno lavorativo

prima della pubblicazione, il suo rating del credito e le prospettive del rating.

In tal modo l'emittente sovrano ha la possibilità, al pari di qualsiasi altro soggetto quotato, di segnalare all'agenzia di rating del credito eventuali errori materiali.

L'effetto combinato di queste norme ha reso i rating del debito sovrano più trasparenti.

Gli investitori dispongono adesso di maggiori informazioni in merito ai motivi e alle ipotesi su cui si basano i rating sovrani emessi dalle agenzie di rating del credito, nonché riguardo ai dati utilizzati dalle agenzie.

Le informazioni aggiuntive sui rating sovrani potrebbero agevolare gli investitori migliorando la loro capacità di eseguire valutazioni più accurate del merito di credito del debito sovrano.

Nonostante questo impegno a livello normativo, la relazione dell'*ESMA* per il 2013⁸⁹ ha rivelato l'esistenza, nella procedura dei rating sovrani, di carenze che potrebbero comportare rischi per la qualità, l'indipendenza e l'integrità dei rating e della procedura stessa.

Nella relazione citata l'*ESMA* ha individuato i rischi connessi ai conflitti di interesse derivanti dal ruolo svolto nella procedura di rating dall'alta dirigenza e da altre funzioni estranee al rating, nonché dal coinvolgimento di analisti sovrani nelle attività di ricerca e pubblicazione.

Appaiono evidenti i rischi di violazione dell'obbligo di riservatezza delle informazioni sul rating sovrano e dei controlli attuati prima della pubblicazione dei rating.

Si deve altresì sottolineare che i rischi legati alla tempistica della pubblicazione dei rating sovrani, compresa la rivelazione tempestiva di variazioni dei rating.

L'*ESMA* ha chiesto alle agenzie di rating del credito di attuare piani d'azione per ovviare a tale situazione.

⁸⁹*Credit Rating Agencies: Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing ad equi and confidentiality controls* (Agenzie di rating del credito: analisi dei rating sovrani, valutazione da parte dell'*ESMA* della *governance*, dei conflitti di interesse, dell'adeguatezza delle risorse e dei controlli della riservatezza), pubblicata il 2 dicembre 2013, riferimento *ESMA/2013/1775*.

L'ESMA ha comunque il potere di adottare, se del caso, misure di vigilanza.

54. ... Segue: Ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito esterni

Per ovviare a rischi ed effetti negativi, sono state adottate azioni a livello internazionale per ridurre l'eccessivo affidamento, esclusivo e automatico, ai rating del credito (compresi i rating sovrani), allo scopo di ripristinare la fiducia nel sistema finanziario.

I principi del Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board, in appresso l'FSB*)⁹⁰ per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito in norme, leggi e regolamenti sono stati approvati dai leader del G20 già nel novembre 2010 (*vertice di Seoul*)⁹¹.

Tali principi hanno perseguito il fine di un affidamento automatico ai rating del credito da parte delle banche, degli investitori istituzionali e di altri operatori del mercato, a introdurre un cambiamento significativo nelle prassi esistenti e a istituire, in alternativa, prassi interne più solide per la valutazione del rischio di credito.

Una riduzione effettiva dell'eccessivo affidamento ai rating esterni, compresi i rating sovrani, potrebbe limitare i rischi di *effetti precipizio* in caso di declassamenti dei debiti sovrani.

Nella sua risposta all'*FSB*⁹² la Commissione Europea ha delineato le proprie azioni volte ad attenuare i rischi connessi all'affidamento ai rating.

Inoltre, la Commissione ha appoggiato l'iniziativa del G20 sui divari tra i dati⁹³, finalizzata a migliorare la disponibilità e la

⁹⁰*Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Principi per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito), Consiglio per la stabilità finanziaria, 27 ottobre 2010.

⁹¹ G20, documento del vertice di Seoul, pag. 8, disponibile all'indirizzo: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf.

⁹² Documento di lavoro dei servizi della Commissione: *EU action plan to reduce reliance on external credit ratings* (Piano d'azione dell'UE per ridurre l'affidamento ai rating del credito esterni), disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf.

⁹³ FMI-FSB, *The Financial Crisis and Information Gaps. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors* (La crisi finanziaria e divari

comparabilità dei dati economici e finanziari a livello internazionale.

Una delle raccomandazioni formulate (*RI7*) riguarda la tempestiva elaborazione da parte dei governi di dati statistici finanziari standardizzati a livello transnazionale, sulla base di norme comuni riconosciute in ambito internazionale.

55. Esigenze informative degli investitori: Tipi di investitori ed esigenze informative

È possibile distinguere gli investitori in grandi (perlopiù istituzionali) e piccoli.

Quando gli investitori provano ad accedere ai mercati delle obbligazioni sovrane, hanno esigenze informative simili per quanto riguarda gli emittenti sovrani, ma hanno anche capacità differenti di valutare il rischio del credito sovrano.

Dai riscontri ottenuti è emerso che le informazioni più importanti utilizzate per valutare il merito di credito degli emittenti sovrani sono i dati relativi alla loro capacità e ai loro risultati macroeconomici e fiscali; queste informazioni comprendono dati quantitativi, quali le variazioni del prodotto interno lordo (**PIL**), i livelli e la struttura delle scadenze del debito pubblico, il disavanzo pubblico, il tasso di disoccupazione e la competitività, oltre a dati qualitativi relativi allo Stato di diritto, al buon governo e alla situazione politica, considerati anch'essi rilevanti.

I grandi investitori istituzionali⁹⁴ valutano il merito di credito del debito sovrano nelle loro decisioni in materia di investimenti e a fini prudenziali; hanno indicato altresì la necessità di disporre di dati sul debito sovrano che siano comparabili a livello globale, non soltanto nell'ambito dell'UE, viste le dimensioni globali delle loro attività e le esigenze dei loro clienti.

Per ottenere dati comparabili da utilizzare nelle

informativi. Relazione ai ministri delle Finanze e ai governatori delle banche centrali del G20), 29 ottobre 2009, disponibile all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>.

⁹⁴ Si tratta di fondi pensione, enti creditizi e gestori patrimoniali.

valutazioni del rischio di credito, gli investitori ricorrono spesso ai servizi di fornitori di dati privati, che consolidano le informazioni sugli emittenti sovrani provenienti da molteplici fonti pubbliche e private e forniscono un flusso di dati automatizzato.

Spesso tali investitori si avvalgono di analisti proprie e alcuni attribuiscono agli emittenti sovrani propri rating interni.

Inoltre, alcuni investitori istituzionali hanno affermato di interagire direttamente con autorità nazionali, quali le tesorerie e le agenzie nazionali di gestione del debito.

D'altro canto, gli investitori più piccoli hanno dichiarato di disporre di minori risorse da destinare a una propria valutazione del rischio di credito o all'accesso a dati provenienti da fonti pubbliche e private differenti nonché alla relativa analisi.

Gli investitori più piccoli sembrano affidarsi maggiormente ai rating del credito emessi dalle agenzie di rating; effettuano proprie valutazioni aggiuntive soltanto ad hoc, spesso in collegamento a eventi in atto.

Inoltre, gli investitori più piccoli non utilizzano le informazioni sulla valutazione del merito di credito del debito sovrano non soltanto per i loro investimenti in obbligazioni sovrane, ma anche per altre decisioni in materia di investimenti e per l'allocazione di attivi potenzialmente rilevanti per loro.

56. *Segue*: Situazione del mercato delle obbligazioni sovrane

In termini di impatto sul mercato, gli investitori istituzionali nazionali detengono una parte consistente del debito sovrano della zona euro.

In particolare le istituzioni finanziarie monetarie (MFI), le imprese di assicurazione e i fondi pensione (ICPF) e i fondi di investimento residenti nella zona euro rappresentano una quota importante degli investimenti nelle obbligazioni pubbliche della zona euro.

Nel 2013 gli investitori non istituzionali residenti nella zona euro detenevano il 7,2% di tutte le obbligazioni sovrane della zona euro, ossia soltanto una piccola quota degli investimenti in obbligazioni sovrane. Inoltre, i creditori non

residenti detengono il 57% degli investimenti in obbligazioni sovrane nell'UE.

Questa quota comprende sia investitori di altri Stati membri che investitori di paesi extra UE.

57. Informazioni a disposizione degli investitori

Gli operatori del mercato possono contare su una vasta gamma di informazioni riguardanti il debito sovrano fornite attraverso canali sia pubblici che privati.

Tale disponibilità di informazioni agevola gli investitori nell'esecuzione di proprie valutazioni del rischio di credito.

Le informazioni provenienti da fonti pubbliche sono pubblicate dagli Stati membri, dalle istituzioni europee e da diverse organizzazioni internazionali.

Vi sono, inoltre, alcuni fornitori privati che mettono queste informazioni a disposizione degli investitori; tra essi figurano fornitori di dati specializzati, associazioni commerciali e agenzie di rating del credito.

Il tipo di informazioni fornite, la frequenza e i paesi considerati variano molto a seconda del canale informativo.

58. Informazioni fornite dalla Commissione europea

A livello dell'UE, da qualche tempo è pubblicamente disponibile una grande quantità di dati statistici e di relazioni sulla situazione economica e sull'andamento dell'economia negli Stati membri.

La Commissione pubblica dati sul debito pubblico, statistiche trimestrali sulla finanza pubblica e i dati comunicati nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi in modo armonizzato e tale da rendere i dati comparabili.

La Commissione pubblica altresì previsioni economiche e relazioni sulle finanze pubbliche e la sostenibilità fiscale nella zona euro.

L'introduzione di nuove norme europee sulla vigilanza fiscale e macroeconomica nel contesto del semestre europeo, unitamente al rafforzamento dei requisiti di rendicontazione per gli Stati membri in materia di statistiche sulle finanze pubbliche nell'ambito del Sistema europeo di conti nazionali e regionali

(*SEC 2010*)⁹⁵, ha migliorato le informazioni di cui gli investitori possono disporre ai fini della valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani dell'UE.

59. Rafforzamento della vigilanza fiscale e macroeconomica degli Stati membri

A livello dell'UE, le norme che disciplinano il patto di stabilità e crescita⁹⁶ (in appresso *il patto*) costituiscono il pilastro della *governance* economica dell'UE e mirano a garantire il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria.

L'obiettivo principale del *patto* è quello di promuovere sane politiche di bilancio e garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche negli Stati membri.

In anni recenti il *patto* è stato rafforzato per ovviare a carenze nella *governance* economica e nella sorveglianza di bilancio, nonché per migliorare il monitoraggio dei risultati macroeconomici e fiscali di tutti gli Stati membri dell'UE in generale e di quelli della zona euro in particolare.

⁹⁵ Regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea, GU L 174 del 26.6.2013, pag. 1. A partire da settembre 2014, con la pubblicazione di una nuova versione dei conti nazionali viene adottato dagli Stati membri dell'Unione europea il nuovo sistema europeo dei conti nazionali e regionali – Sec 2010 – in sostituzione del Sec 95. Il nuovo sistema, definito nel Regolamento Ue n. 549/2013 pubblicato il 26 giugno 2013, è il risultato di una stretta collaborazione fra l'Ufficio statistico della Commissione (Eurostat) e i contabili nazionali degli Stati membri

Il Sec 2010 definisce i principi e i metodi di Contabilità nazionale a livello europeo. Fissa in maniera sistematica e dettagliata il modo in cui si misurano le grandezze che descrivono il funzionamento di una economia, in accordo con le linee guida internazionali stabilite nel Sistema dei conti nazionali delle Nazioni Unite (2008 SNA).

Rispetto alla precedente versione del 1995 (in vigore dal 1999), il Sec 2010 presenta alcune importanti differenze riguardo sia l'ambito di applicazione sia i concetti. Il nuovo sistema riflette, infatti, gli sviluppi e i progressi metodologici conseguiti nella misurazione delle economie moderne che si sono consolidati a livello internazionale e, allo stesso tempo, viene incontro alle esigenze degli utilizzatori, migliorando in alcuni casi la tempestività nella diffusione dei risultati.

⁹⁶ Il patto è sancito dal trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) ed è costituito dal regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio (la "parte preventiva", conformemente all'articolo 121 TFUE) e dal regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio (la "parte correttiva", conformemente all'articolo 126 TFUE), nonché dalle loro successive modifiche e dalla legislazione correlata.

Grazie a queste iniziative gli investitori hanno ora accesso a informazioni aggiuntive per le proprie valutazioni dello stato delle finanze pubbliche.

Il rafforzamento del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche e le sei misure legislative note come *six pack*⁹⁷, adottate nel novembre 2011, hanno potenziato il patto di stabilità e crescita.

Nell'ambito del *semestre europeo* la Commissione analizza i piani nazionali per le riforme macroeconomiche e strutturali e del bilancio, e su tale base il Consiglio adotta raccomandazioni mirate indirizzate a ogni Stato membro.

Inoltre, in caso di squilibri macroeconomici e/o disavanzi di bilancio eccessivi scatta un sistema di sanzioni finanziarie per gli Stati membri della zona euro.

Nel contesto del *semestre europeo*⁹⁸ vengono pubblicate relazioni in cui la Commissione fa il punto della situazione macroeconomica e di bilancio di tutti gli Stati membri.

Tali relazioni comprendono:

1) l'analisi annuale della crescita (novembre), che stabilisce le priorità dell'UE per promuovere la crescita e la creazione di posti di lavoro;

2) la relazione sul meccanismo di allerta nel contesto della procedura per gli squilibri macroeconomici, che, sulla scorta di un quadro di indicatori, individua gli Stati membri da sottoporre a un'analisi più approfondita;

3) le relazioni dei paesi (febbraio/maggio), in cui la Commissione rende pubblica una valutazione economica analitica per ciascuno Stato membro; queste relazioni esaminano la situazione economica, l'agenda delle riforme e, ove ritenuto opportuno in base alla relazione sul meccanismo di allerta, i possibili squilibri che lo Stato membro deve affrontare.

⁹⁷ Il *six pack* consiste in una serie di cinque regolamenti e una direttiva che sono entrati in vigore il 13 dicembre 2011 e riguardano la sorveglianza fiscale e la sorveglianza macroeconomica nel quadro della nuova procedura per gli squilibri macroeconomici

⁹⁸ Una panoramica delle varie fasi del semestre europeo è disponibile all'indirizzo:
http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm.

Numerosi Stati membri individuati in un quadro di valutazione sono sottoposti a una revisione approfondita che comprende una valutazione del debito pubblico e/o privato in vista dell'andamento futuro e dei costi del finanziamento;

4) le raccomandazioni specifiche per paese (maggio) proposte dalla Commissione ai fini della loro adozione da parte del Consiglio; contengono consigli politici su misura per gli Stati membri in settori considerati prioritari per i 12-18 mesi successivi.

Tali raccomandazioni sono accompagnate da una valutazione dei programmi di stabilità e convergenza degli Stati membri.

Per la zona euro è stato introdotto un meccanismo aggiuntivo.

Si tratta di un pacchetto di riforme noto come *two pack*⁹⁹ che è in vigore dal maggio 2013 in tutti gli Stati membri della zona euro e ha ulteriormente aumentato la trasparenza delle decisioni di bilancio degli Stati membri della zona euro e migliorato il coordinamento dei piani di emissione del debito degli Stati membri.

Al fine di garantire il coordinamento delle politiche fiscali tra gli Stati membri che hanno l'euro come moneta comune, il *two pack* impone altresì ai governi (con l'eccezione dei paesi sottoposti a un programma di aggiustamento macroeconomico) di sottoporre alla Commissione i rispettivi documenti programmatici di bilancio per l'anno successivo entro il 15 ottobre di ogni anno¹⁰⁰.

La Commissione emette due valutazioni di tali documenti programmatici: un parere sul documento programmatico di ciascuno Stato membro e una valutazione generale della situazione e delle prospettive di bilancio della zona euro nel suo complesso.

Il parere sui documenti programmatici di bilancio di ciascuno

⁹⁹Il "two pack" consiste in due regolamenti che hanno introdotto procedure di sorveglianza e monitoraggio aggiuntive per gli Stati membri della zona euro.

¹⁰⁰ Questi documenti programmatici sono resi pubblici dalla Commissione conformemente al regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro (GU L 140 del 27.5.2013, pag. 11).

Stato membro della zona euro si basa sulla valutazione della conformità al patto di stabilità e crescita e fa riferimento alle previsioni d'autunno della Commissione.

Ove la Commissione ritenga che il documento programmatico di bilancio di uno Stato membro costituisca un inadempimento particolarmente grave dei suoi obblighi definiti nel patto, può chiedere che il documento sia rivisto e ripresentato.

Tutte le informazioni concernenti il semestre europeo sono di pubblico dominio.

In tal modo gli investitori hanno a disposizione informazioni tempestive e periodiche, basate su un metodo comune, le quali integrano quelle già rese pubbliche dagli uffici statistici nazionali degli Stati membri, dalle agenzie nazionali di gestione del debito e da fornitori privati di informazioni.

Il *semestre europeo* ha razionalizzato i flussi informativi a disposizione degli investitori, consentendo loro di avere una visione migliore dei risultati macroeconomici e fiscali degli Stati membri.

Inoltre, il semestre fornisce agli investitori una fonte di informazioni aggiuntiva e dati grezzi per l'esecuzione delle loro valutazioni del rischio di credito degli emittenti sovrani.

A livello dell'UE sono stati elaborati anche altri strumenti di valutazione dei punti di forza macroprudenziali degli Stati membri; ad esempio, la direzione generale degli Affari economici e finanziari (*DG ECFIN*) ha predisposto un indice di individuazione precoce dello stress fiscale per i paesi dell'UE.

Inoltre, ogni tre anni la Commissione pubblica relazioni sull'invecchiamento della popolazione in cui valuta l'impatto economico dei cambiamenti demografici.

Tali relazioni sono integrate da relazioni sulla sostenibilità fiscale delle finanze pubbliche degli Stati membri, considerata nel contesto dell'impatto finanziario, economico e fiscale dei cambiamenti demografici.

60. SEC 2010

A decorrere dal settembre 2014 il SEC 2010 ha sostituito il

SEC 1995¹⁰¹ e ha chiarito le definizioni e le regole riguardanti le statistiche sulla finanza pubblica, aumentandone l'accuratezza e la comparabilità.

Il SEC 2010 definisce e disciplina la comunicazione da parte degli Stati membri di informazioni riguardanti il debito pubblico, oltre a chiarire i requisiti per la comunicazione e il trattamento di talune operazioni finanziarie specifiche, come le passività potenziali, i partenariati pubblico-privati e l'utilizzo di società veicolo, che in passato gli Stati membri non segnalavano sempre allo stesso modo nelle statistiche sulla finanza pubblica.

Ne consegue che le statistiche raccolte sulla finanza pubblica offrono una visione complessiva del debito pubblico in essere degli Stati membri dell'UE, consentendo così agli investitori di disporre di informazioni accurate sullo stato dei livelli del debito in tutta l'UE.

61. Opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano

Un'eventuale valutazione europea del merito di credito del debito sovrano potrebbe raggiungere una serie di obiettivi e soddisfare alcune condizioni per essere considerata adeguata e proporzionata.

Dovrebbe contribuire a ridurre l'eccessivo affidamento ai rating esterni in sede di valutazione del debito sovrano e migliorare la situazione del mercato sotto il profilo delle fonti di informazioni a disposizione delle parti interessate ai fini della valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani.

Inoltre, per stabilire l'adeguatezza di una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano, si dovrebbero prendere in considerazione la portata, il mandato e l'impatto economico potenziali di un eventuale sistema siffatto sulle parti interessate, compresi gli investitori, gli emittenti, le società di rating e i contribuenti.

Una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano potrebbe essere concepita in vari modi e perseguire

¹⁰¹ Regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio, del 25 giugno 1996, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nella Comunità (GU L 310 del 30.11.1996, pag. 1).

obiettivi differenti.

La sua portata può essere determinata in termini di informazioni (quantitative o qualitative) su cui si fonda nonché in termini di livello e solidità della valutazione fornita agli investitori.

Una valutazione dell'UE del merito di credito potrebbe consistere nella pubblicazione da parte di un ente pubblico europeo di indicatori economici e relazioni di ricerca con una valutazione quantitativa e qualitativa degli emittenti sovrani dell'UE.

Queste relazioni rappresenterebbero una fonte di informazioni alternativa, senza tuttavia basarsi su un indicatore unico come quello utilizzato dalle agenzie di rating del credito.

Utilizzando una definizione restrittiva, si potrebbe dire che la valutazione consisterebbe nell'esecuzione, da parte di un ente pubblico europeo, di una valutazione del merito di credito degli Stati membri dell'Unione europea sulla base di una serie di dati quantitativi riguardanti detti Stati e nella pubblicazione periodica, da parte dello stesso ente, delle variazioni di tali dati quantitativi.

Questa valutazione costituirebbe una fonte alternativa di informazioni quantitative sul merito di credito degli emittenti sovrani rispetto alle agenzie di rating del credito esistenti.

62. Impatto di una valutazione europea del merito di credito: Impatto sull'affidamento ai rating sovrani

Affinché gli operatori del mercato possano considerare un'eventuale valutazione europea come una misurazione credibile del merito di credito, è necessario che essa sia effettuata da un organismo credibile e affidabile, esistente o di nuova istituzione.

Un simile compito potrebbe essere affidato a istituzioni, organismi o agenzie dell'UE esistenti ovvero a un ente pubblico nuovo ancora da istituire.

Nel caso di un organismo esistente, si dovrebbe considerare che il nuovo compito non dovrebbe compromettere l'esecuzione efficace del mandato attuale.

Per quanto riguarda la Commissione europea, una valutazione

molto simile è già eseguita nel contesto dell'attuale quadro della sorveglianza economica e fiscale degli Stati membri, che comprende valutazioni quantitative e qualitative degli Stati membri dell'UE.

Le diverse opzioni su illustrate per un'eventuale valutazione europea del merito di credito avrebbero conseguenze differenti, ma in ogni caso importanti, sulla determinazione delle risorse necessarie per istituire la valutazione e del suo impatto potenziale sul mercato.

In particolare, la creazione di un nuovo organismo comporterebbe notevoli costi iniziali che dovrebbero essere ponderati alla luce dei potenziali benefici per il mercato delle obbligazioni sovrane dell'UE e per l'economia europea nel suo complesso.

In particolare, qualora un organismo di nuova istituzione si limitasse a duplicare le informazioni sugli emittenti sovrani dell'UE fornite dalle istituzioni dell'UE già esistenti, è molto probabile che i benefici non sarebbero superiori ai costi.

Nel caso in cui l'eventuale valutazione europea del merito di credito costituisse un'alternativa ai rating esterni, l'affidamento a questi ultimi potrebbe ridursi.

Un'eventuale valutazione europea del merito di credito dovrebbe essere complementare rispetto alle fonti di informazioni esistenti; si dovrebbe pertanto evitare che gli investitori si affidino esclusivamente e automaticamente ad essa.

La relazione¹⁰² dell'*FSB* sull'applicazione dei principi per ridurre l'affidamento ai rating mette in guardia le autorità dalla tentazione di adottare, in sostituzione dei rating delle agenzie di rating del credito, poche misure alternative per la valutazione del merito di credito che potrebbero causare prociclicità e comportamenti imitativi di sostituzione.

Laddove ciò comportasse la duplicazione delle informazioni esistenti fornite nell'ambito dell'attuale sorveglianza

¹⁰² Consiglio per la stabilità finanziaria, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Revisione tematica dei principi dell'*FSB* per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito), disponibile all'indirizzo: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf.

macroeconomica degli emittenti sovrani europei, è prevedibile che l'impatto sulla riduzione dell'eccessivo affidamento ai rating esterni sarebbe limitato.

Una valutazione europea del merito di credito avrebbe impatti diversi a seconda del tipo di investitori.

Da indagini condotte dalla Commissione su un campione di investitori istituzionali emerge che i benefici sarebbero ridotti, posto che detti investitori effettuano già adesso una valutazione approfondita del merito di credito sulla scorta delle fonti di dati esistenti.

Il vigente regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica fornisce già tutte le informazioni rilevanti per valutare il merito di credito degli emittenti sovrani dell'UE, cosicché una valutazione europea del merito di credito si limiterebbe ad aggiungere un ulteriore contributo al loro sistema di valutazione del rischio di credito.

Inoltre, gli investitori istituzionali che investono nel mercato globale delle obbligazioni sovrane preferiscono poter disporre di dati comparabili a livello globale, non ristretti a un'area geografica come l'Unione europea.

Informazioni del genere sono già fornite da istituzioni internazionali come il Fondo monetario internazionale (*FMI*)¹⁰³, la *Banca Mondiale*¹⁰⁴ e l'**Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economici (OCSE)**¹⁰⁵.

Dalle interviste condotte con investitori più piccoli è emerso che, in talune circostanze, essi potrebbero trarre vantaggio da una valutazione europea del merito di credito se tale valutazione permettesse di ridurre l'attività di raccolta e analisi di tutte le

¹⁰³ Ad esempio, le relazioni dell'FMI relative ai paesi disponibili all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/country/index.htm>; altre statistiche globali dell'FMI sugli aggregati economici fondamentali che possono essere utilizzate per la valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani sono disponibili all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/data.htm>.

¹⁰⁴ Ad esempio, le statistiche della Banca mondiale sul debito sovrano disponibili all'indirizzo: <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>.

¹⁰⁵ Ad esempio, le previsioni economiche dell'OCSE disponibili all'indirizzo <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm> e le ricerche e statistiche dell'OCSE sulle finanze pubbliche e il debito sovrano disponibili all'indirizzo: <http://www.oecd.org/eco/public-finance/>.

informazioni rilevanti disponibili.

Questi investitori, pur beneficiando della trasparenza garantita dal nuovo regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica dell'UE, non dispongono di capacità sufficienti per trattare tali informazioni.

Tuttavia, nella situazione esistente il valore aggiunto apportato da una valutazione europea del merito di credito alle informazioni fornite attualmente dal regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica sarebbe esiguo, soprattutto se confrontato con i costi associati all'istituzione di tale valutazione europea.

Una valutazione puramente europea del merito di credito potrebbe rappresentare un nuovo concorrente pubblico per le fonti di informazione pubbliche e private esistenti.

Essa costituirebbe indirettamente una sfida per le agenzie di rating del credito esistenti e si metterebbe in concorrenza con gli attuali aggregatori privati di informazioni per gli investitori.

Inoltre, rappresenterebbe un'alternativa per alcune delle ricerche economiche sugli emittenti sovrani europei condotte da istituzioni pubbliche internazionali come l'*FMI*, la *Banca Mondiale* e l'*OCSE*.

Una valutazione europea del merito di credito avrebbe un impatto ridotto sugli sforzi volti a ridurre l'affidamento ai rating del debito sovrano poiché è molto probabile che si limiterebbe a duplicare le informazioni esistenti.

Inoltre, se non gestita correttamente, potrebbe comportare il rischio di generare un eccessivo affidamento a una nuova fonte di informazioni alternativa qualora gli investitori si affidassero esclusivamente ad essa.

Dalle interviste condotte con investitori selezionati è emerso altresì che una valutazione europea del merito di credito non migliorerebbe in modo sostanziale il livello delle informazioni a disposizione degli investitori istituzionali, i quali dispongono già di informazioni sufficienti fornite da fonti pubbliche e private.

Tali informazioni sono state ulteriormente migliorate grazie al nuovo regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica degli Stati membri nel contesto del semestre europeo.

Per gli investitori più piccoli, che beneficiano anch'essi di tale sistema di sorveglianza, uno strumento di valutazione europea

del merito di credito apporterebbe alcuni vantaggi perché ridurrebbe le attività di ricerca; d'altro canto, però, le capacità intrinseche di questi investitori di gestire un simile strumento informativo sono limitate.

Infine, una valutazione europea del merito di credito sarebbe in concorrenza con gli attuali fornitori privati di informazioni, comprese le agenzie di rating del credito.

Tenendo conto di tutti i fattori rilevanti, si può concludere che in questo momento una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano non appare né proporzionata né opportuna, ove la si analizzi alla luce delle esigenze degli investitori e dell'obiettivo di rimediare all'eccessivo affidamento ai rating esterni.

Nonostante l'ampia diffusione data dalla Commissione europea ai dati economici e fiscali riguardanti gli Stati membri dell'UE, i piccoli investitori possono incontrare difficoltà nel valutare il merito di credito del debito sovrano a causa delle loro limitate capacità di trattare queste informazioni.

Per ovviare a tale situazione si potrebbero prendere in considerazione altre misure incentrate sul flusso delle informazioni di base necessarie per valutare il merito di credito.

In primo luogo, si potrebbe valutare l'opportunità che gli Stati membri applichino le migliori prassi internazionali per la comunicazione delle emissioni di debito pubblico e di titoli di debito.

Una maggiore armonizzazione fondata su norme internazionali potrebbe ridurre le persistenti differenze nelle prassi comunicative degli Stati membri, migliorando i flussi complessivi di informazioni sulle emissioni di debito pubblico e di titoli di debito a disposizione degli investitori.

Eventuali azioni in questo senso dovrebbero integrare e non duplicare il quadro giuridico vigente in materia di comunicazione di dati statistici dagli Stati membri a soggetti quali, ad esempio, *EUROSTAT*.

Una volta messi a punto, i risultati della *task-force* dell'*OCSE* sulla trasparenza delle statistiche sul debito, le operazioni relative al debito e le politiche per il debito pubblico¹⁰⁶

¹⁰⁶Blommestein, H. J., Koc, F. e Olofsson, T. (a cura di), *Recommendations on the Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies*

potrebbero costituire una base di riferimento per questa analisi.

In secondo luogo, sarà necessario verificare se le migliori prassi applicate in alcuni Stati membri possano essere estese a tutti gli altri, per migliorare l'accesso ai dati nazionali sul debito pubblico.

Alcuni Stati membri, ad esempio, rendono pubblicamente disponibili anche dati nazionali dedicate contenenti informazioni dettagliate sul loro debito pubblico in essere.

Tutti gli investitori e le parti interessate possono accedere facilmente e gratuitamente a queste banche dati.

Infine, a livello dell'UE sono disponibili informazioni sui risultati economici e sulla situazione demografica che la Commissione pubblica tramite vari siti web e banche dati.

63. Le opinioni espresse dalla dottrina ed il rilievo del rating in giurisprudenza.

Il problema della responsabilità civile delle società di rating (CRA) non ha trovato una soluzione normativa¹⁰⁷ sino all'entrata in vigore del **Reg. (UE) N. 513/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, che ha introdotto l'artt. 36 bis, ter, quater, quinquies, sexies Sanzioni amministrative pecuniarie**

L'art. 36 bis stabilisce che Se il consiglio delle autorità di vigilanza dell'AESFEM, conformemente all'articolo 23 sexies, paragrafo 5, constata che un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza una delle violazioni elencate nell'allegato III, prende la decisione di imporre una sanzione amministrativa pecuniaria secondo il paragrafo 2. Si considera che una violazione sia stata commessa intenzionalmente da un'agenzia di rating del credito, se l'AESFEM scopre fattori oggettivi che dimostrano che l'agenzia

(Raccomandazioni sulla trasparenza delle statistiche sul debito, le operazioni relative al debito e le politiche per il debito pubblico), OECD Publishing, 2015.

¹⁰⁷ CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in Riv. hm. dir. econ., 2009, I, 291 ss., la quale, nel constatare il rinvio, da parte del legislatore comunitario, alle regole di responsabilità civile previste dai singoli stati membri, si duole della diversità di approcci che rischia di determinarsi in materia, con evidente pericolo di una c.d. *race to the bottom* tra gli ordinamenti nazionali.

di rating del credito o i suoi alti dirigenti hanno agito deliberatamente per commettere tale violazione.

In definitiva, nel 2011, il legislatore comunitario, a seguito degli effetti che l'oligopolio del rating aveva causato con la crisi globale del 2007, con il conseguente *cliff effects*, ha voluto tipizzare quelle condotte ritenute illecite da parte delle CRA sia a titolo di colpa che di dolo prevedendo per ciascuna di esse una sanzione pecuniaria.

Pur non disciplinando in modo diretto gli effetti delle condotte illecite, sotto il profilo della responsabilità, sia nei confronti degli enti esaminati, ma anche degli investitori che a causa di rating colpiti da sanzioni, sono stati indotti ad assumere scelte condizionate dalle condotte illecite delle CRA, le norme 36 bis e ter, rappresentano un indubbio passo in avanti.

La ricerca di profili di responsabilità derivanti dall'esercizio dell'attività di rating, in particolar modo nei confronti di soggetti diversi da quelli valutati, deve, comunque confrontarsi con il diritto comune¹⁰⁸.

Già l'avvento della disciplina di cui al Regolamento Europeo n. 1060/ 2009, introducendo numerosi obblighi di comportamento e di *governance* a carico delle società di rating, ha condizionato il compito dell'interprete.

Come ha osservato autorevole dottrina¹⁰⁹ a cui non sono mancate opinioni contrastanti¹¹⁰, *il problema della responsabilità civile non consiste nella scoperta del vero autore del fatto dannoso (alla quale, spesso, non sarebbe possibile pervenire in alcun modo), bensì nella fissazione di un criterio*

¹⁰⁸ PERRONE, *Le società di rating*, in *Le società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive. Atti del convegno internazionale di studi. Venezia, 10-11 novembre 2006*, Milano, Giuffrè, 2007, II. 1039. Sebbene l'A. scriva quando, a livello europeo, nazionale, era previsto alcun diritto speciale applicabile alle società di rating. l'odierna vigenza di regole specifiche di vigilanza e di condotta non muta la conclusione in materia di responsabilità civile.

¹⁰⁹ Cfr. Rodotà, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 1967, 74.

¹¹⁰ PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in Jus, 2009, 104, sul presupposto che ciò esporrebbe le società di rating a rischi eccessivi, a tal punto da scoraggiare il proseguimento dell'attività. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in Riv. dir. civ., 2009, 753; non avverte, invece, tale preoccupazione con riferimento, in generale, alla responsabilità di tutti i *gate keepers*.

grazie al quale si può sostituire l'attribuzione automatica del danno con una giuridica.

Già nel 2006, **PERRONE**¹¹¹, per disciplinare il fenomeno del rating e garantirne l'attendibilità, ipotizzo tre opzioni normative: 1) *l'imposizione di regole di trasparenza, che consentano di valorizzare il capitale reputazionale delle CRA*, 2) *la fissazione di specifiche regole di responsabilità civile*, 3) *il controllo pubblicistico da parte di un'autorità di vigilanza* (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati – **AESFEM** istituito con **Reg. (UE) N. 513/2011 che ha modificato l'art. 4 § 3 let. b del Reg. (CE) n. 1060/2009**).

Senza dubbio legislatore europeo, con il regolamento n. 1060/2009, ha inizialmente optato per il primo modello, per poi, con il **Reg. (UE) N. 513/2011 passare al terzo (con l'art. 4 § 3 let. b) e al secondo (con gli art. 36 bis, ter, quater, quinquies, sexies)**.

Soluzioni diverse sono state proposte in dottrina statunitense¹¹² che suggerisce il rimedio del c.d. *disclose or disgorge*, consistente nell'ancorare la misura dei rating all'accuratezza degli stessi, mediante la suddivisione del compenso delle CRA in più tranches (questione già affrontata nei § 24 e 39 del presente lavoro), in modo da subordinate la corresponsione di una di esse alla verifica, *ex post*, dell'effettiva capacità del giudizio omissso di individuare correttamente il merito di credito¹¹³.

Altra soluzione paventata dalla dottrina statunitense¹¹⁴, auspica la statalizzazione del business del *rating*, alternativamente mediante la creazione di un'entità a capitale pubblico che svolga le funzioni delle CRA¹¹⁵, ii) il cambiamento

¹¹¹Cfr. PERRONE, (nt. 104), 1036.

¹¹²Cfr. HUNT, Credit rating agencies and the "worldwide credit crisis": the limit of reputation, the insufficiency of reform and a proposal for improvement, in www.ssrn.com, 53 ss.

¹¹³Cfr. LISTOKIN, TAIBLESON, *if you misrate, then you lose: improving credit rating accuracy through incentive compensation*. *Yale journal on regulation*, 2010, 104 ss.

¹¹⁴Cfr. LYNCH, *Deeply and persistent conflicted: credit rating agencies in the current regulatory environment*, in www.ssm.com. 68 ss.

¹¹⁵Soluzione condivisa anche da GUDZOWKI, *Mortgage credit ratings and the financial crisis: the need for a state-run mortgage security credit rating us in Columbia business law rev.*, 2010, 118 ss.

del *business model* delle CRA esistenti, rendendo obbligato lo Stato al pagamento dei servizi di rating, iii) la concessione di benefici fiscali a quelle CRA che dimostrino, *ex post* l'accuratezza delle proprie valutazioni.

CERVONE¹¹⁶, critica aspramente le logiche di fondo del regolamento comunitario n. 1060/2009 ritenendo che esso sia atto ad innalzare barriere all'entrata nel mercato dei servizi di rating, nonché dia *l'impressione di certificare i rating* (Cfr. § 6 **Certificazione basata sull'equivalenza; il Reg. (UE) N. 513/2011 ha introdotto alla art. 5 del Reg. (CE) n. 1060/2009 la certificazione delle agenzie di rating**) *ed auspica l'implementazione a livello europeo delle regole di responsabilità civile, quali efficaci deterrenti alternativi alla regolamentazione pubblicistica* (cosa in effetti avvenuta sempre con **il Reg. (UE) N. 513/2011 con l'introduzione al Reg. (CE) n. 1060/2009 degli artt. 36 bis, ter, quater, quinquies, sexies**).

Con il presente studio si vuole, dunque ricercare i presupposti giuridici che consentano di ritenere civilmente responsabili, secondo l'ordinamento interno, le CRA in riferimento ai c.d. di **rating dannosi**¹¹⁷.

All'indomani dell'entrata in vigore del regolamento comunitario n. 1060/2009, parte della dottrina¹¹⁸ ha espresso dubbi sull'atteggiamento del legislatore europeo verso l'imposizione di regole di responsabilità civile a carico delle CRA.

In senso contrario¹¹⁹, viene portato ad esempio il tenore del considerando n. 10 del regolamento in questione, dove da un lato viene preso atto 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*.

Dall'altro, il legislatore comunitario ha posto quale priorità

¹¹⁶ Cfr. CERVONE, (nt. 103), 292

¹¹⁷ Cfr. BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in A.G.E 2012, 475 ss.

¹¹⁸ Cfr. BENEDETTELLI, v. nota precedente.

¹¹⁹ Cfr. PARMEGGIANI, *problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in Banca, impr. soc 2010, 49L-2.

del regolamento, la necessità di *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, e sorveglianza delle attività delle agenzie di rating del credito.*

È infine si conclude il 10° considerando con una raccomandazione: *Coloro che utilizzano i rating del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza dovuta prima di affidarsi a tali rating.*

Viene dunque auspicata una maggiore responsabilizzazione degli investitori nelle proprie scelte di investimento, le quali, dunque, non dovrebbero essere eccessivamente influenzate dai rating,

La giurisprudenza nazionale, peraltro, si è soltanto di recente confrontata con l'esistenza e la funzione delle società di rating, tuttavia affrontando il problema non sotto il profilo di un interesse *diretto*, bensì mediato¹²⁰.

In i giudizi di rating sono considerati perlopiù *dati di fatto* che devono formare oggetto della c.d. *informazione attiva*, ovvero l'informativa che gli intermediari devono fornire ai propri clienti all'atto della prestazione di un servizio di investimento, distinta dall'informativa (c.d. *informazione passiva*) che, contemporaneamente, i medesimi soggetti devono assumere dagli investitori¹²¹.

Come si legge nella sentenza del **Trib. Firenze, 6 luglio 2007**¹²²: *il rating costituisce un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata indicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi. L'intermediario pertanto ha il preciso obbligo di*

¹²⁰ Cfr. GIUSSANI, *Azioni collettive, danni punitivi e deterrenza dell'illecito*, in Maugeri, Zoppini (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 111 ss. in senso contrario Cfr. M. BARCELLONA, *Funzione compensativa della responsabilità (e «private enforcement» della disciplina antitrust)*, in Maugeri, Zoppini (a cura di), *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, Bologna, 2009, 66 s.)

¹²¹ D.lgs. n. 164 del 17 settembre 2007; 2004/39/CE (c.d. direttiva MIFID)

¹²² Consultabile in formato integrale sul sito www.ilcaso.it

segnalare al risparmiatore in modo non generico ed approssimativo la natura dell'investimento alla stregua della valutazione operata dalle maggiori agenzie di rating trattandosi di dato che costituisce fatto idoneo a influenzare in modo rilevante il processo decisionale dell'investitore.

Trib. Prato 11 maggio 2006; Trib. Catania 5 maggio 2006; Trib. Cagliari 2 gennaio 2006; Trib. Pinerolo 14 ottobre 2005¹²³.

Le sentenze richiamate pongono il rating come elemento influente sulla decisione degli investitori; per la stessa ragione, il rating può rappresentare elemento inquinante il processo decisionale e per ciò stesso strumentalizzabile dall'emittente e dall'intermediario.

Secondo il **Trib. Torino, 26 luglio 2010¹²⁴**: *deve ritenersi sufficiente all'assolvimento dei doveri informativi gravanti sull'intermediario la comunicazione del rating relativo allo strumento finanziario oggetto di negoziazione, qualora l'investitore sia persona in grado di conoscere il concetto di rating e di comprendere il significato delle sigle a tal fine attribuite dalle società specializzate.*

Secondo la sentenza Torinese, la comunicazione del rating, seppur sintetica, assolve l'intermediario da altri obblighi di informazione attiva: tuttavia, secondo i giudici piemontesi, è necessario informare l'investitore del significato dei simboli utilizzati dalle CRA (obbligo che, a seguito del regolamento comunitario n. 1060/ 2009, grava sulle medesime società di rating), e del *concetto di rating*, ovvero mettere in guardia il proprio cliente dai *limiti* dei giudizi delle CRA.

Un altro orientamento giurisprudenziale, esclude, invece che gli operatori del mercato possano percepire il rischio connesso ad uno strumento finanziario con un rating favorevole, è il caso deciso dal Trib. Venezia, 5 novembre 2009¹²⁵ che ha affrontato il caso in cui parte attrice aveva chiesto la restituzione o, in subordine, il risarcimento del danno subito per aver acquistato obbligazioni Lehman Brothers, a seguito del relativo default: in un passaggio della motivazione, si legge: *non può rimproverarsi*

¹²³ Consultabili in formato integrale sul sito www.ilcaso.it

¹²⁴ Consultabile in formato integrale sul sito www.ilcaso.it

¹²⁵ In Contratti, 2010, 221 ed in Resp. civ., 2010, 272.

alla banca di non aver previsto il default della Lehman Brothers se neppure le agenzie di rating lo hanno previsto.

La casistica accennata consente di ricavare che: le società di rating sono dotate di una capacità di individuare il merito di credito ineguagliabile da parte di altri *partecipanti al mercato* (per usare la terminologia del regolamento comunitario 1095/2010), ma anche che questi ultimi, per scelte imprenditoriali, ritengono preferibile delegare in toto tale compito alle CRA, di cui si limitano a recepire le indicazioni.

Le corti nazionali hanno poi affrontato anche l'ipotesi della responsabilità civile delle società di rating, relativamente al rapporto esistente tra la società emittente e la CRA che abbia valutato i titoli dalla prima emessi.

Sul punto si richiama la pronuncia del **Tribunale di Milano il 1° luglio 2011**¹²⁶, nel procedimento promosso dalla Parmalat S.p.A. e dalla Parmalat Finanziaria S.p.A. in amministrazione straordinaria contro, tra gli altri, Standard & Poor s. per il risarcimento dei danni derivati alle società ed ai creditori concorsuali dall'inadempimento alle obbligazioni nascenti dai contratti di rating stipulati dalle attrici *in bonis*, perché l'elaborazione di rating eccessivamente ed irragionevolmente lusinghieri, avrebbero prolungato la permanenza sul mercato delle società emittenti.

In relazione, all'acquisto di obbligazioni Cirio, la **Cassazione Civ., 9.2.2016, n. 2535** ha affermato che *“la banca intermediaria ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione 'in concreto' sulla natura e le caratteristiche del titolo, il suo emittente, il rating nel periodo di esecuzione dell'operazione ed eventuali situazioni di grey market o di default. Tali informazioni economiche sono tanto più necessarie laddove il crollo delle obbligazioni è imminente, al momento in cui l'ordine di acquisto è emesso dai clienti.*¹²⁷

Le domande poste dagli attori erano riconducibili nell'alveo della **abusiva concessione di credito**¹²⁸.

¹²⁶ Consultabile in formato integrale sul sito www.ilcaso.it, pubblicata altresì su Società, 2011, 1444, con nota di GIUDICI.

¹²⁷ In tal senso Tribunale di Pistoia, 10.10.2018: ilcaso.it

¹²⁸ Cfr. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggiata l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?* in Società 2011, 1454.

Il Tribunale Milanese, che ha ritenuto sussistente la responsabilità contrattuale della CRA per l'inadempimento agli obblighi nascenti dal contratto di rating, ha, nella sua motivazione ripercorso le fasi del procedimento di emissione del rating (pagg. 24-30 della sentenza).

La Corte Ambrosiana, ha dunque ritenuto la condotta della CRA negligente nello svolgimento del proprio incarico professionale riguardo alle regole metodologiche e tecniche elaborate, utilizzate e pubblicizzate dalla stessa società di rating (si veda § 4, 10, 11, 17, 42).

Da precisare tuttavia che il Tribunale di Milano, pur riconoscendo l'inadempimento contrattuale della CRA e quindi condannando quest'ultima alla restituzione dei compensi pagati dalla committente, non ha accolto né la domanda di risarcimento dei danni subiti dalla società per l'aggravio della relativa esposizione debitoria¹²⁹ (non ritenendo provato il nesso causale tra la condotta negligente della CRA e l'aumento in numero e mole delle emissioni obbligazionarie) né quella per i danni subiti dagli obbligazionisti (per carenza di legittimazione attiva).

Come già sopra ampiamente esposto, l'attività di rating è rivolto a tutti gli enti pubblici e privati che ne facciano richiesta, rating che potrà essere emesso sia per valutare lo stato di salute dell'ente stesso che per valutare uno strumento finanziario che vuol o che ha già creato (si veda § 5).

Esiste poi la possibilità che una società di rating decida di assegnare un rating ad un ente pubblico o privato senza aver ricevuto un apposito incarico (c.d. *unsolicited rating* – si veda il § 41)).

Ci sono poi soggetti che usufruiscono dei giudizi di rating per effettuare le proprie scelte di investimento, tra cui coloro che per legge, deve tener conto dei rating a fini prudenziali; coloro che si affidano alle valutazioni espresse dalle CRA per libera scelta, registrandosi sul sito internet di una o più società di rating; ed infine coloro che apprendono dell'esistenza di un determinato rating da fonti terze come è il caso dell'intermediario.

A questo punto, una volta atteso che il *contratto tra la rated entity e la CRA, può essere oggetto di inadempimento e*

¹²⁹Cfr. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Conir. e impr.*, 2012, 181 ss.

*quindi di responsabilità, da inadempimento¹³⁰, rimane da affrontare la difficoltà di individuare in cosa consista l'inadempimento stesso, considerando che a dover essere valutato è il **merito di credito**.*

*Appare, ancor più complessa l'ipotesi dei **solicited rating** che non presuppone alcun rapporto contrattuale tra la **rated entity** e la CRA.*

*In entrambi i casi, però, la responsabilità della CRA sussisterebbe nei confronti di soggetti individuabili **ex ante** e **ipoteticamente danneggiati dal rating**, che autorevole dottrina, ha distinto tra **terzi prossimi** e **terzi remoti**¹³¹, (ad esempio possono essere gli emittenti i cui strumenti finanziari sono valutati dalla CRA).*

Tale distinzione trova la sua origine nel linguaggio degli analisti finanziari che, ma può comunque utile a delimitare, con qualche aggiustamento, il campo dei soggetti interessati dall'azione delle CRA.

*Secondo MAZZONI rientrano tra i **terzi prossimi**, le banche, gli investitori istituzionali e "le persone fisiche con grandi disponibilità finanziarie che curano direttamente i propri investimenti": tutti soggetti, dotati di particolare professionalità, che l'analista sa o dovrebbe sapere che operano in simbiosi informativa con la **rated entity**.*

*I **terzi remoti**, invece, sono rappresentati dal resto del pubblico indistinto degli utilizzatori dei giudizi degli analisti finanziari.*

La dottrina resta divisa tra chi è a sostegno di una responsabilità delle CRA e chi ne nega la sussistenza¹³²,

¹³⁰Cfr. CAPRIGLIONE, I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? in ANTONUCCI, PARACAMPO (a cura di), *La distribuzione di prodotti finanziari, bancari ed assicurativi*, Bari, 2008, 61.

¹³¹Cfr. MAZZONI, Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari, in A.G.E., 2002, 213 ss.

¹³² Cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in Giur. comm., 2010, I, 121 ss; PARMEGGIANI, (nt. 4), 459 ss.; SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in N. leggi civ., 2010, 311 ss.; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in Contr. imp., 2011, 764 ss.; ROMANO, *Le agenzie di rating del credito: fenomenologia e regolamentazione*, su www.archivioceradi.luiss.it. Cfr. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli*

SACCO¹³³, a sostegno della sussistenza della *responsabilità aquiliana* delle CRA nei confronti degli investitori, da un lato richiama il principio, ricavabile dall'ordinamento, secondo cui va tutelato l'interesse degli investitori a ricevere *informazioni corrette e veritiere*; dall'altro, con riferimento alla medesima fattispecie concreta, si riferisce alla *responsabilità per valutazioni inesatte*.

Molti studiosi, in mancanza di un contratto di abbonamento e di una forma di accordo tra investitori e società dirating, non ritengono ipotizzabile, la sussistenza di una responsabilità: è innanzitutto pacifico, sostiene **PARMEGGIANI** *che tra agenzia di rating e l'investitore non esiste alcun legame contrattuale* e sostiene che nell'ipotesi in cui la domanda di risarcimento sia avanzata da un investitore, *nessun vincolo di natura contrattuale lega l'agenzia di rating all'attore, quindi ovviamente l'ipotesi della responsabilità contrattuale andrà preventivamente accantonata*¹³⁴.

Altri studiosi come **FACCI** sostengono che *il procedimento di valutazione del rischio è per sua natura un processo previsionale di natura prospettica, incerto e dotato di elevati margini di discrezionalità, che potrebbe condurre ad una valutazione non corretta delle relative probabilità di default*¹³⁵.

Sia parte della dottrina che della giurisprudenza (si veda quella richiamata nel § precedente) ritiene che il carattere valutativo e prognostico dei giudizi di rating, possa configurare la responsabilità dei soggetti di cui si discute per **diffusione di informazioni non corrette al mercato**.

Condivide tale tesi **SACCO**¹³⁶ secondo il quale, *da un lato indica tra i requisiti comuni ai giudizi di rating proprio la natura prognostica degli stessi e, dall'altro, ritiene altrettanto*

investitori, Napoli, Esi, 2011 e Di DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*. Padova, Cedam, 2012.

¹³³ V. nota 128.

¹³⁴ V. n. 128, PARMEGGIANI, (nt. 14), 150. In tal senso anche Cfr. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in Resp. civ., 2008, 648.

¹³⁵ Cfr. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in Contr. imp., 2008, 174 ss.; FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in Resp. civ., 2007, 679 ss.

¹³⁶Cfr. SACCO GINEVRI, (nt. 128), 295

propria dei medesimi la natura di informazione derivata, tale essendo quell'informazione non proveniente dagli stessi emittenti, ma da soggetti terzi.

PARACAMPO, ritiene che la caratteristica precipua dell'informazione "derivata" è la sua non gratuità; in ciò, quindi, dovrebbe cogliersi un'ulteriore differenziazione nella categoria dei gate-keepers, tra coloro i quali forniscono informazioni al mercato senza ottenere in cambio un corrispettivo e coloro che, invece, vendono informazioni¹³⁷.

Le opinioni sulla natura della responsabilità delle società di rating nei confronti degli investitori, si dividono tra i sostenitori dell'opzione extracontrattuale (maggioritaria), per lesione dell'affidamento riposto nei giudizi di rating, e quella che identifica il comportamento lesivo della CRA come un inadempimento di obbligazioni di fonte legale, ma senza prestazione contrattuale.

Sulla tesi della *responsabilità extracontrattuale* **MARIANELLO** ritiene: *pur dando conto della possibilità di ritenere le società di rating responsabili nei confronti dei terzi per inadempimento ad obblighi di diligenza professionale, al cui rispetto non sono tenute soltanto in virtù della preesistenza di un contratto, ma anche per lo status che rivestono all'interno del mercato e per l'affidamento che sono in grado di ingenerare, opta, poi, per l'opzione aquiliana, motivandone, però, la configurabilità in base a presupposti analoghi*¹³⁸.

Secondo **MARIANELLO** è dalla *lesione dell'affidamento*, che sorgere la responsabilità in capo alle CRA per rating inesatti o per mancato aggiornamento di rating esistenti.

Anche **FACCI**, sostiene la validità della responsabilità extracontrattuale precisando tuttavia che: *è più esplicito nel chiarire le ragioni per cui, pur condividendo l'esistenza di un affidamento tutelabile ingenerato dalle CRA, esclude la praticabilità della responsabilità per inadempimento (c.d. da contatto sociale): mancherebbe, in altre parole, lo status di protezione protetta in relazione all'attività di emissione dei*

¹³⁷Cfr. PARACAMPO, L'informativa finanziaria derivata. Ruolo e responsabilità degli analisti finanziari, Bari, Cacucci, 2008, 108 ss.

¹³⁸MARIANELLO, La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, in Resp. Civ. 2008, 648.

*rating, che, appunto, impedirebbe l'applicazione dei principi adottati dalla giurisprudenza pronunciata in tema di obbligazione senza prestazione*¹³⁹.

Si deve comunque rilevare la generale sfiducia sulla possibilità di un'azione risarcitoria promossa da un investitore contro una CRA, anche se in astratto alcuni autori non lo escludono¹⁴⁰.

64. Rating / informazione: differenze. La responsabilità del revisore

Sulla base dei brevi cenni giurisprudenziali e dottrinali in merito alla possibilità di individuare la responsabilità delle CRA appare doveroso fare alcune riflessioni sulla **natura del rating e quindi sulla relativa corrispondenza con il concetto di informazioni**.

Se si accetta la definizione di *informazione* ovvero ciò *che, essendo rappresentativo della realtà, è suscettibile di essere comunicato*¹⁴¹, il *rating* non si può rappresentare della realtà presente, ma piuttosto un **giudizio prognostico di una ipotetica realtà futura**.

È altrettanto vero, tuttavia che l'attività delle CRA **amplia il contenuto della trasparenza e quindi assume una funzione importante nella riduzione delle asimmetrie informative**.

ROMANO¹⁴² ha condivisibilmente osservato che la trasparenza non si realizza solamente attraverso la diffusione di informazioni ma anche attraverso la prestazione al mercato di un servizio di segnalazione (*signalling*) consistente in un **processo analitico di raccolta ed elaborazione di dati finanziari e non**, per cui l'elaborazione dei rating non corrisponde alla diffusione

¹³⁹FACCI, Le agenzie di rating, (nt. 131), 174 e ss.

¹⁴⁰Cfr. PARMEGGIANI, (nt. 130), 152 e PICARDI, Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari in Riv. Sir. Civ. 2009, 755; Cfr. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, 416; CERVONE, *Riflessioni per una indagine sulle agenzie di rating* in Riv. Tri, dir. Econ., 2009, I, 291 ss.

¹⁴¹ Cfr. ZENO-ZENCOVICH, Voce Informazione (profili civilistici), in Digesto dei disc. priv., sez. civ., IX, 421.

¹⁴² Cfr. ROMANO, (nt.128), 7.

di informazioni, tuttavia, come sostenuto da FANTETTI¹⁴³, *la valutazione del merito di credito inesatta od errata comporta la responsabilità della società di rating.*

Sostiene PARMEGGIANI, **la responsabilità delle società di rating nei confronti degli investitori è esclusivamente aquiliana**, e la condotta è riconducibile alla **diffusione di informazioni inesatte**, ovvero all'emissione di **giudizi non veritieri**.

PARMEGGIANI¹⁴⁴ basa la sua tesi prendendo come riferimento la **responsabilità del revisore**, sancita da **Cass. 18 luglio 2002, n. 10403**¹⁴⁵.

A parere di chi scrive, è condivisibile la tesi del la responsabilità extracontrattuale nei confronti di terzi nel caso in cui la condotta lesiva sia stata posta in essere in esecuzione di un contratto in virtù dall'obbligo di *neminem laedere* posto dall'**art. 2043 c.c.** a carico anche delle parti di un contratto e nei confronti di terzi (**Cass. nn. 7186/87, 3801/91 10956/96, 3146/98**).

Agli effetti della responsabilità aquiliana delle società di revisione non rileva il carattere obbligatorio o volontario di questa, e la stessa responsabilità è globalmente ed unitariamente disciplinata **dall'art. 2043 c.c.** e dalla legislazione speciale.

La violazione degli **artt. 2055 1304 1175 e 1375 c.c.**, nonché gli eventuali vizi di motivazione rilevano ai fini del danno da valutare esclusivamente con riferimento alla posizione soggettiva del danneggiato.

Non v'è dubbio, in primo luogo, che la responsabilità solidale, prevista dall'**art. 2055 c.c.**, richieda l'unicità del danno

Va condotta con riferimento alla posizione del danneggiato a cui favore è stabilita la **solidarietà**, senza che invece rilevi la pluralità delle azioni od omissioni, poste in essere dai danneggianti ed integranti illeciti civili (vedasi in tal senso, da ultimo, **Cass. n. 7507 del 2001, che perviene a tale conclusione sulla base del diverso modo di disporre degli artt. 2043 e**

¹⁴³ Cfr. FANTETTI, Titoli Lehman Brothers e responsabilità della banca, in Resp. civ., 2010, 277.

¹⁴⁴ Cfr. PARMEGGIANI, (nt. 130), 151.

¹⁴⁵ In Giur, it., 2003, 672.

2055 c.c.).

A questa convinzione, non consegue affatto l'impunità di cui le stesse società di rating, con l'avallo della giurisprudenza statunitense¹⁴⁶, hanno beneficiato.

Dall'impossibilità di ritenere che l'attività tipica delle CRA consista nel diffondere informazioni discende l'inutilizzabilità dei modelli che l'ordinamento ha apprestato per le varie ipotesi di responsabilità derivate dalla diffusione di informazioni economiche inesatte.

Altrettanto discusso è il convincimento secondo cui, le uniche ipotesi in cui le società di rating contrattualizzino i propri rapporti consistano da un lato nell'accordo con una *ratedentity* oppure, nell'altro nel contratto di abbonamento concluso con un investitore.

In effetti, le tre maggiori CRA non consentono che i contenuti principali dei rispettivi siti internet siano accessibili ad una platea indistinta di soggetti, ma riservano la relativa consultazione ai soli soggetti che accettano di "registrarsi"; più precisamente, salvo trascurabili eccezioni¹⁴⁷, per poter avere accesso ai rating correnti, alle c.d. *current ratings news* ovvero ai dettagli relativi ai rating pubblicati nell'ultima settimana, alle *watchlists* vale a dire gli elenchi delle *ratedentities* sotto osservazione e perfino alla descrizione delle metodologie adottate nei processi di rating, occorre la previa accettazione, secondo modalità ampiamente invalse nella contrattazione online¹⁴⁸, di *accordi d'uso*, il cui contenuto contrattuale sembra difficilmente negabile; più precisamente, sembra potersi

¹⁴⁶ Un'analitica disamina delle pronunce maggiormente rilevanti delle corti d'oltreoceano è contenuta in DRIGO, La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 514 ss. Primi, timidi segnali di cambiamento, in attesa che le regole di responsabilità introdotte col Dodd-Frank Act trovino riscontro presso le Corti statunitensi, si erano registrati in riferimento ai rating di prodotti non destinati ad essere collocati, almeno in prima battuta, presso il pubblico (rating che, dunque, non potevano ritenersi equiparabili alle informazioni ed opinioni espresse dalla stampa specializzata e, perciò, non potevano beneficiare della protezione costituzionale in tema di libertà di opinione): cfr. PARMEGGIANI, (nt. 130), 789-90.

¹⁴⁷Standard & Poor's, ad esempio, rende immediatamente visibili i rating attribuiti a Stati sovrani.

¹⁴⁸Cfr. ZOPPINI, La conclusione dei contratti su internet, in <http://www.jei.it/approfondimenti/giuridici/notizia.php?IDarticoli-87>.

configurare, in tali casi, un'ipotesi di contratto unilaterale, ovvero di contratto con obbligazioni a carico di una parte sola: ad esempio, depone il tenore dell'art. 20 dell' *Accordo di utilizzo* che **Moody's** sottopone all'accettazione di tutti gli interessati alla consultazione dei rating di sua produzione unitamente al fatto che la registrazione al sito non prevede il pagamento di alcun corrispettivo: ***le presenti Condizioni di Utilizzo contengono la totalità delle pattuizioni tra Voi e Moody's in relazione all'utilizzo da parte vostra dei materiali disponibili sul Sito'', da cui si ricava che l'unica prestazione pattuita è quella della CRA, che rende disponibili sul sito certi "materiali.***

Diverso è, invece, il caso, pure previsto in tali accordi, in cui tra le parti vigano separate, ulteriori condizioni contrattuali (l'obbligo per l'utilizzatore di pagare un corrispettivo) per l'utilizzo di determinati contenuti *speciali* del sito.

La società di rating pone gratuitamente a disposizione dei soli soggetti che accettano il contenuto di tali accordi i prodotti e le informazioni di cui sopra, dichiarando di aver ottenuto *tutte le informazioni che pubblica sul sito da fonti che considera precise e attendibili*¹⁴⁹.

Ad esempio, il già citato *accordo di utilizzo di Moody's* che, in premessa, così chiarisce agli interessati: *Se non accettate questi termini e condizioni, Moody's Investors Service Inc, Moody's Analytics e le loro controllate non vi possono concedere il diritto di utilizzare il contenuto di uno qualsiasi dei siti web riportati sotto, ed ancora cliccando su ACCETTO, riportato in calce a questo documento, indicate di aver capito e compreso che questi termini e condizioni rappresentino l'equivalente legale di un contratto firmato per iscritto e ugualmente vincolante e che accettate di esserne vincolati.... Questo accordo di utilizzo contiene i termini, le pattuizioni, le condizioni e le disposizioni alle quali voi potete accedere al Sito ed utilizzarne i contenuti, che comprendono i rating ed altri pareri pubblicati sul sito.*

Per quanto appena sostenuto si può concludere che i soggetti compresi nella terza categoria possono suddividersi in due soli sottoinsiemi: i) coloro che, a prescindere dal pagamento o meno

¹⁴⁹Cfr. il citato *Accordo di utilizzo* di Moody's.

di un corrispettivo, sottoscrivono i predetti accordi ed ottengono accesso ai contenuti dei siti delle CRA, nei quali sono pubblicati i rating, ii) coloro che vengono a conoscenza dei rating per altre vie.

Così delineata la categoria degli investitori che usufruisce dei servizi delle CRA, appare evidente che il sottoinsieme di coloro che sono legati alla società di rating da un contratto si è ampliata, includendo anche alcuni soggetti che non hanno pagato alcun corrispettivo per l'accesso ai rating pubblicati su internet; insomma, non tutti gli investitori sono *terzi* nei confronti delle società di rating: **e ciò a prescindere dalla sottoscrizione o meno di un abbonamento.**

65. La responsabilità da inadempimento contrattuale nei confronti degli utilizzatori di rating abbonati e/o registrati.

Il **Tribunale di Milano**¹⁵⁰ ha definito il rating come *l'opinione espressa da un'organizzazione indipendente, detta agenzia di rating, sulla capacità di un emittente o di un'emissione di far fronte ai propri impegni finanziari (pagamento di interessi e rimborso del capitale). 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 del debitore*¹⁵¹.

Da tale definizione si ricava che l'agenzia di rating effettua una **valutazione indipendente** sul rischio di credito dell'emittente strumenti finanziari, **esprimendo una**

¹⁵⁰ Tribunale Milano, sezione VI, 1° luglio 2011, n. 8790 Giud. Brat – Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. c. The McGraw-Hill Companies e altri.

¹⁵¹ L'art. 3, 1° co, lett. a, Reg. CE 16.10.2009, n. 1060, definisce il rating come «un parere relativo al merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito». Per la disamina di tale regolamento si rinvia a Mau. DE BELLIS, La nuova disciplina europea delle agenzie di rating, in *Giornale dir. amm.*, 2010, 453 ss.; SACCO GINEVRI, Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività, in *Leggi civ. comm.*, 2010, 291 ss.

valutazione sintetica sull'affidabilità creditizia nel breve periodo (di regola inferiore all'anno) **oppure nel medio/lungo termine**, é sul rispetto delle clausole contrattuali regolanti la complessa struttura giuridica dell'intera operazione¹⁵².

Come condivisibilmente ha chiarito **E. MONTI**: *Le imprese avranno infatti sempre l'esigenza di far pervenire nel migliore dei modi notizie al mercato, circa la propria situazione finanziaria e la reale rischiosità dei propri progetti, attraverso informazioni complete e canali appropriati. Va però osservato come gli intermediari, e principalmente le banche, nello svolgimento delle loro attività si riservino, in via esclusiva, l'accesso e la gestione delle informazioni. Queste ultime, di fatto, diventano un patrimonio dell'attività dell'intermediario, che fonda gran parte del suo successo proprio sulla qualità di tale patrimonio. Così operando, le banche possono essere considerate dealers informativi, dato che trasmettono le informazioni al mercato solo indirettamente, per mezzo della loro attività di investimento. L'auspicato sviluppo degli strumenti di finanza diretta è invece legato anche alla esistenza di operatori diversi dagli intermediari, i quali – in veste di veri e propri brokers dell'informazione – si occupino essenzialmente di produrre notizie per il mercato senza essere in nessun caso coinvolti nel processo di finanziamento*¹⁵³.

Come è stato autorevolmente¹⁵⁴ sostenuto: *«In un mercato aperto, come quello monetario o finanziario, in cui l'incontro tra domanda e offerta può avvenire in molti modi e sotto diversi assetti istituzionali, la centralità dell'informazione nel determinare l'essenza stessa dei fatti economici è evidente. I prodotti oggetto di transazione in tali mercati, per poter essere scambiati, devono essere definiti e la valutazione del rischio, che è l'essenza delle decisioni di investimento, presuppone la disponibilità di informazioni. L'indisponibilità di alcune notizie spinge ad impegnare tempo e denaro per ottenerle; l'asimmetria informativa causa distorsioni nell'attività economica, che*

¹⁵² MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Roma, 2004, 40 ss.

¹⁵³ E. MONTI, in *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?* Milano, 1996, 7.

¹⁵⁴ PIVATO, in *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, Milano, 1995, 18 ss.

possono portare il mercato a bloccarsi, cioè a non dar luogo a scambi, sebbene possano avere utilità marginale positiva. Nell'ambito dei mercati finanziari, l'esigenza di assicurare agli operatori un'informazione adeguata e il più possibile realistica ha portato all'adozione di una varietà di soluzioni: dai meccanismi per la formazione dei prezzi e la quotazione dei titoli, alle regole sulla trasparenza; dalle società di rating e di certificazione, agli organi di supervisione e controllo, alle attività di analisi e di consulenza. Per quanto sufficienti, tali meccanismi non riescono sempre ad offrire soluzioni complete ed efficaci. L'efficienza allocativa richiede allora il ricorso a intermediari, le cui diverse specializzazioni sono altrettante soluzioni di problemi informativi: infatti è loro demandata anche la funzione di generare, a costi accettabili, notizie sufficienti sulla situazione economica dell'impresa da finanziare.

È dunque evidente, l'esigenza di addivenire ad una sempre più completa trasparenza dei mercati, aspetto di rilevante importanza in un contesto finanziario globalizzato, che si deve caratterizzare concreto superamento delle numerose asimmetrie informative esistenti tra i soggetti ivi operanti (*disclosure of informations*), allo scopo di accelerare il processo di disintermediazione creditizia attualmente in corso.

Di questo avviso, SALA¹⁵⁵: *È assai importante che il potenziale finanziatore imponga un processo analitico di formulazione del rating, in modo da disporre di una valutazione il più possibile razionale e affidabile delle probabilità di ottenere il rimborso del finanziamento erogato. In questo modo il finanziatore può minimizzare i fenomeni di sofferenze ed insolvenze e massimizzare la redditività e la qualità del proprio portafoglio impieghi. Le fasi della costruzione di un modello di rating sono sostanzialmente quattro: individuazione degli indici sui quali fondare un giudizio di affidabilità creditizia. Tali indici, combinati tra loro, dovranno essere in grado di esprimere la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni finanziari, prendendo in considerazione gli aggregati di bilancio più significativi allo scopo. Gli indici valuteranno aspetti economico-finanziari strettamente connessi con il*

¹⁵⁵ M. SALA, *Analisi di bilancio, rating e valutazioni*, Milano, 1997, 163 ss.

rischio di insolvenza: la solidità patrimoniale, la capacità di generazione di flussi operativi e di cassa in rapporto agli oneri da sostenere, la variabilità dei margini nel tempo; individuazione degli intervalli entro i quali i risultati di tali indici dovranno posizionarsi per determinare un punteggio più o meno elevato (credit scoring); individuazione dei punteggi minimo e massimo: naturalmente maggiore è il punteggio massimo attribuibile, maggiore sarà il peso relativo che caratterizzerà quell'indice; scelta di una tabella di conversione del punteggio totale (ottenuto dall'applicazione dei vari indici) in un codice sintetico espressivo dell'affidabilità del soggetto analizzato. Tale codice potrà essere una lettera (A, B, C), un insieme di lettere (AA, AB, BB, ecc.), una combinazione di lettere e numeri (A1, A2, A3, ecc.), una combinazione di lettere e segni (AA+, BB-, ecc.). È essenziale in ogni caso che venga definita una successione di codici corrispondenti a classi di affidabilità crescenti o decrescenti. L'uso di numeri e lettere è in questo senso assai funzionale; l'inserimento di + e - permette di graduare più finemente la scala prescelta. Tutte e quattro le fasi individuate richiedono un notevole sforzo analitico ed empirico.

Quanto detto porta a ritenere indispensabile il rating all'interno delle operazioni di finanza strutturata, in quanto l'idoneità del giudizio valutativo trae il proprio fondamento da previsioni statistico-attuariali fondate su parametri di natura prospettica, caratterizzati dall'analisi minuziosa di indici qualitativi (*business risk*) e/o quantitativi (*financial risk*) presi a riferimento.

Come osservato da **ALBISETTI**¹⁵⁶: *L'analisi di bilancio del debitore rappresenta la componente centrale del processo di valutazione tradizionale. Tuttavia, esiste da tempo un ampio consenso tra gli accademici, e in genere nella comunità finanziaria, che essa non è sufficiente per formulare un giudizio completo sul futuro andamento dell'impresa: è essenziale dunque acquisire una conoscenza approfondita dei fatti che lo influenzano, piuttosto che soffermarsi troppo a lungo sui problemi finanziari del passato. È la prestazione futura dell'azienda che determinerà la capacità di rimborso dei*

¹⁵⁶ R. ALBISETTI, Finanza strutturata, Milano, 2000, 14.

prestiti. Essa è funzione in larga misura di elementi interni ed esterni di varia natura. I risultati finanziari del passato forniscono informazioni importanti sul valore dell'attività dell'azienda, sull'uso dei suoi fattori produttivi, sull'efficienza della gestione, ma non sono indicativi della capacità di generare profitti e flusso di cassa nei prossimi anni. Il confronto iniziale tra gli indici finanziari dell'azienda e quelli medi del settore industriale in cui essa opera fornisce un indicatore importante della sua prestazione passata rispetto ai concorrenti, ma per prevederne il comportamento futuro sul mercato occorre valutare tanto fattori interni, come le strategie di sviluppo di prodotto, l'età degli impianti e le relazioni industriali, quanto fattori esterni ed ambientali, come il comportamento della concorrenza, la congiuntura del settore e lo stato dell'economia del Paese.

Per il Tribunale di Milano il **business risk** è la posizione dell'azienda nel suo settore di riferimento e sul mercato, mentre il **financial risk** rappresenta la valutazione della posizione finanziaria attuale e prospettica dell'azienda stessa.

Mentre la valutazione del **business risk** è un'analisi prettamente qualitativa e statica, caratterizzata al contesto economico e di mercato nel quale opera l'impresa, al fine della determinazione del livello di rischio operativo dell'azienda, il **financial risk** si fonda invece sull'uso di strumenti quantitativi, ed in particolar modo di indici finanziari, tra i quali: l'analisi dei principi contabili; l'analisi della politica finanziaria; l'analisi della redditività; l'analisi della struttura del capitale e dell'indebitamento finanziario; l'analisi della struttura del cash flow.

La questione che a questo punto necessita un chiarimento è se i contratti intercorsi tra i committenti e la società di rating devono essere ricondotti nell'alveo della tipicità negoziale oppure se le medesime presentino peculiari caratteristiche di atipicità.

In relazione a tale profilo, il Tribunale Milano, sezione VI, 1° luglio 2011, n. 8790, ha correttamente ricondotto il contratto di rating all'interno della prestazione d'opera professionale in quanto si fonda sulla sussistenza di un rapporto di carattere fiduciario tra il committente e l'agenzia incaricata, la quale è tenuta al rispetto, nell'esercizio della propria discrezionalità

tecnica, di una serie di **regole di settore** (c.d. *standards*) e delle relative norme deontologiche.

Come ha fatto notare **FACCI**¹⁵⁷: *le agenzie di rating esulano dall'ambito delle tradizionali professioni protette, considerando tra l'altro che l'attività degli analisti finanziari è una professione libera; tuttavia è indubbio che le agenzie possiedono uno status particolare che genera un notevole affidamento nei terzi sulla corretta esecuzione della prestazione. In questo senso, depone non solo il carattere fortemente oligopolistico dell'industria del rating, ma anche il fatto che la sopravvivenza di un'agenzia – come si è già rilevato – dipende proprio dalla reputazione che si è conquistata sul mercato per l'attendibilità e l'affidabilità del suo operare; senza contare, poi, il ruolo istituzionale delle agenzie di rating, in considerazione della crescente importanza del mercato delle obbligazioni private e del fatto che, ai giudizi delle agenzie, è riconosciuto un sempre più esteso riconoscimento all'interno delle regolamentazioni, oltre che delle prassi, dei mercati finanziari.*

A seguito delle intervenute modifiche legislative¹⁵⁸, la forma societaria non può ritenersi incompatibile con l'esercizio di una professione intellettuale in quanto non si pone in aperto contrasto con il fondamentale principio della personalità della prestazione.

Come autorevolmente chiarito da **CASADEI**¹⁵⁹: *un'interpretazione funzionale del concetto di personalità della prestazione sembra consentire la possibilità che parte del contratto d'opera intellettuale sia una struttura complessa. In effetti, questa interpretazione è sensibile alle esigenze della moderna economia professionale. Del resto, vi è da riconoscere che quando il legislatore prevede la possibilità che l'attività professionale – anche quella protetta – venga esercitata in*

¹⁵⁷ FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 323.

¹⁵⁸ La l. 11.2.1994, n. 109 (c.d. «legge Merloni») consente la costituzione, anche sotto forma di società di capitali, di società di progettazione costituite tra professionisti (c.d. «società di engineering»). L'art. 24, l. 7.8.1997, n. 266 (c.d. «legge Bersani») ha abrogato l'art. 2, l. 23.11.1939, n. 1815, che vietava l'esercizio dell'attività professionale in forma societaria.

¹⁵⁹ D. CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, Milano, 2000, 28 ss.

forma societaria, in qualche modo già reinterpreta il concetto di ‘fiducia’, adattandolo alle esigenze di organizzazione che in determinati settori professionali si vengono a manifestare. Pur tuttavia, e non negando affatto che in tali casi si possa instaurare una relazione fiduciaria tra l’organizzazione che assume l’obbligo di eseguire la prestazione professionale e il beneficiario della prestazione, rimane che la prestazione dedotta in contratto sarà pur sempre un servizio o un bene prodotto da un soggetto organizzato ad impresa. È questo che impedisce di qualificare d’opera il contratto: il prestatore è un imprenditore, il servizio prodotto non può che essere imputato all’impresa e, per ciò, non può trattarsi di opera intellettuale.

66. I doveri di informazione ed indipendenza da parte dell’advisor

È essenziale per poter procedere a valutare la condotta delle CRA i concreti doveri di comportamento facenti capo all’*advisor*, in quanto le prestazioni oggetto del contratto con il committente sono rappresentate da una serie di attività **connesse ed inscindibili**, riconducibili ad una pluralità di doveri di comportamento¹⁶⁰.

In questo senso è stato rilevato che questa fattispecie di responsabilità *postula un collegamento, eventualmente ricostruibile ex post, tra chi fornisce l’informazione e i terzi destinatari dell’informazione secondo il canone della ragionevole prevedibilità. Il collegamento intercorre tra un soggetto particolarmente qualificato - operatore professionale o comunque persona o ente in grado di esercitare “un potere di controllo” sull’esattezza dell’informazione fornito ed altri soggetti (...) in posizione di incolpevole affidamento”. Questi possono essere parti del contratto o terzi; in entrambi i casi, tuttavia, “il criterio generale di imputazione della responsabilità da affidamento è la colpa, la quale deve essere provata dal danneggiato tanto in via di azione extracontrattuale*

¹⁶⁰ Tali obblighi, dapprima previsti a livello di autoregolamentazione, sono stati espressamente inseriti all’interno del Reg. CE 1060/2009 (artt. 6- 13), per la cui analisi si rinvia a Mau. DE BELLIS, op. cit., 457 ss.; e SACCO GINEVRI, op. cit., 317 ss.

*quanto in via di azione contrattuale*¹⁶¹.

Assume indubbiamente una particolare importanza il **dovere di informazione**¹⁶², obbligo comune a tutti gli operatori economici che diffondono dati e/o notizie sul mercato dei capitali, che come ha giustamente osservato **ROPPO**¹⁶³: *La disciplina del mercato finanziario e dei relativi contratti ha la fondamentale caratteristica di essere una disciplina multilivello, e cioè di risultare composta da una pluralità di fonti di natura diversa che convergono a coprire lo stesso oggetto di regolazione*; e il **dovere di indipendenza**¹⁶⁴, che secondo **ANTONUCCI** e **PARACAMPO**: *Sarebbe invece più appropriato parlare di “indipendenza”, in termini di principio generale che, unitamente alla correttezza, all’obiettività di giudizio ed alla diligenza, deve connotare il modus agendi dell’analista finanziario, quale soggetto professionale autonomamente considerato, sia che operi singolarmente, sia che presti la sua attività alle dipendenze di intermediari abilitati*¹⁶⁵.

Il **dovere di informazione** assolve anche ad una funzione *lato sensu* pubblicistica, di rimedio per il superamento delle numerose distorsioni ed asimmetrie attualmente presenti nella realtà dei traffici.

PICARDI¹⁶⁶, rileva la funzione di *gatekeepers* assolta dalle agenzie, poiché un *rating elevato, cui corrisponde un rischio*

¹⁶¹ BUSNELLI, *Itinerari europei nella “terra di nessuno tra contratto e fatto illecito”*: la responsabilità da informazioni inesatte, in *Contr. e impresa*, 1991, II, p.566

¹⁶² Sui doveri d’informazione dell’intermediario finanziario si rinvia al lavoro di FACCI, op. ult. cit, 5, in cui siffatti obblighi vengono definiti come «un’applicazione dei canoni di diligenza, correttezza, nonché del principio di trasparenza». ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. privato*, 2008, 487.

¹⁶³ ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. privato*, 2008, 487.

¹⁶⁴ Anche per ANTONUCCI e PARACAMPO, *Conflitti d’interesse e disciplina delle attività finanziarie: il titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 324

¹⁶⁵ In tal senso anche, Fil. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 294 ss.; MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. privato*, 2005, 576 ss.

¹⁶⁶ L. PICARDI, (nt. 104), 718 ss.

inferiore, consente all'emittente non soltanto di collocare i propri titoli anche sul mercato internazionale, ma soprattutto di offrire un tasso di interesse più basso o di chiedere un corrispettivo più alto per l'operazione di emissione, con una complessiva riduzione del costo di raccolta del capitale di credito. Questo effetto si deve, d'altronde, alla possibilità per gli emittenti interessati a dimostrare la migliore qualità della propria emissione di trasmettere informazioni "sensibili" alle agenzie di rating, le quali potranno verificarle e valutarle senza doverle comunicare pubblicamente e, soprattutto, senza rivelarle alle imprese concorrenti. Da quanto sin qui esposto dovrebbe risultare chiaro che le agenzie di rating agiscono quali "intermediari dell'informazione" fra emittenti ed investitori. Ciò posto, si comprende come il rating sia considerato alla stregua di un "bene pubblico", dato che la diffusione di contenuti informativi complessi per il tramite di un indicatore facile da comprendere, per un verso, riduce o elimina le duplicazioni nelle quali verosimilmente incorrerebbero gli investitori che pure volessero impegnarsi separatamente in singole ricerche, per l'altro, consente ai possessori di modeste quantità di strumenti finanziari di evitare i costi di un'autonoma attività di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni. Tanto premesso, si può intendere che il successo delle agenzie di rating è strettamente legato al livello di reputazione raggiunto e mantenuto presso gli investitori.

Corollario per il funzionale andamento del mercato è la corretta informazione fornita dagli operatori; lo stesso **RORDORF**¹⁶⁷, ha così osservato: *Immaginare che la correttezza e la completezza dell'informazione possano essere garantite solo dalla spontanea dinamica delle forze operanti nel mercato rasenta – mi pare – l'utopia. Si ha un bel dire che dovrebbe rispondere all'interesse delle stesse società quotate e di chi le amministra il fare a gara nel dare informazioni, perché ciò rassicura ed attrae i risparmiatori favorendo gli investimenti. L'esperienza empirica mi pare suggerisca che le cose vadano spesso in ben altro modo. Soprattutto quando i partecipanti al gioco sono molto numerosi e gli interessi hanno dimensioni assai rilevanti vi sono alte probabilità che, in un*

¹⁶⁷RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773 ss.

mercato poco vigilato, qualcuno prima o poi sia disposto a truccare le carte per conseguire, nel breve periodo, vantaggi competitivi così ingenti da giustificare (ai suoi occhi) il rischio di una successiva smentita. Per alcuni, in determinate circostanze, può apparire premiante l'adozione di strategie opache, nella misura in cui ciò consente un risparmio di costi con altrettanto facile successo presso investitori meno avveduti o comunque meno in grado di autotutelarsi criticamente.

In relazione a tali obiettivi la società di rating, è quindi chiamata ad eseguire una serie di prestazioni ulteriori quali **l'attività di consulenza** ed in particolare il **dovere di riservatezza** in quanto informazioni trattate sono suscettibili di condizionare le relative operazioni di *asset allocation*, e quindi in grado di influenzare sensibilmente le quotazioni dei titoli (c.d. **informazioni price sensitive**).

Secondo **PONZANELLI**¹⁶⁸, *La crescita del mercato finanziario e i gravi scompensi dei corsi azionari collegati alla new-economy hanno creato, infatti, uno scenario radicalmente diverso e lontano da quello in breve qui illustrato: ormai, si è fuori, decisamente, dal quadro concorsuale cui l'osservatore era rimasto legato. Gli attori non sono più il curatore o il commissario liquidatore o una classe di creditori, ma sono azionisti, normalmente piccoli, che cercano di aggregare la più estesa rappresentanza (anche per problemi economici collegati all'ingente costo delle liti) di tutti coloro che hanno visto dissolversi quasi del tutto, e in un brevissimo arco di tempo, il valore economico del proprio investimento. Si tratta di quel grande numero di soggetti, la cui posizione di "azionisti di minoranza" viene giudicata di grande importanza negli assetti di corporate governance, ma che finiscono poi con il diventare, sfortunatamente, soltanto il solito e famoso "parco buoi". E cominciano a seconda dei casi a fioccare le cause contro analisti finanziari, società di rating, banche d'affari, promotori finanziari. Si denuncia una condotta gravemente non diligente: per esempio, non sono stati utilizzati i giusti criteri di valutazione delle azioni e/o di trasformazione delle informazioni nel prezzo delle azioni. A queste figure di "prestatori di servizi" dovrebbero applicarsi, in maniera conseguente, le regole*

¹⁶⁸ Secondo PONZANELLI, Responsabilità civile e mercato finanziario, in *Danno e resp.*, 2002, 99,

seguite dalla nostra giurisprudenza in tema di professionisti intellettuali, nella cornice della clausola generale di correttezza, che sempre presuppone – e qui esalta – una “relazionalità” tra le rispettive condotte. In questo nuovo campo, la responsabilità civile può forse trovare nuova linfa per una compiuta realizzazione delle sue intrinseche finalità di riparazione del danno e di deterrence.

Devono quindi conciliarsi esigenze non del tutto compatibili: da un lato è necessario garantire alla società di rating, **indipendenza, professionalità e diligenza, nonché un sufficiente margine di discrezionalità nello svolgimento della propria attività valutativa** e dall'altro lato, deve tenersi conto della particolare rilevanza dell'attività svolta dall'*advisor*, in quanto ricopre una funzione in tensione con gli interessi di terzi soggetti, e che influenza inevitabilmente un affidamento nei confronti degli operatori economici al sistema bancario (c.d. *concessione abusiva del credito*)¹⁶⁹ ed alle società di revisione.

¹⁶⁹ INZITARI, Le responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito, in Banca borsa tit. cred., 2001, II, 265 ss.; ID., L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito, in Soc., 2007, 462 ss.; ROLFI, Curatore ed abusiva concessione di credito (nota a Trib. Milano, 9.5.2001), in Corriere giur., 2001, 1646 ss.; ID., Fideiussione omnibus ed obblighi di buona fede del creditore (nota a Cass., 22.10.2010, n. 21730), ivi, 2011, 512 ss.; RAGUSA MAGGIORE, La concessione abusiva del credito e la dichiarazione di fallimento (nota a Trib. Foggia, 7.5.2002), in Dir. fall., 2002, II, 510 ss.; CASTIELLO D'ANTONIO, La responsabilità della banca per «concessione abusiva di credito», ivi, 2002, I, 1077 ss.; ID., La banca tra «concessione abusiva» e «interruzione brutale» del credito, ivi, 2005, I, 765 ss.; ID., Crisi d'impresa e responsabilità della banca: «revoca brutale» del fido, concessione abusiva di credito, ivi, 2009, I, 290 ss.; TARANTINO, Concessione abusiva del credito e legittimazione attiva del curatore all'azione risarcitoria (nota a App. Bari, 17.6.2002), in Riv. dir. comm., 2003, II, 183 ss.; Mat. NUZZO, Concessione abusiva del credito e responsabilità extracontrattuale della banca (nota a Trib. Foggia, 7.5.2002), in Resp. civ. e prev., 2003, 839 ss.; F. DI MARZIO, Abuso nella concessione del credito, Napoli, 2004; ID., Abuso e lesione della libertà contrattuale nel finanziamento all'impresa insolvente, in Riv. dir. privato, 2004, 145 ss.; ID., Sulla fattispecie «concessione abusiva di credito» (nota a Trib. Monza, 31.7.2007), in Banca borsa tit. cred., 2009, II, 382 ss.; VISCUSI, Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito, Milano, 2004; ID., Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di responsabilità (nota a App. Milano, 11.5.2004), in Banca borsa tit. cred., 2004, II, 648 ss.; FRANCHI, Responsabilità della banca per concessione abusiva del credito (nota a Cass., 25.9.2003, n. 14234), in Contr., 2004, 151 ss.; PATINI, Abusiva concessione del credito e poteri del curatore (nota a App. Bari, 18.2.2003), in Fallimento, 2004, 430 ss.; ROBLES, Abusivo finanziamento bancario e poteri di intervento del

curatore fallimentare, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 2005, 949 ss.; C. ESPOSITO, L'azione risarcitoria «di massa» per «concessione abusiva di credito», in Fallimento, 2005, 857 ss.; ID., La legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio della azione danni per abusiva concessione di credito: una breve analisi dei percorsi possibili (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), ivi, 2006, 1128 ss.; M. FABIANI, In tema di danno da abusiva concessione del credito (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), in Foro it., 2006, I, 3417 s.; L.A. RUSSO, Legittimazione del curatore all'azione per «abusiva» concessione di credito (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), in Dir. fall., 2006, I, 615 ss.; NARDECCHIA, Abusiva concessione del credito e fallimento, in Giur. di Merito, 2005, 115 ss.; ID., L'abusiva concessione del credito all'esame delle sezioni unite (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), in Dir. fall., 2006, I, 630 ss.; M. FERRARI, Legittimazione del curatore per abusiva concessione del credito: plurioffensività dell'illecito al patrimonio e alla garanzia patrimoniale, in Corriere giur., 2006, 419 ss.; FAUCEGLIA, Abusiva concessione di credito e legittimazione attiva del curatore: intervengono le sezioni unite (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), ivi, 646 ss.; SPIOTTA, Il curatore non è legittimato ad agire contro la banca per concessione abusiva di credito (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7029; Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030; Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7031), in Giur. it., 2006, 1193 ss.; ID., Concessione abusiva di credito (con qualche riflessione a latere sull'art. 48 della c.d. «manovra correttiva estiva») (nota a Cass., 1.6.2010, n. 13413), ivi, 2011, 111 ss.; A. NIGRO, La responsabilità della banca nell'erogazione del credito, in Soc., 2007, 437 ss.; ID., La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in crisi, in Giur. comm., 2011, I, 305 ss.; PAGNI, La concessione abusiva di credito, tra diritti dei creditori e azioni della curatela, in Soc., 2007, 442 ss.; E. GRANATA, Il fenomeno della concessione di credito, ivi, 449 ss.; ARATO, La responsabilità della banca nelle crisi di impresa, in Fallimento, 2007, 252 ss.; CENNERAZZO, Azione di responsabilità per concessione abusiva di credito: gli spazi di legittimazione del curatore fallimentare dopo la sentenza delle Sezioni Unite (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7031), in Riv. dir. comm., 2007, II, 2 ss.; ALLEGRETTI, La concessione abusiva di credito: evoluzioni e prospettive anche alla luce della riforma della legge fallimentare, in Dir. fall., 2007, I, 563 ss.; CERRONE, Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare (nota a Trib. Monza, 12.9.2007), in Danno e resp., 2008, 1164 ss.; S. FORTUNATO, La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali, in Fallimento, 2009, 65 ss.; D. PULIATTI, Abusiva concessione di credito, bancarotta fraudolenta per distrazione e risarcimento dei danni (nota a Trib. Messina, 2.9.2008), in Nuova giur. comm., 2009, I, 869 ss.; M. BRUNO, Gli accordi di salvataggio nella riforma del diritto fallimentare e la responsabilità per concessione abusiva del credito, in Dir. fall., 2010, I, 258 ss.; PISCITELLO, Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore, in Riv. dir. civ., 2010, I, 655 ss.; G. ALESSI, Revocatoria fallimentare dei pagamenti ai creditori con garanzie reali secondo la cassazione e violazione dell'art. 2741 c.c., in Dir. fall., 2011, I, 113 ss.; R. FAVA, Abusiva concessione di credito e legittimazione ad agire del curatore fallimentare: verso l'azione risarcitoria di «massa» (nota a Cass., 1.6.2010, n. 13413), in Dir. fall., 2011, II, 405 ss.; MARCINKIEWICZ, Curatore fallimentare e danno dei creditori per abusiva concessione di credito (nota a Cass., 23.7.2010, n. 17284; Cass., 1.6.2010, n. 13413), in Fallimento, 2011, 308 ss.

Tuttavia come osservato da **W. VIRGA**¹⁷⁰, *non è previsto da alcuna fonte internazionale, né tantomeno interna, che l'attività di rating debba basarsi su una specifica verifica in forma di due diligence sulle informazioni fornite dal soggetto sottoposto a valutazione; ed inoltre le agenzie non hanno alcun tipo di potere ispettivo nei confronti dei soggetti controllati e valutati.*

Pervero, anche per **PEDERZINI**¹⁷¹, *le agenzie di rating del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i rating di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro rating di credito si riferiscono.*

ADDANTE¹⁷², ritiene che *l'attività svolta dalle società di revisione, pur rivestendo natura privatistica, assolve anche il compito di realizzare interessi trascendenti l'ambito relazionale tipico dell'autonomia negoziale, inserendosi all'interno del sistema pubblicistico di vigilanza.*

Così anche per **SANGIOVANNI**¹⁷³, *«Il regime di responsabilità del revisore è stato modificato dal d.lgs. n. 39/2010. È stato difatti abrogato l'art. 164, comma 1, d.lgs. n. 58/1998 (vigente all'epoca dei fatti di causa – il corsivo è nostro), che richiamava l'art. 2407 c.c. sulla responsabilità dei sindaci. Ora vi è una statuizione diretta della responsabilità: “i revisori legali e le società di revisione legale rispondono in solido tra loro e con gli amministratori nei confronti della società che ha conferito l'incarico di revisione legale, dei suoi soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento dei loro doveri” (art. 15, comma 1, d.lgs. n. 39/2010).*

¹⁷⁰ W. VIRGA, Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario, in *Contratto e impresa*, 2007, 1035.

¹⁷¹ PEDERZINI, L'informazione al pubblico e la tutela del mercato, in *Leggi civ. comm.*, 2007, 993

¹⁷² ADDANTE, Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile, in *Danno e resp.*, 2003, 353 ss.

¹⁷³ SANGIOVANNI, Il d.lgs. n. 39/2010 e la nuova responsabilità civile da revisione, in *Danno e resp.*, 2011, 364

L'agenzia deve dichiarare preventivamente tutte le situazioni capaci di ingenerare ipotesi di conflitto di interessi, potenzialmente e/o effettivamente sussistenti fra gli emittenti ed i collocatori di strumenti finanziari, si può dunque concludere che : *si è passati inconsapevolmente da un dovere di informazione, ritagliato nell'ambito del più ampio dovere di buona fede, previsto nel macrosistema civilistico e idoneo a superare le asimmetrie informative, specie nei casi di ignoranza colpevole, tracciando una linea di demarcazione tra reticenza lecita e reticenza illecita, a specifiche figure sintomatiche di obblighi di informazione, normativamente tipizzate, non solo in materia creditizia, finanziaria e bancaria, ma anche in altre sedi di legislazione di settore*¹⁷⁴.

Quest'ultimo obbligo assume rilievo essenziale, perché garantisce l'indipendenza del valutatore e, dunque, della sua completa affidabilità¹⁷⁵.

DI AMATO¹⁷⁶, individua i fattori determinanti di tale evoluzione non solo nella prospettiva di tutela degli investitori ma nell'affermazione del mercato globale che ha costretto gli operatori ad informare e ad essere informati per svelare la presenza propria e dei propri prodotti sul mercato; sia per differenziarsi attraverso la diffusione di informazioni dai concorrenti; sia per conseguire e conservare dati e notizie su partner e opportunità negoziali.

A tale processo avrebbe poi contribuito anche la «finanziarizzazione» dell'economia che anche grazie allo sviluppo dei mercati borsistici avrebbe ha aumentato la dimensione ed il numero dei movimenti di capitali volti a ricercare maggiori remunerazioni, incrementando le operazioni a credito ed esasperando il bisogno di tenere continuamente sotto controllo, attraverso flussi costanti di informazioni, lo stato patrimoniale, ma anche la capacità reddituale, dei debitori.

Tutti i fattori richiamati hanno, dunque, decretato l'avvento di

¹⁷⁴ V. CARBONE, La responsabilità degli intermediari, in *Danno e resp.*, 2002, 109.

¹⁷⁵ BOCCHI e LUSIGNANI, L'impatto sul sistema bancario dell'avvio di Basilea 2: un'analisi empirica, in *Banca impresa*, 2008, 193 ss. In senso critico si veda MERUSI, Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 253 ss.

¹⁷⁶ DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Napoli 2004, p. 9.

un nuovo modello di comunità economica che riconosce nel sapere e nel conoscere gli imprescindibili motori dello sviluppo economico.

Per **D'ALFONSO**¹⁷⁷, il tema della responsabilità della Autorità muove dalla soluzione di due problemi: la natura del controllo esercitato, che se limitato alla sola legittimità esclude la responsabilità; l'applicabilità all'Autorità indipendente¹⁷⁸ delle regole in tema di responsabilità della pubblica amministrazione.

Sotto il primo profilo, ad un primo orientamento della dottrina secondo cui la natura del controllo era in termini assoluti di legittimità formale e sostanziale dell'operazione proposta al pubblico, si è andato sostituendo dagli anni '80, una soluzione più moderata, secondo la quale, il controllo doveva intendersi in qualche misura esteso alla veridicità dei contenuti del prospetto.

In particolare secondo questa tesi, pur dovendosi confermare il principio per cui la Consob non è tenuta a garantire l'esattezza e la verità delle informazioni rese, non può ritenersi che la stessa possa disinteressarsi delle ipotesi in cui le informazioni del prospetto siano palesemente inesatte o imparziali.

Sotto il secondo profilo, **D'ALFONSO.**, pur muovendo dalla considerazione per cui la Consob, quale autorità amministrativa indipendente, non persegue tanto interessi pubblici di natura amministrativa, quanto tutela imparzialmente gli interessi dei cittadini, in particolare l'affidamento nei confronti dei soggetti economici che ad essi si rivolgono, concorda con chi afferma la natura amministrativa delle autorità indipendenti, ritenendo l'indipendenza elemento conciliabile con quello dell'amministrazione espressione di potere amministrativo non subordinato al potere politico, ma regolato direttamente dalla legge¹⁷⁹.

¹⁷⁷ D'ALFONSO, Responsabilità da prospetto informativo, Napoli, 2002, p. 168

¹⁷⁸ G. Morini, *Il controllo sugli intermediari finanziari. Profili di responsabilità delle autorità di vigilanza. Orientamenti giurisprudenziali*, 2020. http://www.ilcaso.it/articoli/ban.php?id_cont=1195.php

¹⁷⁹ Cass. n. 3132 del 2001, in Società, 2001, 565, con nota di ANELLO, RIZZINI BISINELLI; in Dir. Formazione, 2001, 297, con nota di IELO; in Giust. Civ., 2001, I, 907, con nota di GIACALONE, Prospetto non veritiero e responsabilità della Consob; in Resp. Civ. e Prev., 2001, 562, con nota di CARATA; in Danno e Resp., 2001, 505, con nota di CRISTIANI, DIMUNDO; in

GIACALONE¹⁸⁰, rileva invece che l'affermazione per cui l'omissione dei doverosi controlli si traduce in un cattivo e negligente uso delle funzioni di vigilanza che incide su una statuizione giuridicamente rilevante la quale assume natura e consistenza di diritto soggettivo, anche se non identifica compiutamente il diritto leso, dimostra che il tema della responsabilità delle autorità di controllo del mercato finanziario anche prima della notissima sentenza della **Cassazione n. 500 del 1999** non era necessariamente condizionato dal fatto che la posizione di risparmiatore, nei confronti degli organi di vigilanza, fosse ritenuta riconducibile alla figura dell'interesse legittimo.

La **sentenza n. 3132 del 2001** dimostrerebbe pertanto l'assenza di *zone franche* per le autorità di vigilanza le quali sarebbero chiamate a rispondere per negligenze ed imperizie come qualsiasi altro operatore del mercato, ed anzi secondo un modello di prudenza e diligenza professionale sicuramente peculiare.

Si è a tal fine considerata fonte di responsabilità: mancata rilevazione di una rilevante differenza tra il capitale sociale dichiarato nel prospetto e quello effettivamente sottoscritto; mancata acquisizione della proprietà del bene oggetto dell'operazione, il cui prezzo di acquisto era stato dichiarato in un valore inferiore al capitale sociale versato come indicato nel prospetto; omessa valutazione dell'incidenza sul valore dell'operazione della mancata considerazione di mutui gravanti sull'emittente per circa un terzo del capitale sociale dichiarato e di redditi dichiarati come disponibilità liquide effettive che in realtà avevano fatto oggetto di cessione o vincolo a favore di terzi.

In questo senso, la giurisprudenza sembra conformarsi a quell'orientamento della dottrina secondo cui l'intero sistema e la funzione della disciplina dell'informazione consentono di riconoscere l'obbligo dell'Autorità di controllare la veridicità

Dir. e prat. soc., 2001, f. 7, 46, con nota di VANNINI; in Foro It., 2001, I, 1139, con nota di PALMIERI; in Giur. it., 2001, p.2269, con nota di D'AURIA, La responsabilità della Consob, Profili civilistici; Nuova Giur. Civ., 2002, I, 153, con nota di ANDÒ.

¹⁸⁰ GIACALONE, Prospetto non veritiero e responsabilità della Consob, nota a Cass. n. 3132 del 2001, in Giust. Civ., 2001, 907

delle informazioni nei limiti in cui queste risultino palesemente inesatte o imparziali, essendo a tale scopo dotata di specifici poteri tra cui quello di proroga del termine per l'esame del prospetto e quello di ispezione.

È infatti opinione comune che un controllo contabile affidato esclusivamente alla Consob si presenti inadeguato alle reali esigenze di protezione cui la stessa autorità è preposta; da qui il coinvolgimento nell'attività di vigilanza, garanzia e controllo di soggetti privati.

Questa soluzione d'altra parte non costituisce un caso isolato nel nostro ordinamento: la tutela dell'affidamento che i terzi fanno sulle informazioni relative alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria delle imprese, ed in particolare di quelle che fanno appello al pubblico risparmio, evidenzia nella legislazione più recente una speciale attenzione alla disciplina del governo del mercato, anche attraverso una progressiva accentuazione del controllo sulle imprese che si manifesta da un lato nell'ampliamento dei poteri delle Autorità indipendenti, dall'altro nella ridefinizione delle regole sul controllo interno delle società operanti su questi mercati¹⁸¹

67. Ipotesi di responsabilità della CRA nei confronti dell'investitore finale

Dunque per poter procedere ad analizzare le ipotesi di responsabilità delle CRA per la loro attività, appare necessario procedere con l'esame del contenuto degli accordi o *condizioni d'uso*, la cui accettazione è condizione necessaria per accedere ai siti internet delle CRA.

La registrazione necessita l'assunzione di analitiche e complete informazioni sull'identità di chi intende accedere ai contenuti del sito, oltre alla necessità di indicare gli scopi per cui viene richiesta l'iscrizione medesima: le condizioni richieste dalla CRA per potere accedere ai rating, se da un lato possono non assumere valore contrattuale, consentirebbero, tuttavia di

¹⁸¹ COZZI, op. cit., p.10, la quale rileva inoltre come questa linea di tendenza fosse già iniziata con il DPR 136 del 1975 che introduceva un regime di revisione e certificazione obbligatoria dei bilanci delle società quotate in borsa affidato ad un soggetto esterno qual è la società di revisione, lasciando inalterate le competenze del controllo interno affidate al collegio sindacale.

affermare la *prossimità* dei soggetti che utilizzano i siti delle CRA¹⁸².

Gli accordi predisposti dalle tre maggiori società di rating prevedono il conferimento in favore dei sottoscrittori della possibilità di utilizzare il sito ed i relativi contenuti per scopi personali e non commerciali¹⁸³.

Comune a tali condizioni d'uso è anche il divieto imposto all'utilizzatore di trasferire a terzi le informazioni ottenute dalla consultazione del sito, senza il consenso della CRA.

Gli obblighi che, in base a tali contratti, impongono le CRA sono spesso piuttosto vaghi: basti pensare all'art. 6 dei *Terms of use* previsti da Standard & Poor's per la registrazione al relativo sito internet: *Unless indicated otherwise, ratings are updated periodically by Standard & Poor's to reflect changes in the market and other criteria. However, Standard & Poor's does not guarantee or warrant the accuracy, timeliness, or completeness of any ratings you access.*

Non molto diverso, invece, è l'accordo predisposto da Moody's che, all'art. 10, garantisce che "*Moody's adotta tutte le misure necessarie affinché l'informazione utilizzata nell'assegnare un rating di credito sia di qualità accettabile e da fonti ritenute da Moody's affidabili, comprese, ove appropriato, fonti indipendenti di terzi*".

Molto più analiticamente sono le clausole con cui le società di rating chiariscono la natura valutativa dei propri rating ed **esonerano sé stesse da qualsiasi responsabilità per eventuali danni patiti in conseguenza del relativo utilizzo**¹⁸⁴

La dottrina, si è interrogata sulla portata da riconoscere a dette clausole, concludendo per rilegarne l'efficacia, nei limiti di cui all'art. 1229 c.c., nei confronti di soggetti che non sono controparti contrattuali dirette delle società di rating.

MAZZONI¹⁸⁵ affronta la questione in riferimento all'efficacia dei *disclaimers* in parola in rapporto ai soli c.d. *terzi*

¹⁸² Cfr. MAZZONI, (nt. 127), 227.

¹⁸³ Cfr. SCARONI, (nt. 128), 775

¹⁸⁴ PONZANELLI, *Le clausole di esonero dalla responsabilità civile*, Milano, 1984; dello stesso A., più di recente, *Le clausole di esonero dalla responsabilità*, in *Danno e resp.*, 1998, 852 ss.;

¹⁸⁵ Cfr. MAZZONI, (nt. 127), 229 ss.

prossimi, ossia a coloro che non sono controparti contrattuali dirette degli analisti finanziari, egli sostiene che a dette clausole sarebbero comunque da riconoscersi efficacia, anche nei confronti di chi, nell'ipotesi esaminata, non è legato da alcun contratto con l'analista: efficacia che, anche nei confronti del **terzo prossimo** danneggiato, non potrebbe superare i limiti di cui **all'art. 1229 c.c.**

Sempre secondo l'Autore, gli inadempimenti dovuti a dolo o colpa grave della parte in cui favore opera la clausola di limitazione della responsabilità non sono comunque *coperti*.

Di recente, tuttavia, la giurisprudenza di merito tende ad interpretare **l'art. 1229 c.c.** in senso particolarmente rigido, giungendo a stabilire che *la previsione di una clausola limitativa della responsabilità approvata ex artt. 1341 e 1342 c.c., non è idonea ad escludere la responsabilità per inadempimento se colui che la eccepisce non fornisce la prova, secondo la regola generale cristallizzata nell'art. 1218 c.c. di aver correttamente adempiuto alle proprie obbligazioni, dando corso a quegli "obblighi di protezione" che erano a suo carico, ovvero di non averlo potuto fare per causa a sé non imputabile*¹⁸⁶.

Per il **Trib. Milano, 15 luglio 2010**, la clausola di esonero da responsabilità non esonera la parte da essa "protetta" dal rispetto della diligenza richiesta nell'esecuzione del contratto.

SANNA¹⁸⁷ replica che pur volendo accedere a quell'opinione secondo la quale **sarebbero in linea teorica ammissibili clausole di limitazione della responsabilità extracontrattuale**, in assenza dell'approvazione di tale clausola, pare davvero impossibile giungere ad affermare che essa vincoli chicchessia.

In dottrina, tuttavia vi sono **forti perplessità sull'efficacia di tali clausole nei confronti di qualsiasi utilizzatore del sito internet della CRA, in quanto il contratto si perfeziona via internet:** anche ritenendo, parimenti efficace il consenso contrattuale espresso per via telematica e quello che si forma secondo il "tradizionale" meccanismo

¹⁸⁶ Trib. Milano, 15 luglio 2010, su www.plu-risonline.it.

¹⁸⁷SANNA, (nt. 14), 166

previsto dall'**art. 1326 c.c.**, resta difficile riconoscere efficacia ai sensi dell'**art. 1341, co. 2, c.c.** all'approvazione del *disclaimer* avvenuta mediante un apposito clic del mouse.

Autorevole dottrina¹⁸⁸ vede nella *spersonalizzazione* dello scambio tra proposta cd accettazione e nella diffusione di un modello negoziale fondato sul *prendreoulaisser* di condizioni contrattuali standard che non consentono trattativa: ci troviamo dunque di fronte ad un tipo di contratto, che non si perfeziona sull'incontro di più volontà, ma **sull'incontro di fatti**¹⁸⁹.

Dunque, essendo gli accordi d'uso nient'altro che "**contratti per adesione**", i *disclaimers* in essi contenuti, in mancanza di espressa e specifica accettazione, dovrebbero, produrre effetti sia nei confronti di chi agisce in qualità di professionista (investitori istituzionali), sia nei confronti di chi sia qualificabile come consumatore ai sensi dell'art. 3 del d.lgs. n. 206/2005.

Diversa questione riguarda quelle norme pattizie, contenute negli **accordi d'uso**, che prevedono il diritto di regresso della CRA nei confronti della propria controparte contrattuale, a fronte di pretese vantate da terzi che si fondino sulla comunicazione non autorizzata dei contenuti del sito ritenersi inefficaci.

SANNA, a proposito della natura degli accordi in parola, sembra accedere alla figura, delineata da una parte della dottrina civilistica, dei **negozi gratuiti atipici**, *da intendersi come contratti privi di intento liberale, nei quali l'interesse patrimoniale di una parte non è perseguito mediante l'imposizione di un sacrificio economico immediato e diretto della controparte (controprestazione), bensì in altro modo: nel caso di specie, secondo l'A., la società di rating rinuncia a*

¹⁸⁸ Cfr. IRTI, Scambi senza accordo, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1998, 361 e ss.

¹⁸⁹ Cfr. altresì AZZARRI, *La conclusione dei contratti telematici nel diritto privato europeo*, in Contr., 2010, 301 ss., il quale analizza approfonditamente le peculiarità della contrattazione su internet, alla luce della normativa speciale (d.lgs. n. 70/2003), di derivazione comunitaria, che se ne occupa. Giud. Pace Partanna, 1° febbraio 2002, n. 15, in Contr., 2002, 869, che ha ammesso l'equivalenza tra il consenso specifico espresso per iscritto di cui all'art. 1341 c.c. e la "doppia cliccata"

percepire un corrispettivo dagli utenti del suo sito internet, poiché l'interesse della stessa (la crescita della domanda di rating) è assicurata dal fatto stesso che i rating circolino il più possibile.

Peraltro, tenendo presente il contenuto di tali contratti, è lecito esprimere dubbi sulla validità di tali clausole di esonero anche sotto un diverso profilo, per così dire, sostanziale.

L'obbligo che la società di rating assume nei confronti dei soggetti registrati al sito è quello di fornire - tramite la relativa pubblicazione basata 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: insomma, l'esonero da responsabilità che tocchi la totalità degli obblighi assunti da una parte contrattuale è suscettibile di minare la causa stessa del contratto, determinando la nullità, quantomeno parziale, di quest'ultimo¹⁹⁰.

In ogni caso, nei confronti dei sottoscrittori degli accordi in questione, le CRA risponderanno ai sensi dell'art. 1218 c.c.

Nel caso in cui sia ravvisabile un rapporto obbligatorio tra agenzia e investitore, come in presenza di una *subscription* al sito internet dell'agenzia, previa accettazione dei *terms and conditions* del servizio, la questione della qualificazione del tipo di responsabilità dell'agenzia nei confronti dell'investitore non sembra, infatti, nemmeno avere ragione di porsi, dovendosi necessariamente concludere nel senso della responsabilità da inadempimento dell'obbligazione ex art. 1218 c.c.

Più frequenti e problematici, sono i casi, tra i quali spicca quello già richiamato della responsabilità da prospetto, in cui non sembra ravvisabile un rapporto obbligatorio tra l'agenzia di rating e l'investitore dal quale far discendere l'applicabilità degli artt. 1218 ss. c.c.

Infatti, laddove è assente un contatto diretto tra agenzia di rating e investitore si può configurare **l'ipotesi di responsabilità**

¹⁹⁰cfr. PASOUINO, (nt. 36), 779 ss.

dell'intermediario reputazionale in chiave contrattuale, sulla scorta della teoria dell'obbligazione senza prestazione e l'ipotesi della **responsabilità da status professionale**, e la qualificazione in termini di responsabilità extracontrattuale **ex art. 2043 c.c.**

In realtà, la dottrina **non ha convinto molto sulla la responsabilità dell'intermediario reputazionale**, ovvero l'agenzia di rating, che sorge **per effetto dell'affidamento che l'investitore ripone nell'intermediario**; diversamente sembra convincente la disciplina dettata **dagli artt. 2043 ss. c.c. in materia di responsabilità extracontrattuale** poiché se, non è possibile identificare chiaramente le parti di un eventuale rapporto obbligatorio, essendo il mercato, un luogo virtuale, nel quale gli investitori, non sono identificabili a priori¹⁹¹.

L'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di rating non rileva tanto sui presupposti della responsabilità, **ma principalmente sulla sussistenza del nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia e il danno patito dall'investitore.**

Inoltre, sostenere che un soggetto professionale, pur non essendo tenuto a fornire l'informazione, nel momento in cui decide di fornirla è tenuto allo stesso standard di diligenza e perizia al quale sarebbe assoggettato se la prestazione fosse oggetto di un vero e proprio obbligo giuridico¹⁹², lungi dal costituire il fondamento della responsabilità del soggetto professionale in questione, descrive piuttosto il canone di diligenza al quale egli è sottoposto, sia in ambito contrattuale che in ambito extracontrattuale.

Nonostante l'indubbio interesse che un'indagine sui profili qualificatori della responsabilità delle agenzie di rating e degli altri intermediari reputazionali certamente presenta, specie per la necessità di mettere ordine in una materia così complessa e finora poco battuta dalla giurisprudenza; a ben vedere, il concreto atteggiarsi del regime di responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore, sia che sia ravvisabile un rapporto obbligatorio, sia che, invece, si faccia ricorso alle regole della responsabilità aquiliana, sembra, già di primo

¹⁹¹S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul*

mercato finanziario, cit., 108.

¹⁹²C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, 496.

acchito, unitario sotto molteplici aspetti, sulla scorta del fatto che, in entrambi i casi, esso discende dall'inadempimento dei medesimi obblighi e doveri connaturati allo svolgimento dell'attività di rating.

La costruzione della responsabilità civile dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore quale una responsabilità aquiliana impone, come noto, la verifica di sussistenza di tutti gli elementi della fattispecie di detta responsabilità, primo fra tutti l'individuazione dell'ingiustizia del danno, ossia la sussistenza di un pregiudizio non iure datum e contra jus¹⁹³.

Il requisito della ingiustizia è stato, per lungo tempo, individuato nella lesione di diritti assoluti, solitamente previsti dalla normativa primaria e dalla Costituzione, di talché l'art. 2043 c.c. si riteneva avesse carattere meramente sanzionatorio per la violazione di obblighi previsti in altre norme (di carattere primario).¹⁹⁴

In tal modo, si costruiva un sistema di responsabilità tipico,

¹⁹³ In tal senso, P. SANNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., p. 150; M. MARIANELLO, La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, cit., pp. 635 ss.; L. VIOLA, Il danno ingiusto, responsabilità precontrattuale e responsabilità speciali, Matellica, Halley, 2007, p. 20; L. DI DONNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating, cit., p. 415, al quale si rimanda per la dottrina citata in nota 82. L'ingiustizia del danno è elemento nuovo del nostro codice civile, non essendovene traccia nei codici ante '42. In particolare, il legislatore del tempo avrebbe inteso modificare la natura stessa del danno, in passato ritenuto elemento sostanzialmente pregiudiziale (cfr. C. FERRINI, Illecito, in Nuovo Digesto Italiano, Torino, Utet, 1938, p. 663; D. RUBINO, La fattispecie e gli illeciti preliminari, Milano, Giuffrè, 1939, pp. 202 – 203), esprimendo una tecnicizzazione del concetto di danno ed individuandone i confini in una fattispecie caratterizzata da componenti rigorosamente obiettive, non esistendo, nell'ordinamento giuridico, una tutela generalizzata del patrimonio. Cfr., sul punto, M. FRANZONI, L'illecito, in Trattato della responsabilità civile, M. Franzoni (a cura di), Milano, Giuffrè, 2010, p. 867; C. SALVI, Responsabilità extracontrattuale (dir. vig.), in Enc. Dir., Milano, Giuffrè, 1988, p. XXXIX; S. RODOTÀ, Il problema della responsabilità civile, Milano, Giuffrè, 1967, p. 9; T. BRAISIELLO, Dei fatti illeciti, in Commentario del Codice Civile, M. D'Amelio, E. Finzi (a cura di), Firenze, Barbera, 1949, p. 220.

¹⁹⁴ Cfr. M. FRANZONI, L'illecito, cit., p. 870; F. D. BUSNELLI, Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte, cit., p. 559 il quale cita, tra la dottrina che ritiene ingiusti solo i danni che ledono un diritto soggettivo, C. MIRABILE, Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false o errate informazioni, in Banca borsa e titoli di credito, I, 1990, p. 419; A. DE CUPIS, Il danno: teoria generale della responsabilità civile, Milano, Giuffrè, 1979, p. 92, nota 49.

simile al modello di cui al § 823 BGB che prevede: *chiunque illegittimamente, con dolo o colpa, lede la vita, l'integrità personale, la salute, la libertà, la proprietà ovvero un altro diritto assimilabile, è obbligato al risarcimento del danno*¹⁹⁵: Proprio la predetta circostanza, in quell'ordinamento, ha portato l'interprete a cercare di allargare le maglie della responsabilità contrattuale facendovi rientrare la lesione di interessi che, nel nostro ordinamento, ben potrebbero essere contenuti nella fattispecie aquiliana¹⁹⁶.

Come già accennato, il citato orientamento è mutato con il noto **caso Meroni**¹⁹⁷ che, come già osservato in dottrina¹⁹⁸, ha condotto l'illecito aquiliano sulla via della atipicità, unitamente alla espansione, avvenuta attraverso la breccia aperta dalla sentenza delle Sezioni Unite n° 500/1999¹⁹⁹, nonché dalle

¹⁹⁵ Ai sensi del § 823 BGB «*Wervorsätzlicho der fahrlässigdas Leben, den Körper, die Gesundheit, die Freiheit, das Eigentumoder einsonstiges Rechteine sanderenw iderrechtlichver letzt, istdemanderen zum Ersatzde sdarausents tehenden Schadensverpflichtet*».

¹⁹⁶ S. RODOTÀ, Il problema della responsabilità civile, cit., pp. 84-86.

¹⁹⁷ Cassazione Civile, SS. UU., 26/01/1971, n. 174, Torino Calcio S.p.A. c. Romero, in Foro Italiano, I, col. 1286, che ha mutato l'orientamento espresso da Cassazione Civile, sez. III, 04/07/1953, n. 2085, Associazione calcio Torino c. Soc. A.l.i. Flotte riunite; F. D. BUSNELLI, Un clamoroso "revirement" della Cassazione: dalla questione "Superga" al "caso Meroni", in Foro Italiano, I, col. 1286; G. VISINTINI, Ancora sul "caso Meroni", in Giurisprudenza Italiana, 1971;I, 1, col. 680; G. CIAN, La virata della Cassazione sulla tutela aquiliana del credito (dal caso di Superga al caso Meroni), in Rivista di diritto civile, 1971, II, pp. 199 ss.; M. FRANZONI, L'illecito, cit., p. 871.

¹⁹⁸ M. FRANZONI, L'illecito, cit., p. 869.

¹⁹⁹ Cfr. Cassazione Civile, SS. UU., 22 luglio 1999, n. 500, Comune di Fiesole c. Vitali, in Giustizia civile, I, 1999, p. 2261. L'ipotesi era già stata avanzata decenni prima da R. NICOLÒ, S. RODOTÀ, La lesione degli interessi legittimi e la responsabilità civile, in Atti del convegno nazionale sull'ammissibilità del risarcimento del danno patrimoniale derivante da lesione di interessi legittimi, Milano, Giuffré, 1965, pp. 259 – 268. La sentenza è commentata da M. R. MORELLI, Le fortune di un obiter dictum: crolla il muro virtuale della irrisarcibilità degli interessi legittimi, in Giustizia civile, 9, 1999, pp. 2261 ss.; G. SORICELLI, Appunti su una "svolta epocale" in merito ad un'interpretazione costituzionalmente orientata sulla pari dignità tra diritto soggettivo ed interesse legittimo: una decisione a futura memoria?, in Foro Amministrativo, 2, 2000, p. 349; F. CAPRIGLIONE, Responsabilità e autonomia delle autorità di controllo del mercato finanziario di fronte alla "risarcibilità degli interessi legittimi", in Banca borsa e titoli di credito, 1, 2000, pp. 10 ss.; V. PARISIO, Primi brevissimi spunti di riflessione in tema di risarcimento del danno per violazione di interessi legittimi alla luce della sentenza della Cass., Sez. Un., Civ. n. 500 del 1999, in Rivista giuridica edilizia, 6, 1999, pp. 1239 ss.; G. ALPA, Il revirement della

sentenze successive (di merito e legittimità) che ne hanno segnato il passo²⁰⁰, degli interessi ritenuti meritevoli di tutela al fine di temperarne il carattere ingiusto²⁰¹.

Occorre evidenziarsi come, tuttavia, se da un lato non è necessario ritrovarsi dinanzi ad un diritto soggettivo al fine di richiedere (e magari ottenere) tutela aquiliana, non è, d'altro lato, sufficiente la mera lesione di un interesse legittimo al fine di ottenere detta tutela dovendo essere leso, per effetto dell'attività illegittima (e colpevole) della pubblica amministrazione, l'interesse al bene della vita cui l'interesse legittimo si correla e che detto interesse al bene risulti meritevole di tutela alla luce dell'ordinamento positivo²⁰².

La natura atipica del l'illecito di cui all'art. 2043 c.c. è ormai pacificamente riconosciuta dalla giurisprudenza²⁰³ così come il

Corte di Cassazione sulla responsabilità per la lesione di interessi legittimi, in *Responsabilità civile e previdenza*, 4-5, 1999, pp. 907 ss.; G. ALPA, M. SANINO, P. STELLA RICHTER, Prime riflessioni sulla sentenza n. 500 del 1999 delle Sezioni Unite della Cassazione relativa alla risarcibilità della lesione degli interessi legittimi, in *Giustizia civile*, 10, 1999, pp. 427 ss.; F. D. BUSNELLI, Dopo la sentenza n. 500. La responsabilità civile oltre "il muro" degli interessi legittimi, in *Rivista diritto civile*, I, 2000, pp. 335 ss.; P. G. MONATERI, Il Tort da illegittimo esercizio della funzione pubblica, in *Danno e responsabilità*, 1999, pp. 978 ss.; M. BERTOLISSI, Osservazioni a Cass., Sez. un., n. 500/1999, in *Nuova giurisprudenza civile commentata*, II, 1999, pp. 370 ss. Per le evoluzioni giurisprudenziali immediatamente successive, si veda G. ALPA, La lesione di interessi legittimi: poche certezze, molti dubbi, in *Responsabilità civile e previdenza*, 3, 2004, pp. 637 ss., il quale critica lo stretto collegamento tra atto amministrativo e lesione di un bene della vita che avrebbe l'effetto di tipizzare i danni ingiusti per avvicinare la responsabilità aquiliana al modello tedesco, minandone la natura elastica. Sulla possibilità di utilizzare lo schema di cui alla sentenza n. 500/1999 anche all'ipotesi di danno da rating, vedasi G. FACCI, Il danno da informazione finanziaria inesatta, cit., p. 321.

²⁰⁰ Cfr. G. ALPA, Gli incerti confini della responsabilità civile, in *Responsabilità civile e previdenza*, 11, 2006, pp. 1805 ss.

²⁰¹ Cfr. P. SANNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., p. 150; D. MESSINETTI, Danno giuridico, in *Enciclopedia del diritto*, Milano, Giuffrè, 1997, p. 482; M. FRANZONI, L'Illecito, cit., p. 807.

²⁰² Cfr. E. BARCELLONA, Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili, cit., p. 68, nota 41.

²⁰³ Si veda, in tal senso, nella giurisprudenza amministrativa, Consiglio di Stato, sez. V, 13 gennaio 2014, n. 63, Soc. V. c. Com. Galatone, in *Il Foro Amministrativo TAR*, 1, 2014, p. 69; Consiglio di Stato, sez. IV, 04 settembre 2013, n. 4452, Min. economia c. Soc. G. e altro, in *Il Foro Amministrativo C.d.S.*, 9, 2013, p. 2439; TAR Puglia, sez. dist. di Lecce, sez. I, 05 aprile 2013, n. 764, Soc. S. c. Reg. Puglia e altro, in *Il Foro amministrativo TAR*, 4, 2013, p. 1331.

meccanismo di selezione degli interessi rilevanti per l'ordinamento giuridico avviene attraverso un'attenta contemperazione dei principi in gioco, guardando pur sempre al dato positivo, come proposto dalle **Sezioni Unite con la citata sentenza n. 500/1999**.

In alcuni casi, l'ingiustizia del danno è prevista ex lege (basti pensare alla legge penale), in altri dall'opera *creativa* della giurisprudenza che ha individuato, almeno per determinati tipi di danni, **la sussistenza di un interesse da ritenersi meritevole di tutela per l'ordinamento giuridico**.

In generale, l'operazione è stata quella di superare la tesi tradizionale secondo cui è il legislatore a circoscrivere la responsabilità extracontrattuale entro i confini dei diritti soggettivi assoluti, approdando all'idea che la qualifica di ingiustizia varrebbe quale strumento attraverso cui si è inteso fornire all'interprete il compito di selezione degli interessi meritevoli di tutela.

Ed in questo senso, la responsabilità da informazioni economiche inesatte costituirebbe l'esempio di una moderna concezione della responsabilità civile capace di ampliare i propri confini ben al di là dei confini dei diritti fondamentali di proprietà e persona²⁰⁴.

L'identificazione degli interessi meritevoli di tutela, *in materia di danno da informazioni inesatte, si ritiene avvenga attraverso l'analisi del contesto in cui si svolge lo scambio di informazioni, dovendosi verificare, in particolare, la sussistenza di una special relationship*²⁰⁵ tra informante ed informato

Nella giurisprudenza civile, Cassazione civile, sez. III, 17 maggio 2004, n. 9345, Giardino e altro c. Com. Pollena Trocchia e altro, in *Giustizia civile massimario*, 2004, p. 5. In dottrina, il pionieristico lavoro di G. ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, Jovene, 1979, passim.; F. FERRARI, *Atipicità dell'illecito civile – Una comparazione*, Milano, Giuffrè, 1992, pp. 57 ss. In senso contrario, si veda C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 33, il quale discorre di una tipicità variabile degli illeciti.

²⁰⁴ Cfr. E. BARCELLONA, *Responsabilità da false informazioni al mercato: il caso dei revisori contabili*, cit., p. 64.

²⁰⁵ Il termine è ripreso da F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno» fra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni economiche inesatte*, cit., p. 548, nonché da G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1224, da una sentenza inglese nel caso *Hedley Byrne and Co. Ltd. v. Heller and Partners Ltd.* su cui diffusamente A. MIRANDA, *The*

ovvero, ed in ogni caso, l'appartenenza dell'informato ad un'area predefinita e predeterminabile di destinatari, nonché attraverso la verifica di sussistenza di un potere di controllo dell'informato in ordine alla veridicità delle informazioni: *nel caso di semplice colpa dovuta al fatto che l'informatore ha assunto con leggerezza il compito di trasmettere i dati al terzo, e non si è preoccupato di verificarne la fondatezza, occorre articolare maggiormente il giudizio, dal momento che esso deve muovere dall'accertamento dei poteri di controllo che l'informatore aveva della veridicità delle informazioni. L'ampiezza dei poteri di controllo costituisce, infatti, un parametro di valutazione della negligenza del comportamento dannoso*²⁰⁶.

Per poter individuare le situazioni a cui riconoscere tutela, occorre verificare l'operatività dei **principi di ragionevole affidamento** per cui se ritenere meritevole di tutela soltanto l'affidamento riposto nei confronti di un soggetto dotato di competenze professionali²⁰⁷ o valutare anche la c.d. **autoresponsabilità** secondo la quale l'informato ha comunque l'onere di compiere ogni opportuna valutazione secondo il canone del diligente operatore economico²⁰⁸.

In tema di danno da rating errato ovvero inesatto, parte della dottrina²⁰⁹ *ha riconosciuto l'ingiustizia del danno nella lesione del diritto del singolo investitore ad autodeterminarsi*

negligence's saga: irragionevolezza ed ingiustizia del danno nel risarcimento delle pure economic losses, in Rivista di diritto civile, 1992, pp. 387 ss.

²⁰⁶ Cfr. G. ALPA, Il danno da informazione economica, cit., p. 1125.

²⁰⁷ Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1125, secondo il quale *giocano poi il principio dell'affidamento ragionevole che induce l'informato a tener conto delle informazioni assunte (diverso è il caso in cui l'informazione sia fornita da un istituto bancario, ovvero da un semplice privato)*.

²⁰⁸ Cfr. G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, cit., p. 1125, secondo il quale *si deve accertare se una persona di ordinaria diligenza avrebbe comunque concluso l'operazione economica che intendeva intraprendere (e per la quale ha assunto informazioni)*». Per una nuova concezione dei termini autoresponsabilità ed affidamento, si veda G. LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, Cedam, 2011, pp. 158 – 159.

²⁰⁹ Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 164 ss.; ID., *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., p. 327; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss.

liberamente nella scelta di investimento e, quindi, nella lesione della libertà contrattuale dello stesso. In particolare, secondo detta impostazione argomentativa, l'investitore (ovvero, l'aspirante investitore) sarebbe titolare di una situazione giuridica soggettiva concretantesi nel diritto di liberamente autodeterminarsi nelle proprie scelte di investimento, anche in applicazione dell'art. 47 della Costituzione, da contemperarsi con il contrapposto interesse della credit rating industry di esprimere la propria opinione (rectius, manifestare liberamente il proprio pensiero), astrattamente sussumibile sotto l'egida protettiva dell'art. 21 della nostra Carta Fondamentale, in ossequio ai parametri di contemperazione introdotti dalla nota Giurisprudenza delle Sezioni Unite in tema di risarcimento da lesione di un interesse legittimo²¹⁰.

Al di là del ritenere il voto di rating nella libera manifestazione di pensiero, e quindi della conseguente possibilità di individuare un interesse meritevole di attenzione e contemperazione con l'interesse dell'investitore a vedersi protetta la propria sfera di autonomia negoziale, è largamente ritenuto che non possa condividersi l'ulteriore assunto, **proposto dalla richiamata dottrina, per il quale là dove vi sia dolo sussista de plano l'ingiustizia del danno²¹¹.**

²¹⁰ Allo scopo, viene richiamato il passo di Cassazione Civile, SS. UU., 22/07/1999, n. 500, cit., per il quale il giudizio di contemperazione e valutazione degli interessi contrapposti non sia rimesso alla discrezionalità del giudice, ma debba esser condotto alla stregua del diritto positivo accertando se «il sacrificio dell'interesse del soggetto danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza». In tal senso, G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 18; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss. Adopera riferimento alla necessità di effettuare una contemperazione tra contrapposti interessi, ed in particolare, la libertà di informazione e la tutela del mercato, anche E. CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 294, anche se con riferimento ad un'analisi di impatto regolatorio della scelta di introdurre una soluzione di private enforcement nel settore del rating.

²¹¹ Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pp. 18 – 19; ID., *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., pp. 679 ss., il quale cita, a conforto, M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., p. 807. Medesima argomentazione viene riproposta da C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 764 ss., anch'ella citando Franzoni nei medesimi termini.

GIUDICI²¹² ricorda che in situazioni che possono determinare problemi di azione collettiva – quali sarebbero, appunto, i casi in cui la diffusione di informazioni o un determinato rapporto contrattuale investano una pluralità di soggetti interessati – la responsabilità civile si presterebbe come naturale meccanismo di soluzione di tali problemi, *imponendo [...] doveri e responsabilità verso collettività di soggetti in forme che diventano, sostanzialmente, inderogabili e, quindi, che sono uniformate (“standardizzate”) secondo caratteri propri dello speciale regime di responsabilità che ha per propria particolare funzione la risoluzione di questo tipo di problemi, vale a dire la responsabilità extracontrattuale*, osservando altresì che *la disciplina della responsabilità contrattuale finisce per diventare concettualmente indistinguibile, da una prospettiva funzionale, rispetto alla disciplina della responsabilità extracontrattuale.*

Per le ragioni anzidetta, bisogna verificare se, nei casi in cui un rapporto obbligatorio manchi e il rating sia diffuso al pubblico indistinto attraverso le più svariate modalità, la qualificazione della responsabilità in termini contrattuali o extracontrattuali possa generare delle distinzioni applicative di rilievo o se, in concreto, i due regimi di responsabilità operino in modo analogo.

Negare detta dicotomia dovrebbe consentire un ridimensionamento delle ricadute pratiche della qualificazione della responsabilità dell’agenzia di rating nei confronti del pubblico degli investitori in termini contrattuali o extracontrattuali: laddove i due regimi di responsabilità conducano, in concreto, a esiti più o meno coincidenti, l’interesse per una compiuta qualificazione della responsabilità in un senso o nell’altro si mostrerebbe, infatti, prettamente teorico.

Inoltre, detta impostazione consentirebbe di esaminare, salvo alcuni adattamenti, **la responsabilità dell’agenzia di rating in maniera unitaria, attraverso un esame congiunto delle singole componenti del giudizio di responsabilità inadempimento/condotta illecita, elemento soggettivo, nesso**

²¹²P. GIUDICI, *L’agenzia di rating danneggia l’emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?* in *Soc.*, 2011, 93 s.

di causalità, tipologia e quantificazione del danno risarcibile, sia per il caso di responsabilità contrattuale che per il caso di responsabilità extracontrattuale.

Ciò potrebbe portare a ritenere che il dolo possa rilevare unicamente quale criterio di imputazione soggettiva dell'azione e non anche quale elemento capace di qualificare il danno quale ingiusto ed in grado di fissare, ex se, un interesse ritenuto meritevole di tutela dall'ordinamento.

Per verificare, in che termini possa differenziarsi la responsabilità *contrattuale* dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori dalla responsabilità *extracontrattuale* nei confronti dei medesimi soggetti, occorre studiare **le differenze che segnano l'inadempimento dell'obbligazione di origine contrattuale dall'illecito aquiliano, fonte di obbligazione risarcitoria.**

Le principali differenze tra la responsabilità da inadempimento di un'obbligazione ex art. 1218 c.c. e la responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c. sono riconducibili al termine di prescrizione, all'atteggiarsi dell'onere della prova, alla risarcibilità dell'interesse negativo e all'applicabilità dell'art. 1225 c.c., che limita il danno risarcibile al danno prevedibile per la sola responsabilità contrattuale non sorretta da dolo²¹³.

Ferme le enunciate differenze, il vero *discrimen* tra i due regimi di responsabilità è rappresentato dall'operare delle regole in materia di onere della prova.

La distinzione tra risarcibilità dell'interesse positivo e risarcibilità dell'interesse negativo, attengono, tra l'altro, a

²¹³C. SALVI, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica e P. Zatti, Milano, 2005, 13 s., annovera, tra gli aspetti di differenziazione dei due regimi, anche l'incapacità naturale, la costituzione in mora, la competenza per territorio, la risarcibilità del danno non patrimoniale e la solidarietà, anche se, specie con riferimento agli ultimi due aspetti menzionati, ben potrebbe dissentirsi. Recentemente, infatti, la giurisprudenza si è orientata verso la risarcibilità in sede contrattuale del danno non patrimoniale che sia dipeso da un inadempimento (cfr., *ex multis*, Cass. SS.UU., 11 novembre 2008, n. 26972, in *Riv. dir. comm.*, 2009, II, 43, con nota di A. SCOTTI, *Le Sezioni Unite e il danno esistenziale: spunti per una riflessione sull'asistematica giurisprudenziale del danno non patrimoniale*) e, per quanto riguarda la solidarietà, essa è comunque prevista quale regola generale anche in materia di diritto delle obbligazioni, quantomeno dal lato passivo, dall'art. 1394 c.c.

profili relativi alla quantificazione del danno, e non operano nel senso di affermare o escludere il diritto a risarcimento, ove sussistente (**Art. 1225 c.c.**).

Sotto altra prospettiva, il mancato assolvimento dell'onere della prova gravante sul creditore/danneggiato può, in radice, condurre al rigetto della domanda risarcitoria.

Oltre alla distinzione tra l'*an* e al quantum del risarcimento, anche altre sono le considerazioni che spingono a non enfatizzare le regole appena ricordate nell'ambito della suddivisione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale dell'agenzia di rating.

Il limite della risarcibilità al solo danno prevedibile, posto dall'art. 1225 c.c. con riferimento alla responsabilità del debitore inadempiente, è **inoperante nei casi di inadempimento doloso**.

Come ha osservato **S. FORTUNATO**²¹⁴, in relazione, tuttavia, alla responsabilità delle società di revisione nei confronti degli investitori, *la rilevanza pratica del limite della prevedibilità sembrerebbe venir meno, dal momento che i risultati applicativi delle due diverse impostazioni paiono, ancora una volta, convergere*.

Il rischio connaturato in ogni contratto di investimento in strumenti finanziari consente di quantificare il danno subito dall'investitore, anche al di fuori di un qualsiasi rapporto obbligatorio tra l'investitore e l'agenzia di rating, necessariamente richiede una valutazione in termini di prevedibilità ex ante del danno medesimo.

Infatti, da un lato, il danno derivante dalla diffusione di informazioni inesatte al mercato, che transita attraverso i meccanismi di prezzo dei titoli sul mercato, presenta una *tipicità* che rende difficile individuare quali potrebbero essere le conseguenze patrimoniali negative del tutto *imprevedibili* ma casualmente riconducibili, ex art. 1223 c.c., all'inadempimento dell'intermediario reputazionale.

Dall'altro, è sempre l'inadempimento dei doveri inerenti all'attività di valutazione del merito di credito che causa il danno

²¹⁴S. FORTUNATO, *Commento all'art. 2409-sexies*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 858 s.

nei confronti dell'investitore, sia che questi sia legato all'agenzia da un rapporto obbligatorio, sia che questi non lo sia, l'agenzia con tutta probabilità sarà in grado di rendersi conto del tipo e dell'entità del danno che potrebbe provocare la diffusione al mercato di un giudizio di rating (anche solo colposamente) errato.

Sotto questo profilo è condivisibile l'opinione di chi, in materia di responsabilità della società di revisione per diffusione di giudizi errati sul bilancio, ha visto con favore l'applicabilità di alcune norme previste in materia di responsabilità contrattuale, quale è l'art. 1225 c.c., anche al di fuori e a prescindere dalla qualificazione della responsabilità del revisore in termini di responsabilità contrattuale²¹⁵.

FORCHIELLI²¹⁶ osservava che il criterio della prevedibilità non avrebbe senso in ambito aquiliano posto che esso si giustifica in ragione delle previsioni dei contraenti al momento della stipulazione del contratto.

È pur vero che nella materia che ci occupa, un'obiezione di tal genere sembrerebbe facilmente superabile, alla luce del fatto che le agenzie di rating nei fatti stipulano un contratto con l'emittente e, più in generale, alla luce della considerazione che le agenzie sono in grado, al momento dell'emissione del giudizio, di avere contezza almeno approssimativamente di quali potrebbero essere le conseguenze dell'emissione di un giudizio negligenzemente errato.

Inoltre, nella prassi giurisprudenziale, l'esclusione della risarcibilità di determinate conseguenze patrimoniali negative derivanti dall'inadempimento contrattuale è giustificata di regola sulla base di considerazioni attinenti alla sussistenza del rapporto di causalità, comune a entrambi i regimi di responsabilità, ***piuttosto che alla luce della loro presunta o accertata imprevedibilità e, soprattutto, che, come si accennava, l'art. 1225 c.c. – ove non venga del tutto disapplicato, nei termini appena detti – non è tanto un limite alla sussistenza del danno quanto piuttosto un limite alla***

²¹⁵Così M. BUSSOLETTI, *Bilancio e revisione contabile: sette anni di disciplina all'ombra degli IAS e delle direttive comunitarie*, cit., 1163. P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, Padova, 1960, 141.

²¹⁶P. FORCHIELLI, *Il rapporto di causalità nell'illecito civile*, Padova, 1960, 141.

misura del danno risarcibile²¹⁷.

L'utilità di distinguere tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale non può fondarsi, quindi, sull'applicabilità o meno dell'art. 1225 c.c., in quanto essa non conduce a esiti significativamente difformi sul piano del danno risarcibile in un caso o nell'altro, analogamente può dirsi con riferimento alla risarcibilità del c.d. interesse negativo.

La valutazione del danno derivante dall'inadempimento del rapporto obbligatorio è effettuata utilizzando come parametro di riferimento il **c.d. interesse positivo**, alla luce della ***differenza tra la situazione che si sarebbe determinata nel patrimonio del creditore qualora il contratto fosse stato correttamente adempiuto e quella invece residua a seguito dell'inadempimento***²¹⁸.

Interesse positivo è, l'interesse all'adempimento, ovvero l'interesse del creditore a conseguire l'utilità che avrebbe ottenuto in caso di esatto adempimento da parte del debitore e, dunque, il risarcimento è da ***commisurarsi avendo riguardo alla differenza tra la situazione patrimoniale del debitore in caso di esatto adempimento e quella residua a seguito dell'inadempimento, secondo la Differenztheorie, oramai adottata anche dalla giurisprudenza italiana***²¹⁹.

Il risarcimento del c.d. interesse negativo, ovvero l'interesse a essere posto nella situazione antecedente al verificarsi dell'illecito, e principalmente valutabile attraverso il riferimento ai costi e alle spese inutilmente sostenute in ragione di esso, oltre alle eventuali utilità che sarebbero state conseguite se l'illecito non avesse avuto luogo, pare quindi limitato ai casi in cui il soggetto che ha subito il danno non aveva diritto, né alla luce di una previsione contrattuale né in forza di una previsione

²¹⁷G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, 303 ss.; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, 826. Sulla scarsa applicazione giurisprudenziale dell'art. 1225 c.c. cfr. per brevissimi cenni anche R. PARDOLESI, *Il diavolo nei dettagli: le molte insidie della quantificazione del danno patrimoniale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 5.

²¹⁸G. VILLA, *La quantificazione del danno contrattuale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 37.

²¹⁹G. TRAVAGLINO, *Il danno patrimoniale extracontrattuale*, in *La quantificazione del danno patrimoniale*, in *Danno e resp.*, 2010, 49.

legale, a una prestazione da parte del danneggiante.

La differenza tra interesse positivo e interesse negativo, nonché tra ciò che consente il risarcimento del primo in luogo del secondo, se appare netta sotto il profilo teorico, diviene meno chiara se si tengono presenti le circostanze del caso concreto, con le quali la quantificazione del danno è chiamata a confrontarsi.

Anche considerando che la previsione legale di ulteriori strumenti di quantificazione del danno siano ispirati a logiche diverse da quella menzionata, basti pensare ai casi di forfettizzazione legale del danno, si può ritenere che, nella valutazione del danno contrattuale, *interesse positivo e teoria differenziale costituiscono, in definitiva, soprattutto criteri operativi ai quali ispirare la quantificazione, suscettibili però di deroga*: una deviazione da tali criteri può rendersi necessaria anche qualora la quantificazione del danno risulti oltremodo difficoltosa e sia dunque impossibile ricorrervi in concreto.

Nell'ambito di una valutazione equitativa del danno ex art. 1226 c.c., il riferimento alle spese sostenute invano dal creditore, rientranti nel dominio dell'interesse negativo, costituisca un utile parametro per stimare l'interesse di tale soggetto all'ottenimento della prestazione.

In altre parole, talvolta, *è l'art. 1226, concernente la valutazione equitativa del danno, a permettere di impiegare, con il ricorso all'interesse negativo, un dato dimostrabile e certo, con il quale stimare un pregiudizio che altrimenti, rimarrebbe indeterminato»*.

È proprio la difficoltà di applicare al danno da rating concetti quali l'interesse positivo e l'interesse negativo e, soprattutto, la difficoltà di individuare con esattezza minuendo e sottraendo di una ipotetica operazione volta ad accertare la differenza tra patrimonio dell'investitore prima e dopo la diffusione del giudizio di rating che sembra giustificare, come si vedrà più ampiamente in seguito, il ricorso alla valutazione equitativa del danno nell'ambito del giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia e che, fin d'ora, ci consente di ritenere non particolarmente rilevanti le categorie dell'interesse positivo e negativo al fine di ricercare una qualche ricaduta pratica della qualificazione in chiave contrattuale o extracontrattuale della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti del pubblico

degli investitori.

In definitiva è, in **materia di onere della prova** gravante in capo al creditore/danneggiato che può ravvisarsi la differenza più marcata tra i due regimi di responsabilità e, in tale ambito, occorre saggiare il rilievo pratico della qualificazione in un senso o nell'altro della responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori.

Sotto un profilo più generali, si rammenta che, intervenendo in materia di onere della prova dell'inadempimento di obblighi contrattuali, la Suprema Corte a Sezioni Unite²²⁰, ha ritenuto che, a prescindere dal rimedio invocato dal creditore, e quindi sia che questi agisca per ottenere l'adempimento, sia che invece domandi la risoluzione del contratto e il risarcimento del danno, il regime dell'onere della prova gravante in capo al creditore debba essere unitario.

In entrambi i casi egli dovrà, infatti, dimostrare il titolo sul quale si fonda la propria pretesa, allegando l'inadempimento del debitore, mentre spetterà a quest'ultimo la prova di aver esattamente adempiuto, sia nel caso di mancato adempimento che nel caso di inesatto adempimento, con l'unica eccezione dell'inadempimento dell'obbligazione negativa.

Aderendo, quindi, all'orientamento allora minoritario, la Suprema Corte ha chiarito che, qualunque sia il rimedio invocato dal creditore, e sia in caso di mancato adempimento che in caso di inesatto adempimento (rappresentato, ad esempio, da difformità o vizi dei beni consegnati ovvero dall'inesatta esecuzione del servizio dedotto in obbligazione), l'onere della prova gravante in capo al creditore investe esclusivamente il titolo sul quale si fonda la propria pretesa e il danno patito, potendo egli limitarsi ad allegare l'inadempimento subito,

²²⁰Cass. SS.UU., 30 ottobre 2001, n. 13533, in *Contratti*, 2002, 113, con nota di U. CARNEVALI, *Inadempimento e onere della prova*; in *Corr. giur.*, 2001, 1565, con nota di V. MARICONDA, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*; in *Nuova giur. civ. comm.*, 2002, 349, con nota di B. MEOLI, *Risoluzione per inadempimento e onere della prova*. Per un commento alla sentenza citata si vedano anche G. VILLA, *Onere della prova, inadempimento e criteri di razionalità economica*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, 707; e G. VISINTINI, *La Suprema Corte interviene a dirimere un contrasto tra massime (in materia di onere probatorio a carico del creditore vittima dell'inadempimento)*, in *Contr. e impr.*, 2003, 903.

mentre spetta al debitore la prova di aver esattamente adempiuto.

È evidente, dunque, la differenza rispetto all'onere della prova gravante sul soggetto danneggiato che voglia ottenere il risarcimento del danno patito ai sensi dell'art. 2043 c.c, ipotesi nella quale egli è, gravato dell'onere di provare non soltanto il danno subito, ma anche che questo è causalmente derivato da una condotta dolosa o colposa del danneggiante.

L'onere della prova investe, dunque, la condotta del danneggiante, l'elemento soggettivo del dolo o della colpa, il danno e il nesso di causalità tra la condotta e il danno: si tratta, pertanto, di una prova più difficile da fornire e, in base alle circostanze del caso concreto, talvolta particolarmente ardua per il danneggiato.

In linea teorica, appare evidente la differenza in materia di onere della prova a seconda che la responsabilità sia riconducibile ai dettami dell'art. 1218 c.c. ovvero debba essere qualificata in chiave extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c.

Per vero, **con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, sembra doversi concludere diversamente sia in ossequio alla disciplina europea introdotta dal Regolamento UE n. 462/2013, sia ad un più attento esame delle regole e dei principi in materia di ripartizione dell'onere probatorio vigenti nel nostro ordinamento;** occorre prima di tutto quale sia l'oggetto delle prove di cui possono essere onerati rispettivamente gli investitori e le agenzie di rating.

Prima di tutto si pone il problema in cosa possa consistere l'inadempimento di una società di rating.

Non è l'esame degli *accordi d'uso* dei siti internet delle CRA, ad aiutare, in quanto quest'ultima non è tenuta ad alcuna prestazione nei confronti delle proprie controparti, se non quello di consentire loro la consultazione dei relativi siti.

Il Reg.(CE) n.1060/2009, ha tuttavia posto le condizioni auspicate per la concreta praticabilità della via della responsabilità civile essendo stata prevista (nel Titolo II, nonché dall'allegato 1) quelle *regole per la perita emissione del parere sul merito di credito*, sino ad allora affidate soltanto alle previsioni di codici di condotta e regole di moral suasion, quali

sono essenzialmente quelle di provenienza IOSCO (si veda §8, 10, 16, 42), oltre che alla "prassi internazionale", prive di forza coercitiva .

Ebbene, con il Reg. (CE) n. 1060/2009 sono stati previsti numerosi obblighi di fonte legale che non solo integrano il contenuto obbligatorio degli *accordi d'uso*, ma costituiscono anche dei fondamentali parametri di riferimento per calibrare la diligenza richiesta alle CRA nello svolgimento della loro attività caratteristica.

Quanto al danno patito dai soggetti che abbiano basato le proprie decisioni di investimento sui rating pubblicati sul sito cui hanno ricevuto accesso in forza degli accordi in esame, può trovare fondamento solo nel caso in cui l'investitore abbia investito il proprio denaro in titoli dal rating ingiustificatamente lusinghiero: in tal caso, la responsabilità dovrebbe discendere dal mancato investimento in titoli dotati di rating ingiustificatamente penalizzanti.

Invero, appare difficile ipotizzare un danno arrecato dalla CRA al patrimonio dell'utilizzatore del rating.

In effetti, non dovrebbe essere dimostrato soltanto che l'investitore ha evitato di investire in un determinato strumento finanziario perché quest'ultimo aveva un rating basso, ma anche che il titolo oggetto di investimento avrebbe costituito una chance.

Inoltre, l'aver (la CRA) attribuito un merito creditizio diverso da quello effettivo e corretto non costituisce, di per sé, inadempimento poiché non è un risultato quello che la legge richiede alle CRA, bensì soltanto l'impiego di determinati mezzi e procedure.

Quanto al nesso di causalità, all'utente registrato al sito internet della CRA è richiesto di dimostrare che, in assenza di un rating incoraggiante, avrebbe optato per un altro investimento.

Spetta, invece, alla CRA l'onere di provare l'adempimento agli obblighi previsti per legge e per contratto nella preparazione e diffusione del rating dedotto in giudizio: il punto necessita una precisazione.

La normativa comunitaria (in particolare l'allegato III al regolamento 1060/2009, aggiunto in forza del Reg. 513/2011) prevede numerosi obblighi di *disclosure* a carico delle CRA registrate, anche in riferimento all'affidamento che è ragionevole riporre nei giudizi di rating.

L'adempimento a tali obblighi, ai fini della prova liberatoria di cui nel testo, non può identificarsi con le clausole di esonero da responsabilità CRA, e ciò non solo per i limiti di cui si è detto supra nel testo utilizzo dei siti delle contenute nei vigenti accordi di licenza perché tali *disclaimers* scontano, ma perché il condivisibile obiettivo di informare gli utilizzatori sull'opportunità di non riporre incondizionatamente la propria fiducia nei rating non può condurre al punto di obliterare l'esistenza dei numerosi *policy transfer*, nonché i citati arresti della giurisprudenza interna, la quale considera i rating quali oggetto di comunicazione obbligatoria da parte degli intermediari ai propri clienti: **pena il verificarsi del paradosso di cui la dottrina statunitense si è lamentata in più occasioni**²²¹.

Nell'ipotesi in cui, l'attore pretenda di domandare alla CRA il risarcimento integrale del danno subito, è altresì possibile che quest'ultima dimostri tanto il concorso di colpa del danneggiato ai sensi dell'art. 1227 c.c., quanto l'esistenza di fattori che al momento dell'emissione del rating non erano noti e che, tuttavia, hanno giocato un ruolo decisivo nell'eziologia del default.

Secondo altra parte della dottrina²²², invece, l'investitore sarebbe titolare di un diritto fondamentale ad avere una informazione corretta, completa ed adeguata, diritto che sarebbe stato *riconosciuto dal legislatore comunitario, dal legislatore*

²²¹Cfr. PARTNOY, The paradox of credit ratings, sul sito www.ssrn.com, 20, "at the same time virtually every financial regulator in the United States is relying substantively on credit ratings, a few smart judges in Chicago are saying such reliance by an investor is unreasonable".

²²² Cfr. L. DI DONNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating, cit., p. 416; P. SANNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., p. 158; F. GRECO, La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore, in *Rivista di diritto bancario*, 11, 2013, pp. 4 – 5. Il riferimento alla esistenza di un diritto ad ottenere informazioni corrette viene realizzato, anche se senza alcuna velleità di argomentazione ulteriore, da C. SCARONI, La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., pp. 764 ss.

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

In giurisprudenza, l'esistenza di un diritto ad ottenere una informazione esatta e corretta è controversa.

In particolare, secondo un certo orientamento, datato, si potrebbe individuare unicamente un interesse alla corretta informazione da parte del destinatario della stessa, meritevole di tutela, mentre secondo altro orientamento nel nostro ordinamento vi sarebbe un vero e proprio diritto in tal senso.

Per il primo orientamento, si veda **Cassazione Civile, sez. III, 09 giugno 1998, n. 5659**²²³, secondo cui *in tema di responsabilità per i danni derivanti dall'aver confidato sulla veridicità di informazioni ricevute, non è configurabile un diritto soggettivo all'esattezza dell'informazione richiesta, bensì solo un interesse giuridicamente protetto a non vedersi alterare o malformare la volontà per l'opera dolosa o colposa di un terzo, interesse configurabile alla stregua dell'art. 1439, comma 2, c.c. e tutelabile in sede aquiliana solo a seguito di un giudizio di comparazione con il contrapposto interesse del soggetto agente; tuttavia, nell'ambito dei rapporti bancari, le regole di trasparenza e di corretta gestione del credito comportano che l'imprenditore bancario, ove ritenga di (o sia tenuto a) fornire un'informazione, non può fornirla inesatta, dovendo altrimenti rispondere ai sensi dell'art. 2043 c.c. dei danni ingiustamente causati.*

Per il secondo, **Tribunale di Monza, 15 febbraio 1996**²²⁴, secondo cui *qualora la lesione del diritto alla libertà di contrarre e della aspettativa di adempimento sia consumata con violazione del fondamentale dovere di buona fede, nell'ambito di un rapporto caratterizzato dal diritto ad un'informazione (se non completa) almeno corretta e non fuorviante, si verifica una lesione della integrità del patrimonio, cosicché l'interferenza sull'altrui diritto di credito diviene fonte di un danno ingiusto e conseguentemente induce responsabilità extracontrattuale, a norma dell'art. 2043 c.c..*

²²³ Molino c. Cassa risp. prov. Lombarde, in *Danno e responsabilità*, 1998, p. 1048.

²²⁴ Soc. Bonara c. Banca naz. lav., in *Responsabilità civile e previdenza*, 1997, p. 512.

Oltre al diritto *ad avere una corretta informazione*, si accosterebbe, secondo alcuni²²⁵, il **diritto all'integrità patrimoniale** che potrebbe essere gravemente compromesso da investimenti condizionati dal giudizio delle agenzie.

Secondo altra dottrina, l'ingiustizia del danno subito dall'investitore consisterebbe nel *ragionevole (rectius, incolpevole) affidamento riposto da questi sulla regolarità del comportamento dell'informatore, qualificato dal suo status professionale e dagli obblighi di condotta su di esso gravanti proprio in quanto operatore qualificato*²²⁶.

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

Con il regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato

²²⁵ L. DI DONNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating, cit., p. 416 – 417.

²²⁶ Cfr. F. D. BUSNELLI, Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte, cit., p. 561, secondo il quale esisterebbero «nell'ordinamento italiano criteri normativi che consentono, in tema di responsabilità da informazioni inesatte, di configurare come ingiusto il danno derivante dalla lesione dell'affidamento incolpevole di un destinatario ragionevolmente prevedibile». In particolare, l'Autore adopera riferimento al criterio dell'affidamento incolpevole contenuto nell'art. 1338 c.c. in cui l'interesse tutelato sarebbe quello dell'interesse alla libertà negoziale. Allo scopo viene, altresì, citato C. M. BIANCA, Diritto Civile, Milano, Giuffré, III, 1984, p. 163, nonché R. SACCO, Il contratto, Torino, Utet, 1975, p. 919 e R. SACCO, G. DE NOVA, Il contratto, in Trattato di diritto civile, P. Rescigno (diretto da), Torino, Utet, X, 1982, p. 502, secondo i quali la tutela risarcitoria prevista dallo stesso art. 1338 c.c. costituirebbe «una specificazione della fattispecie delineata dall'art. 2043». Accanto a detto criterio, l'Autore ritiene applicabile analogicamente l'ulteriore criterio di destinarietà ragionevolmente prevedibile di cui alla disciplina in tema di responsabilità da prodotti difettosi, al tempo contenuta nel D.P.R. n. 224/1988. Si veda sul punto, altresì, P. SANNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., p. 158; M. MARIANELLO, Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating, Roma, Edizioni del Mondo giudiziario, 2004, p. 152. Il diritto ad avere informazioni corrette, chiare e comprensibili è stato recentemente confermato con la modifica del Codice del Consumo ad opera del d. lgs. n. 21/2012 che tipizza gli obblighi informativi che il professionista deve adempiere prima di concludere un contratto con un consumatore, con la modifica degli artt. 48 e 49 del predetto codice.

dal regolamento (UE) n. 462/2013, seguendo la tendenza alla tipizzazione delle forme di responsabilità (professionale) da informazione economica inesatta già in atto²²⁷, all' **art. 35 bis** adopera esplicito riferimento al ragionevole affidamento quali situazioni giuridica soggettiva tutelabile, la cui prova della lesione sembrerebbe essere posta in capo all'investitore reclamante il danno.

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

Obiettivo della legislazione è quello di *migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la correttezza gestionale e l'indipendenza delle attività di rating del credito, contribuendo alla qualità dei rating del credito emessi nell'Unione e al buon funzionamento del mercato interno, realizzando nel contempo un grado elevato di protezione dei consumatori e degli investitori*²²⁸.

La regolamentazione europea ha, dunque, introdotto, con una norma senza precedenti, una previsione concernente la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori (e degli emittenti), che si applica in presenza delle violazioni di cui all'allegato III del Regolamento CE n. 1060/2009, come da ultimo modificato.

Tale precisazione è, invero, particolarmente importante ai fini del corretto inquadramento della nuova disciplina nell'ambito dei singoli ordinamenti nazionali.

È, d'altro canto, lo stesso art. 35-bis, par. 5, a preoccuparsi di precisare che *il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale*: come a dire, qualora si sia in presenza di una violazione *tipica* delle norme del Regolamento CE n. 1060/2009, individuata dall'allegato III, l'investitore può azionare il rimedio previsto dalla normativa

²²⁷ Cfr. P. SANNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., p. 156, il quale adopera riferimento alla normativa introdotta in tema di revisori contabili e responsabilità da prospetto.

²²⁸ Cfr. art. 1, par. 1, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come sostituito dall'art. 1, regolamento (UE) n. 462/2013.

europea, ma in ogni caso non è precluso l'esercizio dei rimedi che sarebbero altrimenti concessi all'investitore dai singoli ordinamenti nazionali²²⁹.

In teoria, possono esserci dei casi in cui il medesimo inadempimento dell'agenzia consenta il ricorso sia a rimedi previsti dal diritto interno, sia al rimedio risarcitorio considerato dall'art. 35-bis, poiché risulta integrata una delle violazioni previste dall'allegato III parimenti sanzionata dall'ordinamento giuridico del singolo Stato membro.

È possibile, ad esempio, che anche la legislazione nazionale preveda la risarcibilità del danno da rating, ovvero che a tale risultato possa comunque pervenirsi in applicazione delle regole generali in materia di responsabilità civile e dei principi dell'ordinamento in questione.

Sempre in linea teorica, vi potranno essere viceversa altri casi in cui sarà applicabile un solo rimedio, poiché, ad esempio, pur non ricadendosi in una violazione tipica, il rimedio sarà comunque azionabile sulla base del diritto nazionale, ovvero **poiché, nulla disponendo la legislazione nazionale al riguardo e non essendovi altro titolo al risarcimento del danno, si applicherà il solo rimedio previsto dall'art. 35-bis.**

Questo è lo scenario all'interno del quale muovere per determinare quali siano i possibili strumenti di tutela a disposizione dell'investitore che si ritenga leso da un giudizio dell'agenzia.

In tale contesto, il richiamato **par. 5 dell'art. 35-bis**, ungi dal risolvere gli eventuali problemi di coordinamento tra normativa europea direttamente applicabile e normativa nazionale

²²⁹ Tuttavia, come mostra il Documento di lavoro dei servizi della Commissione, contenente una sintesi della valutazione di impatto che accompagna la Proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e la Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi, (SEC(2011) 1355 definitivo), pubblicato il 15 novembre 2011, tra le ragioni che giustificano un intervento volto ad ovviare al problema dell'insufficiente diritto di ricorso a rimedi di tipo risarcitorio da parte degli investitori si segnala l'«assenza di regimi di responsabilità civile in alcuni stati membri» e il «rischio di arbitraggio regolamentare» (cfr. p. 64 del Dossier del Servizio affari internazionali del Senato).

preesistente, si limita a rimandare a quest'ultima quanto alla loro risoluzione; nella consapevolezza che, non essendovi, nella quasi totalità degli Stati membri, ad esclusione della Francia²³⁰, una disciplina espressa sulla responsabilità delle agenzie di rating, nella maggioranza di casi si applicherà esclusivamente la disciplina europea e il ricorso ai principi generali non servirà più a legittimare la risarcibilità del danno da rating, ma, eventualmente, a integrare e specificare le linee guida tracciate dalla normativa europea.

Nel nostro Ordinamento, fino all'introduzione dell'art. 35-bis, non vi era, infatti, alcuna disposizione espressa in materia di risarcibilità del danno da rating.

La dottrina giuridica italiana si è a lungo impegnata nel cercare di trovare e identificare il fondamento della responsabilità civile delle agenzie di rating, ricorrendo a figure note alla teorica della responsabilità e sperimentate, in generale, con riferimento alla diffusione di informazioni inesatte (sui mercati finanziari).

Come già accennato, nonostante la mancanza di una previsione normativa in materia di responsabilità delle agenzie di rating nella legislazione vigente, la dottrina e la maggioranza della poca giurisprudenza pronunciatasi in argomento hanno riconosciuto, tuttavia, che le agenzie di rating potessero essere chiamate, a diverso titolo, a rispondere nei confronti degli investitori e degli emittenti danneggiati dai propri giudizi.

A un tale esito interpretativo si è giunti in applicazione, rispettivamente, degli artt. 2043 c.c. e dell'art. 1218 c.c., ritenendo, nell'un caso, che l'ingiustizia del danno potesse essere ravvisata nella lesione positiva della libertà contrattuale dell'investitore e, nell'altro, che il negligente svolgimento dell'attività di rating potesse costituire inadempimento del contratto sussistente tra agenzia e emittente.

È quindi necessario delimitare lo spazio residuo rimasto, seguito dell'introduzione dell'art. 35-bis, per l'invocabilità dei rimedi risarcitori fondati, rispettivamente, sull'art. 2043 c.c. ovvero sull'art. 1218 c.c., tenendo a mente che, in ogni caso, il

²³⁰ In argomento cfr. B. FRANÇOIS, *Les agences de notation en France*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 41 ss.; e A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 80.

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

Da una lettura attenta dell'art. 35-bis, sembra, che la normativa europea e le regole nazionali in materia di responsabilità civile siano destinate a integrarsi e non ad escludersi a vicenda; il diritto nazionale deve, coprire gli spazi vuoti lasciati dalle regole europee direttamente applicabili.

Quindi, le regole poste dall'art. 35-bis, riconducibili alle figure tradizionali della responsabilità civile, al fine di colmare le eventuali lacune di disciplina, costituiranno il principale fondamento delle richieste risarcitorie presentate sia dagli investitori che dagli emittenti nei confronti delle agenzie di rating.

In definitiva, stante il riconoscimento della risarcibilità del danno da rating da parte dell'art. 35-bis, spetterà all'interprete stabilire se le fattispecie incluse nell'ambito di applicazione della norma vadano lette in chiave contrattuale o extracontrattuale.

Per quanto riguarda il danno agli investitori, una volta che questo sia stato integralmente risarcito in applicazione dell'art. 35-bis, non sembrerebbe possibile il ricorso ad analogo rimedio risarcitorio ammesso dal diritto interno.

Il medesimo danno può essere, infatti, risarcito un'unica volta e, pertanto, si deve escludere che, una volta ottenuto ristoro del danno patito ai sensi dell'art. 35-bis, siano a disposizione dell'investitore ulteriori rimedi di tipo risarcitorio.

Il ricorso alle regole interne in materia di responsabilità civile potrà, dunque svolgere un **ruolo integratore di eventuali spazi di disciplina rimasti vuoti.**

La disciplina interna potrebbe avere un ruolo di primo rilievo nel caso in cui non risulti azionabile il rimedio previsto dall'art. 35-bis, poiché, ad esempio, non è riscontrabile una violazione dell'allegato III.

Una tale ipotesi dovrebbe essere comunque vagliata alla luce delle peculiarità del caso concreto e, tuttavia, considerato il numero e l'ampiezza delle fattispecie di violazione della normativa europea previste dall'allegato III, non potrebbe che riferirsi a casi estremamente marginali.

Potrebbe anche verificarsi un caso in cui il rimedio previsto dal diritto interno a favore dell'investitore non sia necessariamente ed esclusivamente quello risarcitorio, in ragione, ad esempio, della sussistenza di un rapporto contrattuale tra l'investitore medesimo e l'agenzia di rating.

È infatti ipotizzabile la proposizione in giudizio della domanda di risoluzione del contratto eventualmente concluso tra l'investitore e l'agenzia di rating e di restituzione del prezzo pagato dall'investitore per il servizio di rating, salvo l'eventuale risarcimento del danno, nonostante trattasi, come si è accennato, di ipotesi molto poco frequenti, posto che generalmente l'investitore e l'agenzia di rating non sono legati tra di loro da alcun rapporto contrattuale.

In tal caso, tuttavia, non si sarebbe in presenza di uno dei casi in cui al risarcimento posto dalla normativa nazionale si accompagna un'autonoma istanza risarcitoria ai sensi dell'art. 35-bis, par. 5, in quanto la cumulabilità del rimedio pare esclusa in radice dall'inapplicabilità della regolamentazione europea citata ai c.d. rating privati, ossia ai giudizi *prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione a pubblico o alla distribuzione previo abbonamento* (cfr. art. 2, lett. a, Regolamento CE n. 1060/2009).

Il rimedio risarcitorio sarà, dunque, semmai concesso in via contrattuale ai sensi dell'art. 1453 c.c., per tal ragione, appare, quindi, fortemente ridimensionata l'importanza sistematica del par. 5 dell'art. 35-bis poiché, quantomeno con riferimento al nostro ordinamento, la norma richiamata non fa altro che ammettere l'eventuale ricorso agli eventuali ulteriori rimedi risarcitori previsti dal diritto nazionale anche al di fuori delle ipotesi previste dall'allegato III.

Pertanto alla luce delle regole interne in materia di responsabilità civile, conforme al carattere da un lato sovranazionale e dall'altro di diretta applicabilità dello strumento legislativo utilizzato, si determina il primato della normativa europea su quella interna.

Dunque **la responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating, e il concorso causale dell'agenzia di rating alla realizzazione di fattispecie di illecito plurisoggettivo**, si pongono a monte rispetto all'esame del regime di responsabilità,

e ciò contribuisce a ridare unità a un quadro per certi versi frammentario.

Come già detto, la responsabilità *da prospetto* dell'agenzia di rating rappresenta la prospettiva più facilmente perseguibile.

La questione dell'applicabilità della nuova disciplina europea della responsabilità delle agenzie di rating sarà considerata, in particolare, in rapporto al disposto **dell'art. 94, comma 8, TUF**, fermo restando che, in linea teorica, nulla esclude l'applicabilità dell'art 35-bis ai rating inclusi in un prospetto o in un documento d'offerta, qualora ne siano integrati i presupposti.

Per quanto riguarda, invece, l'eventuale sussistenza di un regime di responsabilità solidale o parziaria tra agenzia di rating e eventuali altri corresponsabili, la questione potrebbe essere più agevole, in assenza di una disciplina speciale interna di riferimento e poiché l'art. 35-bis nulla prevede al riguardo.

Se si decidesse di aderire **all'orientamento che riconosce la responsabilità da illecito civile nell'ipotesi di danno da rating inesatto**, la situazione giuridica soggettiva tutelata, ad oggi *de iure condito*, è **quella del ragionevole affidamento riposto dall'investitore nell'expertise delle agenzie** che, per l'effetto, diviene elemento della fattispecie e non già fonte, esso stesso (i.e. atto ovvero fatto ai sensi dell'art. 1173 c.c.), dell'obbligazione risarcitoria.

In realtà, è ampiamente ritenuto che **la tutela dell'affidamento legittimo ovvero ragionevole altro non è che una forma**, anche indiretta, di tutela della libertà di intrapresa e di tutela del risparmio.

È altresì ampiamente ritenuto che **il principio di tutela del risparmio possa considerarsi interesse meritevole di tutela e, come tale, capace di colorare di ingiusto un danno eventualmente cagionato ad un investitore dalla valutazione erronea espressa dal rater**²³¹.

²³¹ Tanto nonostante l'orientamento giurisprudenziale della Corte Costituzionale è nel senso di ritenere l'art. 47 della Costituzione disposizione con portata programmatica e non precettiva. La predetta giurisprudenza si è sviluppata soprattutto in tema di richieste di declaratoria di illegittimità costituzionale di norme "tributarie" che, in vario modo, introducevano una tassazione che, a dire del giudice remittente, potevano, in astratto, incidere sul risparmio, nonché in tema di legittimazione della pratica anatocistica. Si veda, in tal senso, ex multis, Corte Costituzionale, 04 luglio 2008, n. 254, Unicredit Banca c. Fall. soc. Crestani

Nell'ipotesi più frequente del risparmio tradito, il danno risarcibile consiste, *nella perdita patrimoniale della rendita del capitale investito ovvero, nelle ipotesi più gravi, nella perdita dello stesso capitale ovvero ancora di quota parte di esso*²³².

In detta ipotesi, assumerà rilievo, *la perdita di chance consistente nell'aver impedito che quei danari potessero esser investiti in maniera diversa su prodotti che avrebbero avuto il rendimento su cui si avrebbe fatto affidamento in ragione del rating pubblicizzato e, come tale, il predetto danno dovrà essere risarcito ai sensi dell'art. 2056 c.c.*²³³.

Nell'ipotesi più rara, il danno apprezzabile consisterà, altresì, nel mancato investimento in ragione di un voto di rating errato al ribasso.

In tale ipotesi, tuttavia, vi è più di un dubbio che possa effettivamente apprezzarsi un danno sì fatto, tenuto conto che sul mercato si sarebbero comunque potuti trovare strumenti finanziari con tasso di interesse (e corrispondente indice di rischio) capace di soddisfare le esigenze dell'investitore.

Ebbene, nei citati casi, se da un lato può considerarsi violata una situazione giuridica soggettiva, consistente in astratto nell'aver inciso sulla libertà di iniziativa economica dell'investitore, dall'altro, in concreto mancherebbe la possibilità di individuare un danno effettivamente cagionato.

68. La responsabilità da prospetto dell'agenzia di rating.

Il prospetto d'offerta ha la funzione di consentire agli investitori di assumere scelte di investimento consapevoli, posto che esso deve contenere, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, *tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti,*

costruz., Foro italiano, 10, I, 2008, col. 2728; Corte Costituzionale, 27 luglio 1982, n. 143, Parracino e altro c. Pres. consiglio ministri, in Comm. trib. centr., II, 1982, p. 708. Per una rassegna delle decisioni della Corte Costituzionale in materia, si veda G. ARIOLLI, La tutela del risparmio, disponibile sul sito www.cortecostituzionale.it, passim.

²³² Cfr. L. DI DONNA, La responsabilità civile delle agenzie di rating, cit., p. 417; C. SCARONI, La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, cit., pp. 764 ss.

²³³ Cfr. M. MARIANELLO, La responsabilità civile dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori, cit., pp. 635 ss.

*sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti*²³⁴.

Non a caso la disciplina dell'offerta al pubblico di strumenti finanziari si apra con le norme sul prospetto e, ovvero, con le disposizioni che disciplinano il suo contenuto e la responsabilità dei soggetti chiamati a redigerlo, confermando la centralità di questo strumento ai fini dell'informazione del pubblico; una disciplina simile è quella prevista per il prospetto d'offerta, alla luce della identità degli interessi sottesi, è prevista anche con riferimento al prospetto di quotazione, stante il rinvio operato **dall'art. 113, comma 1, TUF**.

Anche laddove il prospetto riguardi esclusivamente l'ammissione alle negoziazioni, il contenuto di tale documento informativo dovrà essere in buona parte analogo a quello previsto in generale con riferimento alle operazioni di offerta al pubblico, salvi gli opportuni adattamenti richiesti dalla domanda di ammissione alle negoziazioni.

Anche in tale ipotesi sussistono esigenze di tutela del pubblico e di efficienza e trasparenza del mercato e perciò giustificano, in generale, la previsione di regole in materia di *disclosure* che assistano l'investitore nell'assunzione delle proprie scelte di investimento assicurando, nel contempo, il corretto andamento delle negoziazioni sul mercato.

Mentre il prospetto di quotazione è *diretto a fornire dati e notizie che serviranno agli investitori per assumere decisioni di investimento in (o disinvestimento da) valori mobiliari negoziati in un mercato regolamentato*, il prospetto di offerta, pur essendo sempre destinato agli investitori, *fornisce ad essi i dati e le notizie necessarie per decidere se investire o meno nei valori mobiliari che vengono offerti in vendita od in sottoscrizione*.

Si è osservato, tuttavia, che una tale differenza non deve in ogni caso essere enfatizzata, posto che *al di là dei profili differenziali appena evidenziati, sussiste una profonda identità*

²³⁴ Così si esprime, appunto, l'art. 94, comma 2, TUF, mutuando in gran parte la propria terminologia dall'art. 5, par. 1, della direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva Prospetto).

*tra le due categorie di prospetti in termini funzionali. Tanto il prospetto di quotazione quanto quello di offerta pubblica sono diretti a consentire l'assunzione di decisioni consapevoli d'investimento, poco importa che l'investimento avvenga in valori appena ammessi a quotazione oppure in valori oggetto di un'offerta pubblica*²³⁵

Questa è la ragione per cui le previsioni della direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva Prospetto) si applicano indistintamente ai prospetti d'offerta e di quotazione²³⁶: tale disciplina è unitaria anche per quanto riguarda la materia della responsabilità civile.

L'art. 6 della Direttiva Prospetto lascia, invero, un buon margine di discrezionalità in materia agli Stati membri, prevedendo esclusivamente che la responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto debba essere attribuita *almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, alla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi* e richiedendo, solamente, che le persone responsabili siano chiaramente indicate nel prospetto, unitamente a una loro attestazione *certificante che per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata*.

La previsione dettata in materia di prospetto di offerta al pubblico di vendita e di sottoscrizione **dall'art. 94, comma 8, TUF, in diretta attuazione dell'art. 6 della Direttiva Prospetto**, stabilisce che *l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni*

²³⁵ Cfr. G. FERRARINI, Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa, cit., 251. In argomento si veda anche P. MARCHETTI, Note sul prospetto informativo, cit., 45 ss.

²³⁶ Cfr. considerando (1), Direttiva Prospetto. In argomento P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, Commento all'art. 94, in Il testo unico della finanza, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, 2012, 1073. Si veda anche S. BRUNO, La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico, cit., 785 s.

contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso, per espressa previsione dell'art. 113, comma 1, TUF, si applichi anche al prospetto di quotazione.

Se l'ammissione alle negoziazioni non è preceduta da un'offerta al pubblico **non potrà, invece, applicarsi il comma 9, dell'art. 94, TUF – al quale, infatti, l'art. 113, comma 1, TUF, non fa espresso rinvio** estendendo, dunque, la responsabilità da prospetto all'intermediario responsabile del collocamento: in assenza di un collocamento dei titoli non ha, infatti, ragion d'essere una tale prescrizione²³⁷.

La medesima ratio assiste le disposizioni in materia di redazione del documento di offerta per le operazioni di offerta al pubblico di acquisto e di scambio (artt. 101-bis ss. TUF)²³⁸.

Il regime di responsabilità è quindi applicabile anche al documento d'offerta inesatto, falso o fuorviante, redatto in occasione di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, sia comunque riconducibile, con gli adattamenti richiesti dal tipo di operazione posta in essere, alle previsioni dettate dall'art. 94 TUF²³⁹ e, pertanto, di responsabilità da prospetto si possa propriamente parlare a prescindere dal tipo di documento nel quale è racchiusa l'informazione falsa o fuorviante ovvero di rating errato, non facendo, dunque, alcuna differenza a seconda che si tratti di prospetto d'offerta, prospetto di quotazione o documento di offerta²⁴⁰.

Dalla responsabilità da prospetto si evincere come sa rilevante il fatto che alla predisposizione del prospetto partecipa una

²³⁷ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2012, 354.

²³⁸ Il Capo II del Titolo III, recante la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e di scambio, è del resto collocato all'interno della Parte IV del TUF, contenente la disciplina degli emittenti, la quale si apre con il ricordato art. 91 TUF che subordina l'intervento della Consob *alla tutela degli investitori nonché all'efficienza e trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali*.

²³⁹ Cfr. P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, *Commento all'art. 94, cit.*, 1078; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta, cit.*, 123 ss.

²⁴⁰ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 911.

pluralità di soggetti con compiti e competenze distinti e differenziati, al fine di poter calibrare su tali differenze il regime di responsabilità applicabile a ciascuno²⁴¹: **Ne consegue che i presupposti e i confini della responsabilità da prospetto, ad esempio, dell'agenzia di rating, non coincideranno con i presupposti e i confini della responsabilità da prospetto dell'emittente, dell'offerente, del soggetto che chiede l'ammissione alla quotazione, dell'intermediario collocatore, della società di revisione, e via dicendo.**

Una soluzione interpretativa si era, peraltro, già affermata prima dell'introduzione, con il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, emanato in attuazione della direttiva 2003/71/CE, di una disciplina espressa della responsabilità da prospetto.

Allora, parte della dottrina sosteneva che ai sottoscrittori del prospetto, compresi gli eventuali intermediari collocatori, potesse venire applicata in via analogica la disposizione prevista dall'art. 2339, comma 1, n. 3, c.c., in materia dei responsabilità dei promotori in caso di costituzione della società per azioni per pubblica sottoscrizione: applicazione che avrebbe determinato, il rinvio ad una forma particolarmente rigorosa di responsabilità, la quale prescinde dall'elemento soggettivo della colpa²⁴².

²⁴¹ G.B. PORTALE, in *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. credito*, 1982, I, 18, secondo la quale «[I]a verità è che al problema della responsabilità da prospetto – e del resto non si è mancato di ammetterlo –, non possono essere date che soluzioni articolate, in corrispondenza alla diversità di fattispecie riscontrabili nella prassi».

²⁴² Pur richiamando il dibattito dottrinale e giurisprudenziale circa la riconducibilità della responsabilità precontrattuale al precetto di cui all'art. 1218 c.c. ovvero alla responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c., G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, cit., 25, ritiene che la regola applicabile non possa che essere quella prevista dall'art. 1218 c.c. e che, in base ad essa, l'investitore avrebbe esclusivamente l'onere di provare, oltre al danno, la non veridicità o l'incompletezza delle informazioni contenute nel prospetto. La tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale è stata originariamente sostenuta da L. MENGONI, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, 360 ss., recentemente anche in L. MENGONI, *Scritti II. Obbligazioni e negozio*, a cura di C. Castronovo, A. Albanese, A. Nicolussi, Milano, 2011, 267 ss.; e successivamente ripresa da F. BENATTI, *La responsabilità precontrattuale*, Milano, 1963, 126 ss. e, più di recente, da C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 458 ss. Si segnala, tuttavia, che la giurisprudenza largamente maggioritaria ha costantemente affermato un'opinione contraria a quella del Mengoni, ritenendo che la responsabilità precontrattuale abbia natura extracontrattuale. Al riguardo,

Sempre secondo parte della dottrina, anche nell'ipotesi in cui il prospetto non fosse stato sottoscritto dall'intermediario collocatore, ma fosse comunque stato utilizzato al fine di fornire servizi di investimento, dunque un prospetto sottoscritto esclusivamente da terzi, **si sarebbe potuta applicare la regola dettata in via generale dall'art. 1337 c.c. in materia di buona fede nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto.**

Il ricorso alla responsabilità precontrattuale, ricondotta nell'alveo della responsabilità da inadempimento di obbligazioni ex art. 1218 c.c.²⁴³, *sarebbe stato dunque giustificato anche con riferimento a soggetti diversi dalle parti del futuro contratto, in ragione del contributo fornito dall'intermediario collocatore nel corso della formazione del contratto e dell'affidamento riposto dagli investitori «nelle qualità professionali degli intermediari specializzati» che propongono l'investimento*²⁴⁴.

FERRARINI ricorda che chi riconduce la responsabilità da prospetto alla responsabilità precontrattuale, a sua volta letta in chiave contrattuale, ritiene che l'art. 1337 c.c. sia invocabile anche a seguito della conclusione di un valido contratto e non solamente nel caso di rottura delle trattative e che la responsabilità precontrattuale possa estendersi anche a soggetti terzi rispetto alle parti del futuro contratto che abbiano partecipato comunque alla sua formazione²⁴⁵

Altra parte della dottrina pur riconoscendo una similitudine tra l'intermediario collocatore e il promotore di società per

per tutti, cfr. Cass. SS.UU., 16 luglio 2001, n. 9645, in Giust. civ. mass., 2001, 1404; in Foro it., 2002, I, 806, con nota di S.R. MASERA.

²⁴³ G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, cit., 21 ss. Come chiarisce l'Autore, dato essenziale al fine di poter applicare all'intermediario-collocatore che non abbia sottoscritto il prospetto l'art. 1337 c.c. sarebbe l'esistenza di un «contatto qualificato»

²⁴⁴ G.B. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, cit., 21 ss. Come chiarisce l'Autore, dato essenziale al fine di poter applicare all'intermediario-collocatore che non abbia sottoscritto il prospetto l'art. 1337 c.c. sarebbe l'esistenza di un «contatto qualificato»

²⁴⁵ G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, a cura di P. Auteri, Milano, 1991, 71 s.

azioni ²⁴⁶, riteneva applicabile a entrambe le ipotesi richiamate il precetto posto dall'art. 1337 c.c., sempre riconducendo il regime di responsabilità da esso derivante nell'ambito della responsabilità contrattuale²⁴⁷.

Le prime pronunce giurisprudenziali in materia di responsabilità da prospetto hanno ritenuto applicabile alla banca collocatrice l'art. 1337 c.c., accogliendo, tra l'altro, la tesi della natura contrattuale della responsabilità precontrattuale. In particolare, il primo caso affrontato dal **Tribunale di Milano** riguardava un'operazione di appello al pubblico risparmio volta al collocamento di titoli obbligazionari di nuova emissione, nella quale, a detta degli investitori, la banca collocatrice si era impegnata a garantire la bontà dell'investimento proposto.

Poco dopo il pagamento delle prime cedole, la società emittente era fallita e non era stato possibile procedere al rimborso del capitale investito.

Il Tribunale di Milano ha ritenuto che, nonostante mancasse la prova dell'assunzione da parte della banca dell'obbligo di garantire l'adempimento delle obbligazioni della società emittente, la banca collocatrice potesse ciò nondimeno ritenersi responsabile nei confronti degli investitori in ragione dell'attività prestata nell'operazione di collocamento.

In particolare, il Tribunale ha affermato che la responsabilità in questione *non resta in capo agli emittenti o ai sottoscrittori del prospetto, ma (...) si estende a tutti coloro che intervengono nelle trattative con una particolare qualifica professionale, spesso indispensabile per suscitare quell'affidamento, che è determinante per convincere il risparmiatore all'impiego del suo denaro.*

Il Tribunale, accogliendo la tesi del Ferrarini²⁴⁸, che ha ritenuto, inoltre, che gli obblighi di informazione del pubblico relativi alle operazioni di appello al pubblico risparmio fossero

²⁴⁶ G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., 60 ss.

²⁴⁷ G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., 48 ss., che richiama, la tesi esposta da L. MENGONI, Sulla natura della responsabilità precontrattuale, cit., 360 ss. sulla natura contrattuale della responsabilità precontrattuale.

²⁴⁸ G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., 119 ss.

da qualificarsi come obbligazioni di risultato e non di mezzi, con la conseguenza che sarebbe spettato all'intermediario provare l'assenza di colpa, una volta provato l'inadempimento²⁴⁹.

Successivamente, in sede di gravame, la **Corte di Appello di Milano** ha in sostanza confermato la sentenza del Tribunale, con un'unica precisazione: gli obblighi informativi della banca nei confronti degli investitori sono stati questa volta ricondotti alla categoria concettuale dell'obbligazione di mezzi e non di risultato²⁵⁰.

In un successivo caso, posizione composita ha assunto, invece, il **Trib. Triste, 13 luglio 1994**²⁵¹, circa il collocamento di valori mobiliari e responsabilità dell'intermediario: la Corte ha distinto a seconda che l'informazione fosse stata fornita dall'intermediario all'investitore quale *prodotto*, e pertanto, in adempimento di un obbligo dalla cui violazione discenderebbe la responsabilità ex art. 1218 c.c., ovvero a titolo di cortesia, poiché l'intermediario in quest'ultimo caso risponderebbe esclusivamente in presenza di una frode, o ancora, infine, nell'ambito di un rapporto qualificato che non abbia per oggetto specifico la fornitura dell'informazione, poiché in tale ipotesi si tratterebbe di responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c.

*Qualora l'intermediario collocatore avesse provveduto a sottoscrivere il prospetto informativo, tale assunzione formale di paternità circa il contenuto del prospetto avrebbe in ogni caso costituito un contatto qualificato sufficiente a legittimare, anche in tale ipotesi, il ricorso diretto al regime del culpa in contrahendo previsto dall'art. 1337 c.c.*²⁵².

FERRARINI, sostiene che è da ritenere, tuttavia, che il contatto "qualificato", che la dottrina giustamente prefigura come fonte del rapporto precontrattuale, non debba necessariamente risiedere in un contatto "personale" con una delle parti del (futuro) contratto, bensì possa consistere in una situazione equivalente, idonea a suscitare il medesimo

²⁴⁹ Cfr. Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in Giur. comm., 1988, II, 585, con nota di G. FERRARINI, Investment banking, prospetti falsi e culpa in contraendo.

²⁵⁰ Cfr. App. Milano, 2 febbraio 1990, in Giur. comm., 1990, II, 755.

²⁵¹ **Trib. Triste, 13 luglio 1994**, in Soc., 1995, 539, con nota di G. GAMBROGI.

²⁵² G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., spec. 68 ss.

affidamento, che una partecipazione personale e diretta alla formazione del contratto potrebbe originare.

Pertanto, già in virtù dell'art. 1337 c.c., gli intermediari in questione diventano parti di un rapporto obbligatorio precontrattuale con gli investitori, che sul contenuto del prospetto abbiano riposto il proprio affidamento e il criterio della sottoscrizione del prospetto si presta, in definitiva, ad una generale applicazione alle diverse ipotesi di appello al pubblico risparmio e consente di sottoporre alla buona fede precontrattuale (...) i diversi soggetti ai quali detto appello risulti imputabile, a prescindere dalla posizione (di emittente, di alienante, di intermediario e simili) da essi assunta, e dall'attività dai medesimi svolta, nei confronti degli investitori²⁵³.

Dunque, pur mancando la sottoscrizione del prospetto, o di un contatto personale diretto tra intermediario e investitore, la sussistenza di un rapporto precontrattuale tra i due si sarebbe potuta comunque argomentare dalla «*qualificata partecipazione della banca ad una tale complessiva attività di sollecitazione al pubblico risparmio, giusta la standardizzazione delle procedure e delle modalità di informazione del pubblico, quando, ad esempio, il consorzio di collocamento fosse stato organizzato secondo lo schema dell'associazione in partecipazione o del mandato senza rappresentanza*²⁵⁴.

Il regime del culpa *in contrahendo* sarebbe, pertanto, estendibile a quei soggetti che, pur non avendo sottoscritto il prospetto, né essendo entrati in un contatto qualificato con l'investitore, abbiano sostanzialmente organizzato l'operazione di investimento, al fine di evitare un'elusione della responsabilità.

In tale ipotesi sarebbe ammissibile l'applicazione analogica della disciplina prevista dall'art. 2339, comma 2, c.c., con riferimento ai promotori di società per azioni e sarebbero assoggettati a responsabilità non solo i soggetti che abbiano instaurato un contatto qualificato con l'investitore, ma anche

²⁵³ La medesima tesi è esposta anche in un successivo lavoro: cfr. G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto delle banche, cit., 442 ss.

²⁵⁴ G. FERRARINI, Investment banking, prospetti falsi e culpa *in contrahendo*, nota a Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in Giur. comm., 1988, II, 585

coloro per conto dei quali tali soggetti hanno agito²⁵⁵.

Per quanto riguarda gli altri soggetti, diversi dall'emittente e dagli intermediari che intervengono nell'operazione di collocamento, ma che partecipano a diverso titolo all'operazione di appello al pubblico risparmio senza che abbiano sottoscritto il prospetto o che abbiano instaurato un contatto qualificato con l'investitore, non si sarebbe potuto fare ricorso alle regole della responsabilità precontrattuale, ma si sarebbe dovuto attingere alla disciplina della responsabilità extracontrattuale posta dall'art. 2043 c.c.

Sarebbe stata, quindi, retta dalle regole della responsabilità extracontrattuale l'eventuale responsabilità da prospetto degli amministratori della società emittente che, pur provvedendo all'operazione di appello al pubblico risparmio, non abbiano avuto alcun contatto personale diretto con l'investitore.

Allo stesso modo sarebbe stata di natura extracontrattuale anche la responsabilità della società di revisione che abbia certificato il bilancio della società emittente e, infine, quella degli avvocati menzionati nel prospetto per aver espresso un parere legale su alcuni aspetti dell'investimento proposto: sul punto, **FERRARINI**, osserva che *i revisori e gli altri esperti, di cui è menzione nel prospetto, entrano piuttosto in una relazione indiretta con gli investitori, che potrà fondare una loro responsabilità extracontrattuale, non una responsabilità in contrahendo.*

Dalla tutela precontrattuale sarebbero, poi, stati esclusi gli investitori che avessero acquistato i titoli menzionati nel prospetto non già sul mercato primario, ma bensì sul mercato secondario: in tal caso, tuttavia, non si sarebbe potuta giustificare l'analogia tra sottoscrizione del prospetto e contatto qualificato, posta alla base del rapporto precontrattuale, così come non sarebbe stato possibile distinguere i titoli oggetto di quella specifica operazione di appello al pubblico risparmio da eventuali titoli identici emessi in precedenza.

²⁵⁵ Al riguardo cfr. anche G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto delle banche, cit., 452 ss.; ID., La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., 82 ss.; ID., La responsabilità da prospetto, in Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari, cit., 80.

Per le stesse ragioni, si sarebbe dovuto fare ricorso alla tutela extracontrattuale anche con riferimento alle scelte di investimento e disinvestimento effettuate sulla base delle informazioni contenute in un prospetto di quotazione, alla luce dell'assenza di un'operazione di collocamento titoli presso il pubblico idonea a fondare un rapporto pre negoziale²⁵⁶.

Un tentativo di unificazione della disciplina in esame è stato adottato da chi, non aderendo all'impostazione precontrattuale sopra ricordata, ha proposto una terza via.

Un'ulteriore opinione, dunque, seguita da una parte della giurisprudenza, ha infatti **ravvisato nella lesione della libertà contrattuale il fondamento dell'ingiustizia del danno arrecato all'investitore dal prospetto falso o ingannevole e ha ricondotto le diverse fattispecie generative di responsabilità da prospetto nell'ambito della responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c. (390).**

In tal senso ha deciso la **Cass., 11 giugno 2010, n. 14056**, la quale ha affermato che qualora *vi sia stata violazione delle regole destinate a disciplinare il prospetto informativo che correda l'offerta, trattandosi di regole volte a tutelare un insieme ancora indeterminato di soggetti per consentire a ciascuno di essi la corretta percezione dei dati occorrenti al compimento di scelte consapevoli, si configura un'ipotesi di violazione del dovere di *neminem laedere* e, per ciò stesso, la possibilità che colui al quale tale violazione è imputabile sia chiamato a rispondere del danno da altri subito a cagione della violazione medesima secondo i principi della responsabilità aquiliana.*

Prima del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, si erano espressi nel senso della responsabilità extracontrattuale anche **Trib. Milano, 17 luglio 1997**²⁵⁷; Trib. Milano, 21 ottobre 1999, cit.; Trib.

²⁵⁶ G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., 87 ss. Tale interpretazione è stata superata dall'introduzione di una disciplina europea e italiana che accomuna in punto di responsabilità il prospetto di emissione al prospetto di quotazione, come ricorda anche S. BRUNO, La (nuova?) responsabilità da prospetto, cit., 786

²⁵⁷ , in Foro pad., 1998, I, c. 139, con nota di B. MENEGHINI, Brevi note sull'azione nei confronti dei sindaci di società di capitali ex art. 2395 c.c.

Napoli, 25 settembre 2002²⁵⁸.

Nel senso dell'applicabilità dell'art. 1337 c.c., letto in chiave contrattuale, si è invece espressa la sentenza del **Trib. Milano nel caso Freedomland**, successiva alla modifica dell'art. 94 TUF che ha introdotto una disciplina espressa in materia di responsabilità da prospetto.

Il Tribunale di Milano si è pronunciato in un caso di offerta al pubblico e contestuale ammissione alle negoziazioni sul Nuovo Mercato di azioni della società start-up Freedomland.

Il prospetto predisposto in occasione dell'operazione conteneva dati falsi in relazione al numero dei clienti e al fatturato e numerose altre inesattezze circa il prevedibile andamento della società.

A seguito del dissesto di Freedomland gli investitori agirono in giudizio contro lo sponsor/responsabile del collocamento, la società di revisione e la Consob²⁵⁹.

BRUNO²⁶⁰, osserva: *in ragione dell'indeterminatezza dei soggetti destinatari delle informazioni non è possibile configurare un rapporto obbligatorio propriamente inteso,*

²⁵⁸ in Soc., 2004, 75 ss. e Trib. Napoli, 4 aprile 2003, in Soc., 2004, 75 ss., entrambe con nota di S. RIZZINI BISINELLI – R. ZUCCATO, Danno da falso in prospetto.

²⁵⁹ Cfr. Trib. Milano, 25 luglio 2008, disponibile su <http://www.ilcaso.it>

²⁶⁰ S. BRUNO, L'azione di risarcimento per i danni da informazione non corretta sul mercato finanziario, cit., 97 ss. Cfr. P.G. JAEGER, Appunti sulla responsabilità da prospetto, in *Quadrimestre*, 1986, 287, il quale ritiene, tra l'altro, che la qualificazione in termini di responsabilità extracontrattuale della responsabilità da prospetto sia preferibile e che gli «artt. 2055 e 2095, assieme all'art. 2049, che nell'interpretazione ha assunto la ben nota envergure, che ne ha fatto uno strumento fondamentale nella disciplina della responsabilità civile, consentono di colpire soggetti estranei al rapporto diretto tra emittente e investitore». In senso analogo, cfr. G. ALPA, Circolazione di valori mobiliari e responsabilità civile degli intermediari, in *Corr. giur.*, 1987, 1200 ss.; ID., Prospetto informativo. Orientamenti della dottrina, cit., 370 s.; U. CARNEVALI, In tema di c.d. responsabilità da prospetto delle banche, in *Corr. giur.*, 1989, 1003 e s., il quale ritiene che estendere l'ambito dei doveri prenegoziali agli intermediari che si limitano a segnalare le opportunità di investimento comporti un indebito allargamento della responsabilità precontrattuale e sostiene in materia le tesi della responsabilità extracontrattuale. Di questa opinione sembra anche G. CATTANEO, Recensione a G. Ferrarini, La responsabilità da prospetto, informazione societaria e tutela degli investitori (*Quaderni di «Giurisprudenza Commerciale»*, n. 78), Giuffrè, Milano, in *Quadrimestre*, 1986, 429, il quale, difatti, si chiede se non sia preferibile «un'interpretazione che all'unitarietà della figura facesse corrispondere un'unica disciplina»

neppure di buona fede; anche le informazioni pubblicate nel prospetto sono destinate al mercato e contribuiscono ad una valutazione indistinta degli strumenti finanziari offerti o quotati che consentirà una determinazione del prezzo.

L'Autrice²⁶¹ ha mantenuto ferma la propria opinione anche a seguito dell'introduzione di una disciplina legislativa espressa in materia di responsabilità da prospetto che, a suo dire, avrebbe confermato la tesi della responsabilità aquiliana per due ragioni.

Se si fosse trattato di responsabilità per inadempimento di obbligazioni ex art. 1218 c.c. non sarebbe stato necessario introdurre la presunzione di colpevolezza a favore dell'investitore. Inoltre, il comma 11 dell'art. 94 TUF prevederebbe il termine di prescrizione quinquennale proprio della responsabilità extracontrattuale.

È rimasta isolata anche la tesi di **A. PERRONE**²⁶², secondo la quale la dichiarazione di responsabilità – prevista dalla formulazione allora vigente dell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti per chi effettua la sollecitazione all'investimento e per altri soggetti, quali il responsabile del collocamento, il presidente del collegio sindacale e l'offerente – avrebbe giustificato l'applicazione della disciplina della garanzia per vizi della cosa venduta poiché, in presenza di un'informativa fuorviante e falsa contenuta nel prospetto, il prezzo degli strumenti finanziari oggetto del medesimo non si sarebbe formato correttamente, determinando, pertanto, *una*

²⁶¹ Cfr. sul punto S. BRUNO, La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico, cit., 789. Ripercorre il dibattito dottrinale sulla responsabilità da prospetto lo stesso G. FERRARINI, esponente della tesi precontrattuale, in Responsabilità da prospetto, in *Informazione e pubblicità nell'offerta al pubblico di valori mobiliari*, cit., 69 ss. Si segnala, infine, la diversa opinione espressa da C. CASTRONOVO, Le frontiere mobili della responsabilità civile, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1989, 588, rimasta isolata, secondo la quale la responsabilità da prospetto dell'intermediario sarebbe qualificabile direttamente come responsabilità contrattuale, potendo essere ricondotta all'art. 1759 c.c., norma che disciplina la responsabilità del mediatore. L'Autore ha poi riconsiderato la propria tesi riconoscendo la natura precontrattuale della responsabilità non soltanto dei soggetti che predispongono il prospetto (i.e. l'emittente e l'offerente) ma anche dell'eventuale intermediario collocatore, riconducendo la responsabilità di quest'ultimo alla figura del concorso nella condotta lesiva (C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, cit., 518 s.).

²⁶² A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, cit., 84 ss. (spec. 93 ss.)

sproporzione fra prezzo e “valore intrinseco”, che in una cosa consegue a un’imperfezione materiale, attingendo invece negli strumenti finanziari – notoriamente “beni di secondo grado”, derivanti il loro valore dai futuri cash flows che potranno generare – alla alterazione del rendimento atteso cagionata dalla falsa od omessa informazione

Con riferimento alla previsione di contenuto analogo del Regolamento Emittenti, nella formulazione allora vigente, che richiedeva una *esplicita assunzione di responsabilità da parte dei redattori del prospetto circa la veridicità e completezza dei dati e delle notizie ivi contenute per le parti di rispettiva pertinenza.*

S. BRUNO²⁶³, osservava che tale formula comportava un’assunzione di responsabilità per i dati e le notizie personalmente inseriti (...), così come per ogni altro dato e notizia (comunque inseriti) che fossero tenuti a conoscere e verificare, dando quindi rilievo al ruolo svolto dal soggetto considerato nell’ambito della predisposizione e redazione del prospetto.

Il legislatore ha mutuato una formula che, invero, era già utilizzata in via di prassi nella redazione dei prospetti informativi prima ancora che fosse introdotta un’espressa disciplina legislativa in materia²⁶⁴.

Tale prassi era stata fortemente criticata dall’Autore (S. Bruno) citato, secondo il quale avrebbe potuto ingenerare l’erronea convinzione che ***le informazioni relative all’emittente ed ai valori mobiliari offerti non siano in alcun modo attribuibili all’intermediario***, mentre, in ragione della sussistenza in capo all’intermediario di un obbligo di controllare le informazioni sull’emittente e sugli strumenti finanziari oggetto del collocamento, le medesime dovevano considerarsi informazioni proprie anche dell’intermediario: il problema oggi non sembra avere ragione di porsi stante il dettato del comma 9

²⁶³ S. BRUNO, L’azione di risarcimento per danno da informazione non corretta sul mercato finanziario, cit., 201.

²⁶⁴ G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori, cit., 101, nota 104.

dell'art. 94 TUF²⁶⁵.

Eppure, il dettato legislativo non pare univocamente indirizzato in tal senso.

A. ANELLI²⁶⁶, così come parte della dottrina²⁶⁷, rileva che, stando ad un'interpretazione letterale dell'ottavo comma dell'art. 94 TUF, l'utilizzo del maschile *ciascuno*, in luogo del femminile *ciascuna* si riferirebbe non solo a *ogni altra persona responsabile del prospetto*, ma anche ai soggetti precedentemente menzionati dalla norma stessa: l'Autore ritiene, invece, solidale la responsabilità dell'intermediario responsabile del collocamento ai sensi dell'art. 94, comma 9, TUF²⁶⁸.

Dunque, ciascun soggetto coinvolto nella redazione del prospetto risponde per le parti di sua competenza non equivale affatto alla previsione di un regime di responsabilità parziaria.

Si deve dunque sottolineare l'esigenza di avere riguardo al diverso contributo che i soggetti menzionati forniscono alla redazione del prospetto, al fine di definire in che limiti essi possano essere chiamati a rispondere; ciò significa ritenere che l'emittente o l'offerente risponderanno comunque per il contenuto dell'intero prospetto, posto che su di essi grava l'obbligo di predisposizione del medesimo, e non esclusivamente per i dati e le notizie ad essi attribuibili.

Anche i giudizi della società di revisione o i pareri degli

²⁶⁵ Si veda anche G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto delle banche, cit., 458.

²⁶⁶ **A. ANELLI**, La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte, in Soc., 2011, 416.

²⁶⁷ P. MONTALENTI, Le agenzie di rating: appunti, cit., 519; P. GIUDICI, La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari, cit., 226 s.; P. FIORUZZI – E.S. DE NARDIS – N.B. PUPPIENI, Commento all'art. 94, cit., 1079; B. ANDÒ, Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici, Milano, 2008, 187.

²⁶⁸ G. FACCI, Il danno da informazione finanziaria inesatta, cit., 128 ss., secondo il quale dovrebbe applicarsi anche nei rapporti esterni il criterio posto dall'art. 2055, comma 2, ai fini del regresso tra corresponsabili; e V. SANGIOVANNI, La responsabilità da prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento Consob, in La Responsabilità Civile, 2011, 856. Con riferimento alla precedente formulazione della dichiarazione di responsabilità contenuta nell'Allegato 1B del Regolamento Emittenti, anche A. PERRONE, Informazione al mercato e tutele dell'investitore, cit., 121, ha ritenuto che si trattasse di responsabilità parziaria.

esperti, sono di regola fondati su dati e notizie provenienti della società, in relazione ai quali sussiste un obbligo di verifica e controllo da parte della società stessa.

Inoltre, deve tenersi conto che il garante e il responsabile del collocamento potranno essere chiamati, in solido con tali soggetti, a rispondere del contenuto dell'intero prospetto, sia pure avendo riguardo, ancora una volta, ai dati e alle notizie che questi fossero ragionevolmente tenuti a verificare e controllare.

Pertanto anche per un'inesattezza del prospetto potrebbe rispondere il solo emittente, magari unitamente al revisore, trattandosi di un dato contabile, e non il responsabile del collocamento, laddove quest'ultimo non potesse ritenersi tenuto a verificare l'effettiva precisione di quel dato.

Si ricorda, al riguardo, che il regime della solidarietà è stato scelto, dal codice civile del 1942, quale regola generale sia nella materia contrattuale che nella materia extracontrattuale. Infatti, mentre, da un lato, l'art. 1294, c.c., prevede che *i condebitori sono tenuti in solido, se dalla legge o dal titolo non risulta diversamente*, dall'altro, l'art. 2055 c.c. estende la regola della solidarietà al campo del risarcimento del danno aquiliano.

Per tale ragione, ogni deroga al regime della solidarietà risarcitoria deve risultare da un'espressa opzione in tal senso da parte del legislatore.

In generale, laddove l'informazione sia *di competenza* di più soggetti, essi saranno solidalmente responsabili nei confronti degli investitori per la sua inesattezza o falsità.

Sostiene la tesi della responsabilità solidale, anche, **S. BRUNO**²⁶⁹, la quale, tuttavia, argomenta sulla base del tenore letterale dell'art. 94, comma 8, TUF, in quanto il legislatore *utilizza la congiunzione "nonché"*.

La conclusione richiamata, circa la sussistenza di una responsabilità solidale nel caso in cui «l'informazione riguard[i] fatti comuni a due o più delle parti che partecipano alla redazione del prospetto», è condivisa anche da **P. GIUDICI**²⁷⁰, che pure

²⁶⁹ . BRUNO, La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico, cit., 786, la quale, tuttavia, argomenta sulla base del tenore letterale dell'art. 94, comma

²⁷⁰ P. GIUDICI, La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari, cit., 228

ritiene che l'art. 94, comma 8, TUF, abbia introdotto un regime di responsabilità parziaria per i redattori del prospetto.

La disciplina della responsabilità da prospetto di cui all'art. 94, comma 8, TUF, considera anche il diverso ruolo che emittente, offerente, garante, intermediario e altre persone responsabili del prospetto ricoprono nell'ambito della sollecitazione all'investimento.

Si rammenta, inoltre, che è proprio la disparità informativa che caratterizza le negoziazioni che avvengono sul mercato a giustificare, secondo una diffusa opinione, l'imposizione di doveri informativi in capo ad emittenti e altri soggetti e, pertanto, a giustificare l'obbligo del prospetto.

Al riguardo **G. FERRARINI**²⁷¹, osserva che *[p]remendo su chi detiene la (o ha un accesso privilegiato alla) informazione, affinché dischiuda i dati e le notizie rilevanti, si corregge la principale disfunzione del mercato mobiliare e si consente allo stesso di adempiere con efficienza al proprio compito allocativo.*

Nel caso di offerta avente ad oggetto titoli già in circolazione la questione si complica, poiché in tale ipotesi l'offerente non coincide necessariamente con l'emittente.

L'offerente ben potrebbe essere un soggetto, terzo rispetto all'emittente, che nel frattempo ha acquistato i titoli emessi da quest'ultimo²⁷².

Nel caso di offerta pubblica d'acquisto, invece, il documento d'offerta conterrà informazioni relative all'offerente, che, quindi, di nuovo, sarà il principale depositario delle informazioni rilevanti ai fini della redazione del prospetto.

Il ruolo centrale lo ha l'emittente (così come l'offerente o il soggetto che richiede l'ammissione del titolo alla quotazione) poiché, tendenzialmente, tale soggetto coincide con l'emittente stesso, in quanto si tratta, di soggetto che dispone di controllo diretto delle informazioni da pubblicare e sul quale grava

²⁷¹ G. FERRARINI, Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori, in Banca borsa tit. credito, 1982, I, 233.

²⁷² V. SANGIOVANNI, La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF, in Giur. merito, 2010, 885.

l'obbligo di predisporre il prospetto²⁷³.

L'art. 94, comma 8, TUF, prevede che tale soggetto risponda dei danni arrecati agli investitori che abbiano fatto affidamento sul prospetto *a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso*, disponendo, pertanto, un'inversione dell'onere della prova circa l'elemento della colpa.

Rigoroso è pure il regime di responsabilità previsto per l'intermediario responsabile del collocamento dal comma 9 dell'art. 94 TUF, che estende a tale soggetto l'inversione dell'onere della prova di cui al comma precedente.

D'altro canto, *l'intermediario ha (nei confronti degli investitori) un accesso privilegiato alle informazioni rilevanti per un giudizio ponderato sull'investimento offerto* in ragione delle proprie competenze professionali e del rapporto diretto con l'emittente.

Si può, dunque, affermare che l'emittente/offerente e l'intermediario responsabile del collocamento sono, i soggetti che, avendo un maggiore accesso, ovvero una maggiore disponibilità alle informazioni richieste ai fini della redazione del prospetto, vengono chiamati a rispondere per le inesattezze contenute nel prospetto in prima battuta.

Ad essi si affiancano, a seconda dei casi, gli altri soggetti *responsabili delle informazioni contenute nel prospetto*: tali soggetti non necessariamente coincidono con l'emittente/offerente, con il soggetto che richiede l'ammissione alla negoziazione, con l'eventuale garante o financo con l'intermediario collocatore, come dimostra l'utilizzo da parte del legislatore della congiunzione *nonché*.

²⁷³ G. FERRARINI, La responsabilità da prospetto delle banche, cit., 458; ID., Investment banking, prospetti falsi e culpa in contrahendo, cit., 598; ID., Gestione fiduciaria, nuove forme di investimento, tutela degli investitori, cit., 242, ove si ricorda che «[l]'informazione sulle caratteristiche e sulle qualità degli investimenti offerti è allocata, quasi per intero, a favore delle imprese emittenti e degli intermediari». E. MACCHIAVELLO, La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro, cit., 933, ricorda, inoltre, che nel caso di emissioni obbligazionarie, le banche che si occupano del collocamento dei titoli coincidono solitamente con le banche finanziatrici della società e, pertanto, già conoscono la situazione debitoria di quest'ultima.

L'applicabilità dell'art. 94, comma 8, TUF, alle agenzie di rating diventa un momento decisivo nella definizione dell'ambito di responsabilità da prospetto che queste possono essere chiamate a fronteggiare, anche se, tuttavia, non decisivo, posto che, come si vedrà meglio in seguito, la responsabilità di soggetti diversi da quelli espressamente menzionati dall'articolo in esame, che non figurano tra i *responsabili* delle informazioni contenute nel prospetto, è stata, in ogni caso, generalmente affermata sulla base dell'art. 2043 c.c.

Pertanto, ammessa la possibilità che le agenzie di rating rispondano per le errate valutazioni sul merito di credito incluse nel prospetto, il problema principale diventa quello di stabilire quale sia il regime di responsabilità applicabile, tenendo a mente che, sia che si opti per l'applicazione analogica dell'art. 94, comma 8, TUF, sia che, invece, si ritenga di dover fare ricorso alle regole generali in materia di responsabilità extracontrattuale, il risultato di una tale operazione interpretativa deve oggi fare i conti con la disciplina posta dall'art. 35-bis introdotto dal Regolamento n. 462/2013.

L'agenzia di rating sembra, dunque, chiamata a rispondere in ogni caso per l'inesattezza dei giudizi di rating inclusi nel prospetto: rimane però da verificare se, applicandosi eventualmente l'art. 94, comma 8, TUF, l'investitore potrà beneficiare dell'inversione dell'onere della prova ivi prevista.

69. La disciplina nazionale in materia di responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori.

La regolamentazione europea ha, dunque, introdotto fattispecie concernente la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori (e degli emittenti), che si applica in presenza delle violazioni di cui all'allegato III del Regolamento CE n. 1060/2009, come da ultimo modificato.

È, lo stesso art. 35-bis, par. 5, a precisare che *il presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale*: in poche parole, qualora si verifichi una violazione *tipica* delle norme del Regolamento CE n. 1060/2009, individuata dall'allegato III, l'investitore potrà azionare il rimedio previsto dalla normativa europea, senza vedersi preclusa la possibilità di esercizio dei rimedi che

sarebbero altrimenti concessi all'investitore dai singoli ordinamenti nazionali²⁷⁴.

La diretta applicabilità dei regolamenti europei nell'ordinamento dei Paesi membri consente all'investitore leso di fare direttamente ricorso al rimedio risarcitorio ivi previsto.

Occorre adesso verificare quali possano essere i rimedi a disposizione degli investitori all'interno dell'ordinamento nazionale italiano e, se essi si riducano a quanto previsto dall'art. 35-bis, ovvero se sia individuabile un diverso titolo per il risarcimento del danno.

La dottrina ha teorizzato, laddove vi sia una delle violazioni previste dall'allegato III parimenti sanzionata dall'ordinamento giuridico del singolo Stato membro che l'inadempimento dell'agenzia consenta il ricorso sia a rimedi previsti dal diritto interno, sia al rimedio risarcitorio considerato dall'art. 35-bis.

Non è infatti escluso, che anche la legislazione nazionale preveda la risarcibilità del danno da rating, o meglio che a tale risultato possa comunque pervenirsi in applicazione delle regole generali in materia di responsabilità civile e dei principi dell'ordinamento in questione.

Vi possono poi essere casi in cui sarà applicabile un solo rimedio, poiché, ad esempio, pur non ricadendosi in una violazione tipica, il rimedio sarà comunque azionabile sulla base del diritto nazionale, o ancora, perché, la legislazione nazionale nulla prevede al riguardo e dunque non essendovi altro titolo al risarcimento del danno, si applicherà il solo rimedio previsto dall'art. 35-bis.

²⁷⁴ Tuttavia, come mostra il *Documento di lavoro dei servizi della Commissione, contenente una sintesi della valutazione di impatto che accompagna la Proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e la Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi*, (SEC(2011) 1355definitivo), pubblicato il 15 novembre 2011, tra le ragioni che giustificano un intervento volto ad ovviare al problema dell'insufficiente diritto di ricorso a rimedi di tipo risarcitorio da parte degli investitori si segnala l'«assenza di regimi di responsabilità civile in alcuni stati membri» e il «rischio di arbitraggio regolamentare» (cfr. p. 64 del Dossier del Servizio affari internazionali del Senato).

In tale contesto, il richiamato § 5 dell'art. 35-bis, non affronta né risolve gli eventuali problemi di coordinamento tra normativa europea direttamente applicabile e normativa nazionale preesistente, ma si limita a rimandare a quest'ultima quanto alla loro risoluzione; nella consapevolezza che, non essendovi, nella quasi totalità degli Stati membri, ad esclusione della Francia²⁷⁵, una disciplina espressa sulla responsabilità delle agenzie di rating, *nella stragrande maggioranza di casi si applicherà esclusivamente la disciplina europea e il ricorso ai principi generali non servirà più a legittimare la risarcibilità del danno da rating, ma, eventualmente, a integrare e specificare le linee guida tracciate dalla normativa europea.*

Nell'ordinamento italiano, fino all'introduzione dell'art. 35-bis, non vi era, infatti, alcuna disposizione espressa in materia di risarcibilità del danno da rating.

Come già accennato, la dottrina giuridica italiana si è a lungo impegnata nel cercare di trovare e identificare il fondamento della responsabilità civile delle agenzie di rating, ricorrendo a figure note alla teorica della responsabilità e sperimentate, in generale, con riferimento alla diffusione di informazioni inesatte (sui mercati finanziari).

Anche se nella legislazione vigente manca una previsione normativa in materia di responsabilità delle agenzie di rating, la dottrina e la maggioranza della giurisprudenza che si è pronunciata sull'argomento hanno riconosciuto, *che le agenzie di rating potessero essere chiamate, a diverso titolo, a rispondere nei confronti degli investitori e degli emittenti danneggiati dai propri giudizi.*

Come si è già visto, si è giunti in applicazione, rispettivamente, degli artt. 2043 c.c. e dell'art. 1218 c.c., ritenendo, nell'un caso, che l'ingiustizia del danno potesse essere ravvisata nella lesione positiva della libertà contrattuale dell'investitore e, nell'altro, che il negligente svolgimento dell'attività di rating potesse costituire inadempimento del contratto sussistente tra agenzia e emittente.

Gli investitori sono gli utilizzatori finali dei *rating*, è dunque

²⁷⁵ Cfr. B. FRANÇOIS, *Les agences de notation en France*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 41 ss.; e A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 80.

possibile che, in caso di emissione di un *rating* falso o errato da parte delle agenzie, si configuri una responsabilità civile delle stesse nei confronti degli investitori. In particolare, “la dottrina prevalente ricollega l’eventuale

Vi è, dunque, da chiedersi quale spazio residuo sia rimasto, a seguito dell’introduzione dell’art. 35-bis, per l’invocabilità dei rimedi risarcitori fondati, rispettivamente, sull’art. 2043 c.c. ovvero sull’art. 1218 c.c., tenendo a mente che, in ogni migliore rispetto a quella in cui egli si sarebbe trovato in assenza del danno.

All’ interno di questo *corpus* normativo, rileva il nuovo articolo 35-bis, recante disposizioni vincolanti in merito alla responsabilità civile delle agenzie di *rating*: *Civil liability in this case is not primarily introduced to repair the damage done to the private investor. The objective is rather to deter rating agencies from providing false ratings. Precisely because CRAs fulfil important economic functions, there is a heightened need to sanction them when they violate regulatory rules. In other words, they must be deterred from publishing incorrect ratings. Imposing civil liability is an efficient method of deterrence. (...) One cannot properly understand the regime of rating agency civil liability without being clear about the fact that it serves a direct, regulatory function rather than a compensatory one*²⁷⁶ .

Al primo paragrafo, comma 1, la normativa prevede che: ***[s]e un’agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all’allegato III che ha inciso sul rating del credito, l’investitore o l’emittente possono chiedere all’agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione.***

L’investitore, dovrà comunque dimostrare di aver fatto ragionevole affidamento nel giudizio di *rating* o, in ogni caso, la prova che abbia utilizzato la dovuta diligenza nel decidere di ***investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito*** (par. 1, comma 2).

L’investitore, o l’emittente, dovrà inoltre ***“fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l’agenzia di rating ha violato il (...) regolamento e che la violazione ha***

²⁷⁶ M. LEHMANN, *Civil Liability of Rating Agencies: An Insidious Sprout from Brussels*, in “LSE Legal Studies Working Paper”, n. 15, 2014, p. 4.

avuto un impatto sul rating emesso” (par. 2, comma 1).

Rispetto a quanto originariamente previsto dal Regolamento 1060/2009, in cui si stabiliva che *una agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri, imposti dallo stesso Regolamento, e che se l'investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che l'agenzia di rating del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, spetta all'agenzia di dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso* (art. 35-bis, par. 3 e 4, proposta di regolamento del 15 novembre 2011).

Ora, invece, è previsto soltanto che: *“spetta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso”* (art. 35-bis, par. 2, c. 1).

Da una lettura attenta dell'art. 35-bis, emerge, che la normativa europea e le regole nazionali in materia di responsabilità civile siano destinate a integrarsi piuttosto che ad escludersi; **è comune opinione che il diritto nazionale deve, coprire gli spazi vuoti lasciati dalle regole europee direttamente applicabili.**

dunque, stante il riconoscimento della risarcibilità del danno da rating da parte dell'art. 35-bis, spetterà all'interprete stabilire se le fattispecie incluse nell'ambito di applicazione della norma vadano lette in chiave contrattuale o extracontrattuale.

Resta inteso, che una volta che il danno è stato risarcito integralmente risarcito in applicazione dell'art. 35-bis, non potrà farsi il ricorso ad analogo rimedio risarcitorio ammesso dal diritto interno.

Appare, indispensabile, a questo punto, riprendere il discorso sull'onere della prova in capo all'investitore che pare essere alleggerito dalla previsione, secondo cui il giudice di ciascuno Stato membro, investito della controversia, nel valutare la sussistenza o meno di elementi informativi precisi e dettagliati relativi alla violazione di quanto prescritto dal Regolamento CE n. 1060 del 2009, deve tener conto del fatto *che l'investitore o l'emittente potrebbe non avere accesso a informazioni che*

rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating (art. 35-bis, par. 2, c. 2).

Le nuove disposizioni mantengono, tuttavia **la limitazione ad una responsabilità per solo dolo o colpa grave** che, tra l'altro, aveva già trovato giustificazione in sede di proposta di regolamento, in merito al fatto che *l'attività di emissione del rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie e può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato* (considerando n. 25 della proposta di regolamento del 15 novembre 2011).

In realtà, dalla lettura della norma, non emerge un riferimento ad una delle due tipologie di responsabilità (contrattuale o extracontrattuale), ma emerge la volontà del legislatore europeo di definire una disciplina omnicomprensiva, mettendo insieme tutti i possibili casi in cui può configurarsi una responsabilità civile delle agenzie di *rating* per i pregiudizi sorti da una valutazione scorretta.

Tale responsabilità si configura sia nei confronti degli investitori che nei confronti degli emittenti, indipendentemente dall'esistenza tra questi e l'agenzia di un vincolo contrattuale.

Come giustamente osservato da **E. BELLISARIO**²⁷⁷, *le fattispecie d'illecito create dal legislatore europeo assicurano il medesimo, uniforme, trattamento per i danni derivanti dall'esercizio di determinate attività, indipendentemente dall'esistenza o meno di un precedente rapporto obbligatorio tra l'agente e il danneggiato, al quale, sia esso contraente ovvero terzo, viene comunque assicurata una tutela uniforme*

Se deve però osservare, che *Se da un lato l'adozione di una previsione normativa ampia, che disciplina ogni possibile ipotesi di responsabilità che può sorgere in capo al rater, a prescindere dal fatto che danneggiato sia un investitore o un emittente e qualsiasi sia il suo rapporto (contrattuale o extracontrattuale) con la società di rating, è meritoria, in quanto evita di lasciare lacune che potrebbero facilmente tradursi in ipotesi di irresponsabilità delle agenzie, dall'altro la creazione di una responsabilità (per così dire) "ibrida",*

²⁷⁷ E. BELLISARIO, *Certificazioni di qualità e responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2011, pp. 237 e ss.

contrattuale ed extracontrattuale insieme, regolata da un'unica disciplina, non può non sollevare perplessità; perplessità che aumentano ove si effettui la comparazione tra la tutela che viene apprestata al danneggiato dalla disciplina europea e la tutela che viene (o dovrebbe essere) apprestata al danneggiato dalla disciplina di diritto interno²⁷⁸.

In conclusione, se da un lato la normativa sembra dettare un'unica disciplina, sulla responsabilità sia contrattuale che extracontrattuale, permangono dei dubbi circa la riferibilità dell'art. 35-*bis*.

Molti autori, ritengono tuttavia che le disposizioni di detto articolo non si riferiscano, in realtà, al solo caso di responsabilità aquiliana.

In effetti il legislatore europeo non aveva motivo di disciplinare i casi di responsabilità da inadempimento delle agenzie di *rating*, dal momento che, tali casi ricadono nella disciplina generale della responsabilità contrattuale, non emergono problemi di tutela della parte offesa.

In Italia non vi è una specifica normativa che disciplini l'attività delle agenzie di *rating* del credito; sono presenti solo interventi sporadici e frammentari.

Tra le disposizioni che richiamano il settore oggetti di analisi, per esempio, ***vige la normativa avente a oggetto le operazioni di cartolarizzazione (legge n. 130 del 30 aprile 1999), in cui è previsto che nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione (asset backed securities) siano offerti a investitori non professionali, l'operazione debba essere sottoposta alla valutazione di merito del credito da parte di operatori terzi, ossia le agenzie di rating. Così, un altro tassello è costituito dalla disciplina di attuazione delle regole sul capitale delle banche introdotte con l'Accordo di Basilea II***²⁷⁹,

²⁷⁸ E. DEPETRIS, op. cit., p. 357.

²⁷⁹ Denominazione corrente del New Basel Capital Accord, in sigla NBCA (il titolo ufficiale del documento è: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework; in it.: Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali. Nuovo schema di regolamentazione) pubblicato il 26.4.2004 dal Comitato di Basilea e da questi trasmesso alle Autorità di vigilanza nazionali. Basilea II sostituisce il precedente Accordo di Basilea del 1988 che aveva introdotto requisiti quantitativi patrimoniali delle banche a fronte, inizialmente, dei rischi di credito. All'Accordo del 1988, denominato Basilea I e, in sigla, BCA, avevano

dove si stabilisce (comma 2-bis dell'art. 53 del tub) che le disposizioni emanate dalla Banca d'Italia debbano prevedere per la valutazione dei rischi agli effetti del calcolo dei requisiti patrimoniali prescritti per l'esercizio dell'attività bancaria, che le banche possano utilizzare, tra l'altro, le valutazioni del rischio di credito rilasciate da società o enti esterni, i quali siano in possesso dei requisiti, anche di competenza tecnica e di indipendenza, stabiliti dalla stessa Banca d'Italia, che disciplina anche le modalità di accertamento di tali requisiti (Ecai). Le società di rating e i loro giudizi svolgono un ruolo decisivo nel calcolo del patrimonio di vigilanza bancario. Per

aderito oltre cento banche centrali. 1. Requisiti patrimoniali minimi: gli accordi di Basilea II hanno fissato il coefficiente di solvibilità all'8%. Tale coefficiente fissa l'ammontare minimo di capitale che le banche devono possedere in rapporto al complesso delle attività ponderate in base al loro rischio creditizio. Sono stati introdotti poi i concetti di rischio operativo (ad es. frode interna, frode esterna, risarcimenti richiesti da dipendenti, violazione delle norme a tutela della salute e sicurezza del personale, pratiche discriminatorie, responsabilità civile e penale) e di rischio di mercato (definito come il rischio di perdite derivanti da negoziazione di strumenti finanziari sui mercati, indipendentemente dalla loro classificazione in bilancio). Per la misurazione del rischio di credito le banche potranno utilizzare varie metodologie di calcolo dei requisiti. Tra queste maggior risalto va dato ai sistemi di internal rating, il cui compito principale è rappresentato dal garantire una maggior sensibilità ai rischi. 2. Basilea II inoltre prevede che le Banche Centrali abbiano una maggiore discrezionalità nel valutare l'adeguatezza patrimoniale delle banche, potendo imporre una copertura superiore ai requisiti minimi stabiliti. 3. Il terzo requisito infine è quello della disciplina e della trasparenza del mercato che introduce più stringenti regole di trasparenza per l'informazione al pubblico. Particolare rilevanza viene data infine al rating interno. Basilea II, infatti, introduce la possibilità, per gli istituti di credito, di affiancare ai rating emessi dalle agenzie specializzate, anche rating prodotti al proprio interno. Questo permette alle banche di dotarsi di maggiori strumenti per il rischio di impresa garantendo agli istituti un maggior numero di informazioni rilevanti e permettendo loro di formulare valutazioni più concrete e realistiche. Tuttavia ciò implica vincoli più stringenti in termini di rapporto tra rischi e finanziamenti. Ecco perché una delle critiche a Basilea II è rappresentata dall'effetto di carattere restrittivo nella concessione del credito alle imprese. Il primo effetto è che le imprese di più basso rating (generalmente Pmi) vedrebbero peggiorate le loro condizioni di credito. Nel Dicembre 2010, la crisi economica aveva ormai preso piede ed era forte l'esigenza dei presidenti delle Autorità di Vigilanza degli Stati membri, rendere ancora più stringenti le norme proposte con i precedenti due accordi, arrivando dunque al Basilea III. L'obiettivo principale della riforma, fu quello di aumentare ulteriormente il capitale che l'istituto di credito tiene da parte "per sicurezza", aumentando la percentuale già stabilita dagli accordi di Basilea I e Basilea II. Perciò, le modifiche interessarono anche l'indicatore del rapporto tra il capitale e il rischio ponderato, che dal 2 per cento salì al 4,5 per cento.

quanto riguarda un ulteriore frammento legislativo, occorre richiamare la normativa interna di recepimento della normativa comunitaria in materia di “abusi di mercato”; in particolare l’art. 114, comma 8, del tuf e, in sua attuazione, l’art. 69-decies del regolamento Consob 11971 sugli emittenti. In un primo momento la disposizione richiamava le agenzie di rating, ma successivamente il riferimento venne eliminato. Attualmente vi è un disegno di legge per inserire nuovamente l’estensione applicativa alle società di rating. La disciplina legislativa (legge comunitaria 2004) di attuazione della direttiva n. 2003/6/CE in materia di abusi di mercato aveva riformulato il comma 8 dell’art. 114 del tuf introducendo, per i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di tali strumenti e per i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, l’obbligo della corretta presentazione delle informazioni, accanto a quello già esistente della trasparenza dei conflitti di interesse. La formulazione normativa introdotta annoverava espressamente tra i destinatari dei precetti citati anche le società di rating²⁸⁰.

Pertanto, in mancanza di una regolamentazione che disciplini in modo specifico la responsabilità civile delle agenzie di *rating*, la giurisprudenza si ritrova a dover ricostruire detta responsabilità sulla base di quelli che sono i principi generali del diritto civile e attraverso il confronto dei diversi casi di possibile responsabilità civile delle agenzie, che vengono a palesarsi, con i tipi di responsabilità relativi agli altri soggetti che operano nei mercati finanziari, sebbene tale confronto sia alquanto difficile, vista la diversa natura di questi soggetti. Di conseguenza, il regolamento della responsabilità civile delle agenzie di *rating* è lasciato all’ordinaria disciplina del diritto privato.

A questo punto si può concludere sostenendo che la disciplina interna potrebbe riacquistare un ruolo di primo rilievo nel caso in cui non risulti azionabile il rimedio previsto dall’art. 35-bis, poiché, ad esempio, non è riscontrabile una violazione dell’allegato III, ipotesi tuttavia da vigilare alla luce delle peculiarità del caso concreto e, tuttavia, considerato il numero e

²⁸⁰ P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, pp. 153-154.

l'ampiezza delle fattispecie di violazione della normativa europea previste dall'allegato III, non potrebbe che riferirsi a casi estremamente marginali.

Potrebbe infatti porsi il caso in cui il rimedio previsto dal diritto interno a favore dell'investitore non sia solo quello risarcitorio, ad esempio per la esistenza di un rapporto contrattuale tra l'investitore medesimo e l'agenzia di rating.

È infatti ipotizzabile la proposizione in giudizio della domanda di risoluzione del contratto eventualmente concluso tra l'investitore e l'agenzia di rating e di restituzione del prezzo pagato dall'investitore per il servizio di rating, salvo l'eventuale risarcimento del danno, nonostante trattasi, come si è accennato, di ipotesi molto poco frequenti, posto che generalmente l'investitore e l'agenzia di rating non sono legati tra di loro da alcun rapporto contrattuale.

In quest'ultimo caso, tuttavia, , non si sarebbe in presenza di uno dei casi in cui al risarcimento posto dalla normativa nazionale si accompagna un'autonoma istanza risarcitoria ai sensi dell'art. 35-bis, par. 5, in quanto *la cumulabilità del rimedio pare esclusa in radice dall'inapplicabilità della regolamentazione europea citata ai c.d. rating «privati», ossia ai giudizi prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione a pubblico o alla distribuzione previo abbonamento* (cfr. art. 2, lett. a, Regolamento CE n. 1060/2009): il rimedio risarcitorio sarà, dunque, semmai concesso in via contrattuale ai sensi dell'art. 1453 c.c.

È quindi indispensabile ridimensionare la portata del par. 5 dell'art. 35-bis poiché, con riferimento al nostro ordinamento, la norma richiamata non fa altro che ammettere l'eventuale ricorso agli eventuali ulteriori rimedi risarcitori previsti dal diritto nazionale anche al di fuori delle ipotesi previste dall'allegato III.

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

La questione dell'applicabilità della nuova disciplina europea della responsabilità delle agenzie di rating sarà considerata, in particolare, in rapporto al disposto dell'art. 94, comma 8, TUF²⁸¹, fermo restando che, in linea teorica, nulla esclude l'applicabilità dell'art 35-bis ai rating inclusi in un prospetto o in un documento d'offerta, qualora ne siano integrati i presupposti.

Le specifiche previsioni sul tema in esame contenute nell'art. 35 *bis*, aggiunto al regolamento n. 1060/2009 dal *terzo* regolamento introduce un regime speciale che prende in considerazione sia le ipotesi di responsabilità contrattuale dell'agenzia nei confronti dell'emittente, sia quelle di responsabilità extracontrattuale della medesima verso l'investitore, contribuendo a dimostrare che l'ambito disciplinato, ovvero il tipo di problemi a cui la norma vuol dare risposta, ***non risiede nella qualificazione del titolo di responsabilità in base al quale le agenzie possono essere chiamate a rispondere, ma è quello, ben più significativo, del fondamento della stessa responsabilità e della considerazione delle posizioni dei diversi soggetti in funzione di un loro riequilibrio rispetto ai fatti in contestazione***²⁸².

Il trentaduesimo *considerando* del regolamento summenzionato, che si chiude con l'affermazione secondo cui mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di *rating* possono intentare un'azione nei confronti della medesima per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti,

²⁸¹ *L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.*

²⁸² Cfr. 377 QUADERINI DI GIURISPRUDENZA COMMERCIALE LE AGENZIE DI RATING a cura di ANGELA PRINCIPE pag. 205

indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale fra le parti.

Per quanto riguarda, invece, l'eventuale sussistenza di un regime di responsabilità solidale o parziaria tra agenzia di rating e eventuali altri corresponsabili, il discorso è destinato ad essere per certi versi forse più agevole, in assenza di una disciplina speciale interna di riferimento e poiché l'art. 35-bis nulla prevede al riguardo.

La responsabilità civile può riferirsi sia alle agenzie di *rating*, che agli emittenti, gli investitori o i regolatori e può avere ad oggetto svariati comportamenti come per esempio, il ricorso automatico al *rating*, la *corporate governance*, i modelli organizzativi interni, l'utilizzo in modo dannoso delle valutazioni, la ritardata introduzione di adeguate forme di normazione.

Le agenzie di *rating* si difendono sostenendo che i giudizi dalle stesse emessi, riguardo al merito di credito degli emittenti o degli strumenti finanziari emessi, andrebbero considerati come semplici opinioni.

L'agenzia di *rating* Standard&Poor's dà una spiegazione di cosa sono e cosa non sono i *rating* del credito: *Credit ratings are opinions about credit risk published by a rating agency. They express opinions about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation, state or city government, to meet its financial obligations in accordance with the terms of those obligations. Credit ratings are also opinions about the credit quality of an issue, such as a bond or other debt obligation, and the relative likelihood that it may default. Ratings should not be viewed as assurances of credit quality or exact measures of the likelihood of default. Rather, ratings denote a relative level of credit risk that reflects a rating agency's carefully considered and analytically informed opinion as to the creditworthiness of an issuer or the credit quality of a particular debt issue*²⁸³.

In particolare, secondo le agenzie, il *rating* deve essere recepito come una informazione di tipo giornalistico, ed esortano gli investitori ad effettuare anche delle proprie valutazioni sugli strumenti finanziari di interesse.

Sia la dottrina e la giurisprudenza statunitensi, sia quelle

²⁸³ <http://www.standardandpoors.com/aboutcreditratings/>

italiane, hanno spesso avallato la tesi secondo cui i *rating* costituiscono mere opinioni e, quindi, l'attività delle agenzie dovrebbe essere associata al diritto fondamentale della libertà di pensiero.

La libertà di pensiero negli Stati Uniti e in Italia è sancita, rispettivamente, dal **Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti d'America** e dall'articolo 21 della Costituzione italiana. Stando al Primo Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti: *Congress all 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*; mentre **l'articolo 21 della Costituzione italiana** sancisce che: *Tutti hanno diritto di manifestare liberamente il proprio pensiero con la parola, lo scritto e ogni altro mezzo di diffusione. La stampa non può essere soggetta ad autorizzazioni o censure. Si può procedere a sequestro soltanto per atto motivato dell'autorità giudiziaria nel caso di delitti, per i quali la legge sulla stampa espressamente lo autorizzi, o nel caso di violazione delle norme che la legge stessa prescriva per l'indicazione dei responsabili. In tali casi, quando vi sia assoluta urgenza e non sia possibile il tempestivo intervento dell'Autorità giudiziaria, il sequestro della stampa periodica può essere eseguito da ufficiali di polizia giudiziaria, che devono immediatamente, e non mai oltre ventiquattro ore, fare denuncia all'Autorità giudiziaria. Se questa non lo convalida nelle ventiquattro ore successive, il sequestro s'intende revocato e privo di ogni effetto. La legge può stabilire, con norme di carattere generale, che siano resi noti i mezzi di finanziamento della stampa periodica. Sono vietate le pubblicazioni a stampa, gli spettacoli e tutte le altre manifestazioni contrarie al buon costume. La legge stabilisce provvedimenti adeguati a prevenire e a reprimere le violazioni.*

Come è stato evidenziato nelle pagine precedenti, il modello di autoregolamentazione delle agenzie di *rating*, così come le immunità che le hanno protette per anni, sono venuti meno attraverso un complesso processo di regolamentazione, tutt'ora oggetto di studio²⁸⁴.

²⁸⁴ Si osserva che “the scope of the Regulation - i.e. that ratings can only be used for regulatory purposes if they are issued by a registered credit rating agency

Si è affermato sia nelle legislazioni nazionali che in quelle sovranazionali l'idea che anche le agenzie di *rating* devono rispondere dei danni cagionati nell'esercizio della propria attività.

Il tema della responsabilità civile delle agenzie è stato affrontato per la prima volta negli Stati Uniti, la cui giurisprudenza ha interessato, in merito alla responsabilità civile, *emittenti di strumenti finanziari che ritengono di essere stati danneggiati da rating (di solito unsolicited) formulati senza la dovuta perizia o addirittura con dolo. Il pregiudizio in questi casi è evidente: un downgrading di un precedente rating o un low rating può comportare minore capacità di raccolta di eventuali linee di credito o la necessità di provvedere ad accantonamenti di risorse a garanzia delle emissioni di strumenti finanziari. Le agenzie nelle vicende giudiziarie che le hanno coinvolte hanno controargomentato sostenendo che il rating non è altro che informazione finanziaria e non può pertanto generare un danno*²⁸⁵.

Le CRA, inoltre, si appellano spesso al *Primo Emendamento* della Costituzione degli Stati Uniti, per affermare il diritto fondamentale alla libera manifestazione di pensieri e di opinioni e, quindi, sottrarsi, impunemente, all'imputazione del fatto illecito, a meno che il danno non sia stato cagionato intenzionalmente: *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 1933 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,*

("CRA") – is a neat way of getting round the fact that ratings are essentially just opinions and as such, anyone could issue them (...). It also means that investors would be able to initiate direct legal actions against CRAs in respect of the ratings they give". E. PARKER, *Regulation of Credit Rating Agencies in Europe*, in "Journal of International Banking and Financial Law", 2009, pp. 401 e ss.

²⁸⁵ P. GILA, M. MISCALI, *op. cit.*, pp. 158-159.

*under the First Amendment, should be afforded the same protection as opinions of publishers. The accountability of NRSROs has deteriorated so much that institutional investors now are vulnerable if they rely on credit ratings in making investment decisions*²⁸⁶..

Si tratta del caso più estremo, ovvero che l'agenzia ha consapevolmente approvato la pubblicazione di un *rating* falso o fuorviante, nonostante sia a conoscenza del fatto che gli elementi e i dati utilizzati nella formulazione del *rating* non erano corretti o erano incompleti: *La colpa è sottesa alla violazione del legittimo e significativo affidamento che i terzi ripongono nella corretta esecuzione della prestazione da parte degli attori del mercato e consiste, più specificamente, nell'inottemperanza a norme di settore, ovvero nella negligenza, nell'imprudenza o nell'imperizia nella diffusione delle informazioni economiche. La responsabilità deve essere ripartita tra i diversi intermediari informativi a seconda del ruolo da ciascuno di essi svolto e del grado di partecipazione alla erogazione e alla trasmissione delle informazioni inesatte, incomplete, o erranee. Tuttavia, le agenzie di rating devono essere distinte dagli altri operatori economici, anche e soprattutto sotto il profilo della responsabilità e del risarcimento dei danni, proprio perché esse sono in grado di creare negli investitori un maggiore e più convinto affidamento*²⁸⁷.

È tuttavia difficile ottenere il risarcimento, infatti: Secondo il *Dodd-Frank Act, Sec 933 (B) Exception, in the case of an action for money damages brought against a credit rating agency or a controlling person under this title, it shall be sufficient, for purposes of pleading any required state of mind in relation to such action, that the complaint state with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed.*

L'investitore, che deve dar prova della condotta scorretta

²⁸⁶ F. PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit-Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, in "Journal of International Banking Law and Regulation", 2010, pp. 188 e ss.

²⁸⁷ L. DI DONNA, *LA RESPONSABILITA' CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Lavis (TN), CEDAM, 2012, pp. 395-396.

tenuta dall'agenzia per poter far fronte alle disposizioni del *Primo Emendamento*, e nella maggior parte dei casi non è in grado di confrontare le informazioni diffuse dalle agenzie con quelle reali riguardanti l'emittente o lo strumento finanziario oggetto di valutazione, così come non è in grado di rendersi conto dell'intenzione delle agenzie di voler comunicare informazioni false o fuorvianti: sul punto si osserva che *There are continual calls from firms, governments, financial regulators and the press, to hold rating agencies accountable for their activities. Yet this broad demand for accountability has not had a great effect on how CRAs operate. Thus, empirically, there seems to be a persistent mismatch between demand and supply of accountability, an "accountability gap" (...). The accountability gap raises two questions. First, why do CRAs, which are private firms with no formal regulatory competencies, purportedly lack legitimacy? Second, why does the persistent demand for more legitimacy not translate into measures to boost the accountability of the CRAs?*²⁸⁸.

Oltre ad appellarsi al *Primo emendamento*, le agenzie di *rating*, a sostegno delle proprie difese, hanno fatto leva sul fatto che i giudizi dalle stesse emessi non rappresentano raccomandazioni ad acquistare, vendere o detenere titoli.

Solo recentemente, *la giurisprudenza statunitense ha mostrato segnali di voler rimeditare l'orientamento tradizionale, manifestando scetticismo rispetto all'impunità usualmente riconosciuta dalle Corti alle agenzie di rating. Non solo la giurisprudenza statunitense ha sovente mandato le agenzie di rating esenti da responsabilità, ma viepiù il legislatore statunitense ha in passato introdotto delle norme che espressamente escludevano la responsabilità delle agenzie. In particolare, la SEC Rule 436 (g), adottata nel 1982, prevedeva una deroga per i rating del credito emessi dalle NRSRO, i quali non venivano considerati parte di una dichiarazione di registrazione (registration statement), con conseguente inapplicabilità del regime di responsabilità di cui alla Sec. 11 del Securities Act of 1933. (...) Tale norma è stata abrogata soltanto di recente, ad opera del Dodd-Frank Act del*

²⁸⁸ D. KERWER, *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, "Working paper, School of Public Policy", University College London, 2004, p. 455.

2010. Ma, nonostante il Dodd-Frank Act abbia formalmente sancito la fine della irresponsabilità delle agenzie di rating per i danni dalle stesse cagionati, sul piano sostanziale non molto sembra essere cambiato²⁸⁹.

A livello europeo, come è già stato osservato un primo tentativo in materia è stato fatto con l’emanazione del Regolamento CE n. 1060 del 2009.

Alcuni *considerando n. 69* si legge: *Fatta salva l’applicazione del diritto comunitario, eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile.*

Ed infatti, è con il Regolamento UE n. 462 del 2013, che si è introdotto nel Regolamento 1060/2009, il nuovo titolo III *bis* (“Responsabilità civile delle agenzie di *rating* del credito”), interamente dedicato alla disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

70. La responsabilità delle agenzie di rating nella giurisprudenza statunitense. Limiti e problemi.

Il legislatore Federale con il *Dodd-Frank Act*, (2010) è intervenuto, seppure in modo non incisivo, nel dibattito sulla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti delle società valutate e, soprattutto, degli investitori.

Nel Subtitle C—Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies- SEC. 931. FINDINGS. Si legge:

Congress finds the following:

(1) Because of the systemic importance of credit ratings and the reliance placed on credit ratings by individual and institutional investors and financial regulators, **the activities and performances of credit rating agencies, including nationally recognized statistical rating organizations, are matters of national public interest, as credit rating agencies are central to capital formation, investor confidence, and the efficient performance of the United States economy.**

²⁸⁹ E. DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, Giappichelli, 2015, pp. 206-207.

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

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

(4) In certain activities, particularly in advising arrangers of structured financial products on potential ratings of such products, credit rating agencies face conflicts of interest that need to be carefully monitored and that therefore should be addressed explicitly in legislation in order to give clearer authority to the Securities and Exchange Commission.

(5) In the recent financial crisis, the ratings on structured financial products have proven to be inaccurate. This inaccuracy contributed significantly to the mismanagement of risks by financial institutions and investors, which in turn adversely impacted the health of the economy in the United States and around the world. Such inaccuracy necessitates increased accountability on the part of credit rating agencies.

In definitiva le prestazioni delle agenzie di rating del credito, assume interesse pubblico nazionale, in quanto le agenzie di rating del credito sono centrali per la formazione del capitale, alla fiducia degli investitori e all'efficienza performance dell'economia degli Stati Uniti.

Il legislatore federale riconosce quindi che le CRA svolgono un ruolo fondamentale di *gatekeeper* nel mercato del debito funzionalmente simile a quello de *securities*

analysts, che valutano la qualità dei titoli nel mercato azionario e revisori dei conti, che rivedono il bilancio delle imprese. Tale ruolo giustifica una supervisione pubblica sulle relative responsabilità.

In alcune attività, in particolare nella consulenza agli

arrangiatori di prodotti finanziari strutturati su potenziali rating di tali prodotti, agenzie di rating del credito **affrontano conflitti di interesse che devono essere attentamente monitorati e quindi dove essere affrontato esplicitamente nella legislazione al fine di dare più chiaro potere alla Commissione per i titoli e gli scambi.**

Sono stati eliminati quindi, alcuni ostacoli, di natura prettamente legislativa, al riconoscimento in giudizio della responsabilità delle agenzie di rating.

In particolare, *il Dodd-Frank Act ha eliminato l'esenzione, originariamente prevista per le CRA dalla Rule 436(g) della SEC dalla responsabilità da false informazioni contenute nei documenti di registrazione stabilita dalla Section 11 del Securities Act del 1933 con riferimento alle operazioni di sollecitazione al pubblico sul mercato primario*

Occorre, al fine di comprendere l'evoluzione del ruolo delle CRA nel mercato finanziario affrontare brevemente quale fosse la situazione previgente ovvero, se le agenzie di rating potessero essere chiamate a rispondere per la diffusione di giudizi di rating inesatti, nei confronti di chi e quale fosse il regime di responsabilità loro applicabile, considerando purtuttavia che il *Dodd-Frank Act*, pur costituendo un deciso passo avanti nella costruzione di un vero e proprio regime di responsabilità delle agenzie di rating, ha lasciato in piedi ancora molti ostacoli all'ottenimento da parte degli investitori di una pronuncia di condanna al risarcimento del danno.

In primo piano troviamo indubbiamente il tradizionale riconoscimento alle agenzie di rating da parte della giurisprudenza della protezione accordata dal Primo Emendamento della Costituzione americana ai membri della **stampa**, anche di taglio economico e finanziario.

La giurisprudenza statunitense evidenzia, in particolare, i limiti strutturali al riconoscimento di una responsabilità in capo alle agenzie di rating che il *Dodd-Frank Act* cerca di colmare, unitamente alle regole ad essa applicabili una volta ammessa in linea teorica la risarcibilità del danno da rating.

Per esaminare la copiosa elaborazione giurisprudenziale in materia, è necessario fare alcune distinzioni in relazione al soggetto che propone l'azione in giudizio, ovvero se l'azione sia

stata promossa dalla società valutata o dal *bond issuer* (i.e. la società emittente i cui titoli siano stati oggetto di valutazione da parte dell'agenzia di rating) vi potrà essere, almeno laddove il rating sia *solicited*, un contratto di conferimento dell'incarico alla società di rating che – di regola, ma non sempre – mancherà qualora la responsabilità sia invocata dall'investitore.

In quest'ultimo caso, si dovrà distinguere a seconda che la responsabilità sia invocata *da un singolo investitore, magari in forza di un contratto concluso con l'agenzia di rating, da un gruppo (limitato) di investitori, ovvero dal pubblico degli investitori, giunti a conoscenza del giudizio di rating tramite i più vari strumenti di informazione, posto che, in tale ultima ipotesi, si pone la necessità, ben presente nel ragionamento delle corti statunitensi, di bilanciare la tutela del singolo danneggiato rispetto all'interesse pubblico alla libera circolazione delle informazioni*²⁹⁰.

Carattere trasversale rispetto a tali distinzioni assume l'elemento soggettivo che accompagna la condotta delle agenzie di rating.

L'elemento soggettivo appare determinante al fine di ritenere operante la protezione garantita dal Primo Emendamento alla libertà di stampa e di manifestazione del pensiero interseca, infatti, in più punti la riflessione statunitense in materia di responsabilità delle agenzie di rating.

L'analisi, inoltre, deve tener conto della diversità dei rimedi giurisdizionali di cui società e investitori hanno in concreto cercato di valersi ai fini dell'ottenimento del risarcimento del danno, dal *momento che a seconda del rimedio invocato e, più precisamente, del claim in concreto proposto in giudizio, diversa è la gradazione della colpevolezza (in senso lato) che viene in rilievo.*

Al riguardo, le causes of action intentate dagli attori sono state le più varie: dalla negligenza e dalla negligent misrepresentation, alla frode sul mercato e all'inadempimento contrattuale²⁹¹.

²⁹⁰ F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 513.

²⁹¹ Si vedano, ad esempio, le *causes of action* richiamate nel caso *Abu Dhabi Commercial Bank, King*

In alcuni casi gli investitori hanno, infatti, cercato ristoro nei confronti di un agire *colposo* dell'agenzia, lamentando una *negligent misrepresentation* nella formulazione e diffusione dei giudizi di rating, in altri casi hanno lamentato la consapevole diffusione da parte dell'agenzia di rating errati e financo la partecipazione di quest'ultima al disegno fraudolento messo in atto dalla società emittente.

F. DRIGO²⁹², ritiene che si possano distinguere tre gruppi di decisioni nella giurisprudenza statunitense pronunciatisi fino ad allora. In particolare *[i]l primo gruppo di decisioni (...) attiene al danno da voto di rating che sia stato comunicato al singolo in esecuzione di un contratto di fornitura di servizi stipulato ad hoc con l'agenzia. L'altro gruppo di decisioni (...) riguarda, invece, il danno causato dal voto di rating diffuso il pubblico. Qui sarà possibile enucleare (i) una serie di casi in cui le Corti sono state chiamate ad occuparsi della responsabilità per colpa delle agenzie; (ii) una seconda serie di decisioni, più recente, che ha indagato il tema della consapevole diffusione di voti falsi; (iii) una terza serie di casi che si è centrata sul problema dell'intento fraudolento delle agenzie.*

Se la tutela del Primo Emendamento è stata invocata con successo dalle agenzie di rating nei confronti di condotte meramente colpose, essa non si è mostrata sempre efficace di fronte a condotte dolose o fraudolente.

Eppure, operante o meno lo schermo del Primo

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

²⁹² F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 515.

Emendamento, minimo comune denominatore delle pronunce in materia è la negazione del diritto al risarcimento del danno all'investitore, a conferma del fatto che esso ha rappresentato solamente uno dei tanti ostacoli – anche se forse il più grande – al riconoscimento della responsabilità delle agenzie di rating nelle corti statunitensi²⁹³.

Ad arricchire la riflessione giuridica statunitense in materia di responsabilità delle agenzie di rating si inserirà poi, con le novità su cui ci si soffermerà in seguito, il *Dodd-Frank Act*.

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

*Il Primo Emendamento della Costituzione americana è stato per la prima volta invocato a tutela della diffusione sul mercato di informazioni di natura economica nel caso *Jaillet v. Cashman*, deciso nel maggio del 1921²⁹⁴, da una compagnia che forniva il c.d. *ticker service*, ovvero un servizio, diverso ma simile a quello svolto dalle agenzie di rating, consistente nella **diffusione di informazioni di borsa in tempo reale.***

La Dow, Jones & Company era stata convenuta in giudizio per non aver correttamente riferito al mercato gli effetti di una decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti in materia di deducibilità fiscale dei dividendi.

Un *broker* finanziario abbonato al servizio, credendo, sulla base di tale notizia, che il prezzo delle azioni sarebbe sceso, decise di vendere le azioni.

²⁹³Cfr. C.A. HILL, *Regulating the Rating Agencies*, cit., 56; F. PARTNOY, *The Paradox of Credit Ratings*, in *University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper no. 20*, 2001, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 19, ove si osserva che «[t]he only common element to these cases is that the rating agencies win. The suits typically are dismissed or settled on favorable terms to the rating agencies». A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 766, precisa che «[f]or decades, courts have rejected investors' suits against

NRSROs by utilizing various legal theories, including First Amendment protection, lack of privity, and unreasonable reliance». Si veda anche la decisione resa in relazione al caso *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 816; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 194 (S.D. Tex. Feb. 2005).

²⁹⁴*Jaillet v. Cashman*, 115 Misc. 383; N.Y. Sup.Ct. – 1921.

La notizia fu poi rettificata e il prezzo delle azioni in questione ricominciò a salire.

Quando il *broker* agì in giudizio per ottenere il ristoro del pregiudizio subito in occasione della cessione delle azioni – decisione che, in presenza di una corretta informazione, egli non avrebbe assunto – la Corte Suprema di New York affermò, tra l'altro, che *the relation of the defendant association to the public is the same as that of a publisher of a newspaper, and that its duties and obligations are to be measured by the same standard.*

Pertanto, *[t]here is moral obligation upon everyone to say nothing that is not true, but the law does not attempt to impose liability for a violation of that duty unless it constitutes a breach of contract obligation or trust, or amounts to a deceit, libel or slander.*

Sulla scorta di tale decisione, le agenzie di rating hanno sostenuto a più riprese di essere membri della stampa e di avere diritto alla protezione accordata a tali soggetti dal Primo Emendamento: i rating sarebbero, dunque, mere «opinioni» sul merito di credito, una materia quest'ultima di interesse pubblico.

Secondo la Corte²⁹⁵: *[d]escribing themselves as “the three leading providers of rating opinions about the creditworthiness of securities and securities issuers in the United States” published “to subscribers and the general public”, Standard & Poor’s, Moody’s and Fitch, while preserving their right to contest the court’s personal jurisdiction over them, seek to file their motions to dismiss on an expedited basis and for a limited stay of discovery against them because they are convinced that they should be dismissed based “on their well-established First Amendment rights as publishers” and wish to avoid extraordinary burdens of time and money that discovery would entail, as well as the “inhibition of the free flow of information on matters of public concern”*: Ciò è stato ribadito in molteplici occasioni, non soltanto nei tribunali, ma anche, ad esempio,

²⁹⁵ J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and the “Worldwide Credit Crisis”*: *the Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, cit., 54. In giurisprudenza si veda, ad esempio, *In re Enron Corporation Securities, Derivatives & “Erisa” Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 776-777; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 80-81 (S.D. Tex. Feb. 2005): cfr. *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 96.

durante le audizioni che il comitato sugli affari governativi del Senato degli Stati Uniti ha condotto successivamente allo scandalo Enron.

I *credit ratings* sarebbero, insomma, *the world's shortest editorials*: gli editoriali più corti al mondo²⁹⁶.

L'attività delle agenzie di rating consisterebbe pertanto nella pubblicazione periodica di «opinioni» a seguito di un processo di raccolta ed elaborazione di informazioni analogo a quello adoperato da un giornalista (*newsgathering process*).

Secondo questa tesi, inoltre, in quanto mere opinioni protette dal Primo Emendamento, i rating non potrebbero essere oggetto di interventi legislativi volti a regolarne il contenuto o le metodologie di elaborazione, non sarebbe possibile prevedere alcuna forma di responsabilità in caso di rating errato²⁹⁷, né sarebbe possibile imporre all'agenzia di rating di esibire in giudizio la documentazione raccolta su un soggetto valutato, in quanto la riservatezza di tale documentazione sarebbe protetta, ancora una volta, dal Primo Emendamento²⁹⁸.

72. L'*actual malice* come *required state of mind*.

La protezione accordata ai membri della stampa e ai giornalisti – e, pertanto, qualora si ritenessero tali, anche alle agenzie di rating – non è, però, assoluta. Sulla scorta dei principi

²⁹⁶L'espressione di G. HUSISIAN, *What Standard of Care should govern the world's shortest editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, cit., 446, è ripresa anche dal *general counsel* di Fitch nel corso delle audizioni condotte dal comitato sugli affari governativi del Senato degli Stati Uniti, come si riporta in *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 96.

²⁹⁷J.P. HUNT, *Credit Rating Agencies and the "Worldwide Credit Crisis": The Limits of Reputation, the*

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

²⁹⁸*Pan Am Corporation v. Delta Airlines Inc. v. The Official Committee of Unsecured Creditors of Pan Am*

Corporation, Standard & Poor's Corporation, 161 B.R. 577; 1993 U.S. Dist. LEXIS 17224; 27 Fed. R. Serv. 3d (Callaghan) 1416; 25 Bankr. Ct. Dec. 60; 22 Media L. Rep. 1118.

di diritto enucleati nella sentenza *New York Times Co. v. Sullivan*, la giurisprudenza statunitense ha ritenuto a più riprese che la libertà di espressione, qualora le opinioni espresse vertessero su un pubblico ufficiale o su una figura pubblica (*public official* o *public figure*) ovvero su una materia di pubblica rilevanza (*matter of public concern*), incontrasse il limite dell'*actual malice*.

Usando le parole della Corte Suprema nella sentenza citata, *[t]he constitutional guarantees require, we think, a federal rule that prohibits a public official from recovering damages for a defamatory falsehood relating to his official conduct unless he proves that the statement was made with "actual malice" – that is, with knowledge that it was false or with reckless disregard of whether it was false or not*²⁹⁹.

In pratica: ***Per sostenere una richiesta di diffamazione o diffamazione, il Primo Emendamento richiede che l'attore dimostri che l'imputato sapeva che una dichiarazione era falsa o era considerata nel decidere di pubblicare le informazioni senza indagare se fossero accurate.***

Molto interessante la posizione del Giudice: Il giudice del processo ha incaricato la giuria che tali dichiarazioni erano "diffamatorie in sé," il pregiudizio è implicito senza la prova di danni effettivi e che, ai fini di un risarcimento danni, si presumeva la malizia, in modo che tali danni potessero essere concessi contro i firmatari se si fosse accertato che le dichiarazioni erano state pubblicate da loro e rispondente. Per quanto riguarda i danni punitivi, il giudice ha ordinato che la semplice negligenza non era la prova della cattiveria effettiva e **non avrebbe giustificato la concessione di un danno punitivo; si è rifiutato di istruire che si doveva trovare l'effettiva intenzione di nuocere o temerarietà prima che i danni punitivi potessero essere premiati, o che un verdetto per il convenuto dovrebbe distinguere tra danni compensativi e punitivi.** La giuria ha trovato il convenuto e la Corte suprema di stato ha affermato.

²⁹⁹*New York Times Co. v. Sullivan*, 376 U.S. 254, 279-280; 11 L. Ed. 2d. 686, 706; 84 S. Ct. 710, 726 (1964). In senso analogo *Gertz v. Robert Welch, Inc.*, 418 U.S. 323 (1974). Sulla nozione di *actual malice* si veda, anche per i riferimenti, F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 527 s. (spec. nota 97).

La Corte Suprema degli Stati Uniti, *New York Times Co. contro Sullivan*, 376 US 254 (1964), *New York Times Co. contro Sullivan*, N. 39, Discusso il 6 gennaio 1964, Deciso il 9 marzo 1964, ha affermato: uno stato non può, ai sensi del primo e del quattordicesimo emendamento, concedere un risarcimento a un funzionario pubblico per falsità diffamatorie relative alla sua condotta ufficiale a meno che non provi la "cattiveria effettiva" - che la dichiarazione è stata fatta con consapevolezza della sua falsità o con sconsiderato disprezzo se fosse vero o falso.

Il risarcimento del danno causato da opinioni riguardanti un soggetto *lato sensu* «pubblico» o una materia di pubblico interesse è, pertanto, possibile soltanto nel caso in cui l'affermazione in questione sia stata resa pubblica nella consapevolezza della sua falsità ovvero con sconsiderata noncuranza circa il fatto che questa potesse essere falsa (*i.e.* con *actual malice*), in modo tale da assicurare al giornalista e all'editore il «breathing space» necessario a una libera circolazione delle opinioni³⁰⁰.

73. Tribunale distrettuale degli Stati Uniti per il distretto centrale della California - 245 BR 151 (CD Cal. 1999), 18 marzo 1999.

La contea (Richiedente) sostiene che S & P è stata trattenuta nel 1993 e nel 1994 per fornire rating di contea e servizi di investimento alla contea. La Contea e S & P hanno stipulato accordi separati per ciascuna delle offerte di debito che la Richiedente ha fatto tra il 1993 e il 1994. Tali accordi sono stati chiamati "Memorandum of Agreement [s] re Municipal Debt

³⁰⁰*County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154 (C.D. Cal. 1999), ove la Corte precisa che

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

Contract Rating" (MOA).

La Richiedente sostiene che S&P ha violato il MOA fornendo analisi di rating che hanno erroneamente affermato che le condizioni finanziarie della Contea e la capacità di rimborsare il debito erano fondamentalmente solide. La Richiedente afferma che non avrebbe (né avrebbe potuto) commercializzare i titoli di debito del 1993 e 1994 senza i rating S & P forniti.

Inoltre, la Richiedente sostiene che S&P ha svolto negligenzemente i propri servizi di rating, dando origine a responsabilità illecite. La Richiedente sostiene che S & P sapesse, o sconsideratamente ignorato, i fatti che mostravano che le offerte di obbligazioni della Contea erano infondate.

Se S&P avesse adempiuto ai suoi doveri contrattuali e professionali, sostiene la Contea, avrebbe saputo:

1. Il tesoriere della contea Robert Citron e il suo assistente Matthew Raabe hanno travisato la sicurezza del portafoglio di investimenti della contea;

2. L'equità e la liquidità della Contea erano a rischio estremo a causa dell'aumento dei tassi di interesse;

3. Il piano di Citron e Raabe nel 1994 di ampliare l'ambito della scommessa sui tassi di interesse a cui intendevano impegnare la contea e il pool ha minacciato importanti perdite aggiuntive; e

4. Affidarsi alle attività della Contea, in particolare al suo portafoglio di investimenti, come fonte di rimborso alla scadenza delle obbligazioni era estremamente rischioso e imprudente.

Se S&P avesse rivelato una parte significativa dei fatti e dei rischi rilevanti di cui era a conoscenza, la Contea afferma che avrebbe terminato le offerte, interrotto l'acquisto di titoli a lungo termine e ristrutturato il Pool. Pertanto, sostiene, che la Richiedente avrebbe potuto evitare le sue pesanti perdite.

Di seguito i fatti e lo svolgimento del processo:

La Contea sostiene di aver contratto esclusivamente per un rating e S&P ha violato tale contratto prestando inadeguatamente i servizi analitici alla base dei rating. Sebbene attualmente non sostenga l'esistenza di un contratto separato per i servizi analitici, la Contea sostiene che S&P si è assunta il dovere di eseguire adeguatamente i servizi richiesti nel

contratto. La Contea sostiene che questo obbligo di prestare servizi contrattuali "in modo competente e ragionevole" è inerente a tutti i contratti della California.

S & P sostiene che è protetto in base allo standard di "malvagità reale" stabilito nel *New York Times* contro *Sullivan*, 376 US 254, 84 S. Ct. 710, 11 L. Ed. 2d 686 (1964). La Corte Suprema degli Stati Uniti ha ritenuto che gli editori non abbiano automaticamente diritto alla protezione del Primo Emendamento. Vedi *First Nat. Bank of Boston v. Bellotti*, 435 US 765, 802, 98 S. Ct. 1407, 55 L. Ed. 2d 707 (1978) (Burger, CJ, concurring) ("Perché il Primo Emendamento aveva lo scopo di garantire la libertà di esprimere e comunicare idee. [Non] non" appartiene "a nessuna categoria di persone o entità definibile: appartiene a tutti coloro che esercitano le sue libertà"). Quindi S & P'

Gli editori sono soggetti a leggi neutrali e non discriminatorie che non incidono sulla distribuzione imparziale delle notizie. Vedi, ad esempio, *Cohen v. Cowles Media Co.*, 501 US 663, 670, 111 S. Ct. 2513, 115 L. Ed. 2d 586 (1991) (detenere "l'editore di un giornale non ha alcuna immunità speciale dall'applicazione delle leggi generali. Non ha alcun privilegio speciale per invadere i diritti e le libertà altrui"). Come dichiarato dalla Corte nella sua ordinanza del 18 marzo 1997, "[la] domanda non è se l'imputato sia un editore ma se la causa dell'azione incida sull'espressione". Ordinanza del 18 marzo 1997, all'8.

Per accogliere lo "spazio respiratorio" richiesto dal Primo Emendamento, un editore* 155 non si assume alcuna responsabilità per una dichiarazione falsa a meno che la dichiarazione non sia stata fatta con "cattiveria effettiva", cioè "con la consapevolezza che la dichiarazione era falsa o con disprezzo spericolato per sé fosse vero o no". *Hustler Magazine v. Falwell*, 485 US 46, 56, 108 S. Ct. 876, 99 L. Ed. 2d 41 (1988). Lo standard della "vera cattiveria" [1] si applica alle false dichiarazioni su personaggi pubblici (*Hustler Magazine*, 485 US a 46, 108 S.Ct. 876) e questioni di interesse pubblico (*New York Times v. Sullivan*, 376 US 254, 280, 84 S. Ct. 710, 11 L. Ed. 2d 686 (1964)). [2]

Sebbene questi problemi sorgano tradizionalmente in azioni di diffamazione o diffamazione, l'attuale standard di malizia si

applica ad altre cause di azione quando l'attore chiede danni compensativi derivanti da presunte dichiarazioni false. Vedi *Hustler Magazine*, 485 US 46, 108 S. Ct. 876 (inflizione intenzionale di stress emotivo); *Blatty v. New York Times Co.*, 42 Cal. 3d 1033, 232 Cal. RPtr. 542, 728 P.2d 1177 (interferenza intenzionale con potenziale vantaggio economico); *Bose v. Consumers Union*, 466 US 485, 493-514, 104 S. Ct. 1949 (1984) (azione di denigrazione del prodotto); *Time, Inc. contro Hill*, 385 US 374, 387-88, 87 S. Ct. 534 (1967) (invasione della privacy).

Le offerte di debito della Contea presentavano questioni di interesse pubblico. La Contea sostiene che le azioni di S&P hanno causato loro di indebitarsi per \$ 500 milioni e hanno contribuito al più grande fallimento municipale della storia. S&P e la Contea hanno concordato di pubblicizzare il rating. Confronta *Dun & Bradstreet, Inc. con Greenmoss Builders, Inc.*, 472 US 749, 761-62, 105 S. Ct. 2939 (1985) (il rapporto di credito dell'individuo non era una questione di interesse pubblico perché era un discorso esclusivamente nell'interesse individuale del relatore e del suo pubblico specifico di affari ed era reso disponibile solo a cinque abbonati che non potevano diffonderlo ulteriormente).

Sulla base di questi fattori, S & P sollecita l'applicazione del reale standard di malizia al reclamo della Contea per violazione del contratto per fornire rating. Nel suo decreto del 18 marzo 1997, la Corte dichiarò che, in assenza di circostanze speciali, i rating di S&P sui titoli di debito potevano essere protetti dall'attuale standard di malizia. La Corte ha inoltre dichiarato in tale ordinanza che la violazione da parte della Contea della richiesta di contratto non era necessariamente preclusa poiché S&P aveva il diritto e la capacità di contrarre la protezione del Primo Emendamento. La Corte ha osservato che "[c] le nostre società sono riluttanti, tuttavia, a trovare una promessa di limitare la protezione del Primo Emendamento se non fa chiaramente parte del contratto", citando *Wildmon contro Berwick Universal Pictures*, 803 F. Supp. 1167, 1178 (ND Miss. 1992). La Corte ha ritenuto che, poiché i MOA potevano eventualmente essere interpretati per indicare che S&P aveva promesso di fornire un rating accurato, vale a dire che aveva rinunciato alla protezione del primo emendamento, la violazione

della contea del reclamo del contratto è sopravvissuta alla mozione in corso di S&P per archiviare. L'attuale standard di malizia si applicherà alla violazione da parte della Contea delle richieste di contratto assenti "circostanze particolari", vale a dire, a meno che la Corte non rilevi che S&P ha rinunciato volontariamente alla protezione del Primo Emendamento. La Contea sostiene che questo caso rientra nello standard Cohen, poiché la Contea sta facendo causa per violazione del contratto, che è una legge di applicabilità generale e non individua gli editori.

S&P afferma che non si è assunto il dovere di fornire una valutazione accurata. Piuttosto, S&P afferma che l'unico servizio che ha contratto è stato il rating per le pubblicazioni potenziali, che è espressione protetta, quindi il reclamo del contratto della Contea è soggetto al vero standard di malizia.

La Contea afferma che il dovere di eseguire i servizi contrattuali "in modo competente e ragionevole" enunciato in *Michaelis*, sopra, costituisce una circostanza speciale che elimina il reclamo contrattuale al di fuori della portata della protezione effettiva contro la malizia.

Una rinuncia a un diritto costituzionale "non deve essere implicita e non si trova alla leggera". *Gete v. Immigration and Naturalization Svc.*, 121 F.3d 1285, 1293 (IX Cir. 1997). La rinuncia deve essere "volontaria, consapevole e intelligente". *Marilyn Manson, Inc. contro New Jersey Sports & Exposition Auth.*, 971 F. Supp. 875, 889 (DNJ1997). "[N] a meno che le parti non abbiano chiaramente promesso di limitare il flusso di informazioni come hanno fatto con l'accordo di riservatezza di Cohen, un contratto ambiguo dovrebbe essere letto in modo da consentire agli spettatori e incoraggiare il dibattito." *Wildmon v. Berwick Universal Pictures*, 803 F. Supp. 1167, 1178 (NDMiss.1992). Il MOA non contiene alcuna rinuncia espressa ai diritti costituzionali. La Contea, non contendendo l'esistenza di un contratto espresso per servizi finanziari separati, ora desidera imporre a S&P un dovere implicito di eseguire i propri servizi in modo competente, un obbligo che sostiene sia inerente a tutti i contratti della California. Vedi, ad esempio, *Michaelis*, sopra.

In *Cohen v. Cowles Media Co.*, 501 US 663, 670, 111 S. Ct. 2513 (1991), su cui fa affidamento la Contea, la Corte

Suprema degli Stati Uniti ha emesso il Primo Emendamento che non ha escluso una richiesta di estinzione promissiva perché l'estetica promettente era una richiesta di applicazione generale che non grava in particolare sugli editori. La chiave per la tenuta della Corte, tuttavia, era che i giornali avevano promesso espressamente all'attore di non rivelare il suo nome, assumendo così un obbligo separato nei confronti dell'attore. Qui, non è stata fatta alcuna promessa esplicita alla Contea separata dal contratto per una valutazione.

Avendo negato l'impegno separato di fornire servizi finanziari, che avrebbe potuto evitare l'effettivo standard di malizia come "circostanza speciale", la Contea non può evitare il Primo Emendamento affermando un obbligo contrattuale implicito di svolgere la funzione di rating con competenza che esulerebbe dal Primo Emendamento. L'attuale standard di malizia si applica al reclamo della Contea per violazione del contratto.

Dal momento che non esiste alcun reclamo o che mostra che S&P ha assunto un obbligo separato di fornire un rating competente, l'unico elemento della violazione del reclamo da parte della contea è la fornitura del rating stesso. Qualsiasi obbligo di eseguire con competenza farebbe parte della rappresentazione costituzionalmente protetta di un rating, non di un obbligo separato. Un'affermazione secondo cui S&P ha violato il proprio dovere di fornire un rating in modo competente è soggetta all'attuale standard di malizia.

La richiesta di negligenza professionale della contea:

A. Si applica lo standard di malizia reale

La Contea sostiene che l'attuale standard di malizia non dovrebbe applicarsi alla sua richiesta di negligenza professionale. La Corte ha giudicato in diverse occasioni che l'effettiva norma di cattiveria si applica a qualsiasi richiesta di negligenza professionale relativa al discorso protetto di S&P. Nella sua ordinanza del 2 giugno 1997, la Corte dichiarò: "Poiché la Contea sostiene un danno derivante dall'attività espressiva di S&P, la Corte ritiene che la causa illecita dell'azione non derivi da attività non editoriali e che pertanto la Contea deve soddisfare accresciute norme supplichevoli del Primo Emendamento. " Ordinanza del 2 giugno 1997, alle 10.

Dopo che la Corte ha emesso l'ordinanza del 2 giugno 1997, la Contea ha affermato di aver stipulato un contratto con S & P per servizi analitici separati dai rating che S & P avrebbe fornito. Nella sua ordinanza del 16 marzo 1998, la Corte ha riconosciuto che il primo emendamento potrebbe non applicarsi alle richieste avanzate dalla contea in merito a servizi analitici separati. Ordine del 16 marzo 1998, alle 7. Ora, la Contea afferma di aver contratto solo per un rating. In precedenza, questa Corte ha approvato il Primo Emendamento per proteggere la preparazione e la pubblicazione da parte di S&P dei suoi rating. Vedi, ad esempio, Ordine del 2 giugno 1997, al 7 (citando *Shoen v. Shoen*, 48 F.3d 412, 416 (9 ° Cir.1995) (tenere il Primo Emendamento protegge non solo le informazioni pubblicate, ma anche le prese del giornalista, note e altre informazioni non utilizzate)); Guarda anche Ordinanza del 2 giugno 1997, alle 8 ("La Contea non può evitare il Primo Emendamento e l'attuale standard di malizia semplicemente basando la sua causa di azione sulla preparazione, piuttosto che sulla pubblicazione, delle classificazioni."). Pertanto, l'attuale standard di malizia si applica alla domanda di negligenza professionale della contea.

B. Standard di giudizio sommario

Il giudizio sommario è corretto se "non vi è alcun problema reale in merito a qualsiasi fatto sostanziale e la parte in movimento ha diritto a un giudizio per motivi di legge". Fed.R.Civ.P. 56 (c). La parte in movimento ha l'onere iniziale di provare l'assenza di una vera questione di fatto materiale. *Celotex Corp. contro Catrett*, 477 US 317, 323, 106 S. Ct. 2548, 91 L. Ed. 2d 265 (1986). Una disputa su un fatto materiale è autentica "se l'evidenza è tale che una giuria ragionevole potrebbe restituire un verdetto per la parte in movimento". *Anderson contro Liberty Lobby, Inc.*, 477 US 242, 248, 106 S. Ct. 2505, 91 L. Ed. 2d 202 (1986). Se la parte commovente lo dimostra, l'onere si sposta sulla parte non commovente per "designare fatti specifici che dimostrino che esiste un vero problema per il processo". *Id.* a 324, 106 S. Ct. 2505.

Nel formulare questa determinazione, "le inferenze da trarre dai fatti sottostanti contenuti nei materiali [evidente] devono essere viste alla luce più favorevole alla parte che si oppone al

movimento". Stati Uniti contro Diebold, Inc., 369 US 654, 655, 82 S. Ct. 993 (1962). Se la parte in movimento non riesce, "la parte in movimento ha diritto a una sentenza in quanto legge". Celotex, 477 US a 323, 106 S. Ct. 2548.

In un caso regolato dall'attuale standard di malizia, ci deve essere una questione attendibile che la giuria possa trovare la prova richiesta da tale standard elevato. Anderson, 477 US 242, 255-56, 106 S. Ct. 2505 (1986) ("Pertanto, laddove la controversia di fatto riguardi l'effettiva malizia, ... la appropriata domanda di giudizio sommario sarà se l'evidenza contenuta nel verbale potrebbe supportare una giuria ragionevole trovando che l'attore ha dimostrato l'effettiva malizia con prove chiare e convincenti o che l'attore non ha. ").

1 Nono Circuito definisce gli elementi di una causa di negligenza professionale come segue:

* 158 Al fine di stabilire un reclamo per negligenza professionale, un querelante deve dimostrare:

1) il dovere del professionista di usare tale abilità, prudenza e diligenza che altri membri della sua professione possiedono ed esercitano comunemente; 2) una violazione di tale obbligo; 3) una connessione causale prossima tra la condotta negligente e la lesione risultante; e 4) perdita o danno effettivi derivanti dalla negligenza del professionista.

In re Daisy Sys. Corp., 97 F.3d 1171, 1175 (9 ° Cir.1996) (citando Jackson v. Johnson, 5 Cal. App. 4 ° 1350, 1355, 7 Cal. Rptr. 2d 482 (1992)).

Nel suo decreto del 5 dicembre 1996, il tribunale fallimentare deteneva la privazione del contratto tra la contea e S & P era sufficiente a costituire il dovere necessario per una domanda di negligenza professionale. Nel suo decreto del 18 marzo 1997, la Corte ha annullato questa partecipazione, affermando che la Corte suprema della California ha richiesto un dovere indipendente dal contratto per far sorgere un reclamo per violazione del contratto. La Corte ha inoltre dichiarato che "[t] non pone fine all'indagine. La posizione di S&P nel settore dei titoli potrebbe averle indotto ad assumere un dovere professionale indipendente applicabile in un'azione illecita".

A quel tempo la Corte non ha stabilito se S & P, in qualità di fornitore di rating, fosse tenuto a pagare un dazio separato da

qualsiasi obbligo contrattuale. La Corte non giunge a questa domanda sulla presente mozione, tuttavia, poiché S&P si pronuncia per un giudizio sommario su un motivo diverso: "Nella presente mozione, tuttavia, Standard & Poor's non chiede un giudizio sulla pretesa illecita della contea sulla teoria che la Contea è limitata esclusivamente a una causa contrattuale di azione. Piuttosto, questa mozione si rivolge allo standard di cura che dovrebbe essere applicato a un reclamo relativo al discorso ". [6] Risposta di S&P alle 23.

(2) Definizione di cattiveria reale

La cattiveria reale è uno standard soggettivo: "Se una dichiarazione falsa e diffamatoria viene pubblicata con la conoscenza della falsità o un disprezzo spericolato per la verità, la figura pubblica può prevalere." *Harte-Hanks Communications v. Connaughton*, 491 US 657, 688, 109 S. Ct. 2678, 105 L. Ed. 2d 562 (1989). "Un" disprezzo spericolato "per la verità, tuttavia, richiede più di una deviazione da un comportamento ragionevolmente prudente." Devono esserci prove sufficienti per concludere che l'imputato aveva effettivamente un alto grado di consapevolezza di ... probabile falsità. " " *Id.* (citando *St. Amant contro Thompson*, 390 US 727, 731, 88 S. Ct. 1323, 20 L. Ed. 2d 262 (1968)). La mancata indagine prima della pubblicazione, anche quando una persona ragionevolmente prudente lo avrebbe fatto, non dimostra disprezzo spericolato. *Harte-Hanks*, 491 US a 688, 109 S. Ct. 2678.

(3) Le offerte di debito della contea del 1993 e 1994

Ai fini della sentenza sulla mozione di giudizio sommario di S&P, la Corte tratterà insieme la violazione del reclamo contrattuale e il reclamo di negligenza professionale, dal momento che entrambi i reclami derivano dalla fornitura degli stessi rating e presumono la violazione del dovere di S&P quei voti. Entrambe le affermazioni sono soggette all'attuale standard di malizia.

La contea afferma che S & P ha assegnato un rating di "SP-1" o "A-1 +" (il suo rating più alto possibile) a tutto il debito a breve termine emesso dalla contea nel 1993 e 1994. La contea sostiene "[t] queste valutazioni indicavano che S&P aveva concluso, sulla base delle sue esaurienti "analisi quantitative, qualitative e giuridiche" che tali problemi possedevano "caratteristiche di

sicurezza schiaccianti". Le valutazioni, tuttavia, erano incompatibili con i fatti che S & P conosceva all'epoca. " Beall Decl. a sostegno dell'opp. a Exh. H, I (citando MOA e S & * 159 P's Commercial Paper Definitions). La Contea sostiene inoltre che S & P sapeva che "le forze di mercato incontrollabili rappresentavano un pericolo significativo per il [rimborso] delle obbligazioni".

La Contea sostiene che S & P ha appreso, durante la sua analisi delle offerte 1993 e 1994 proposte dalla Contea, che il tesoriere della contea Robert Citron era "impegnato in una strategia di investimento straziante, usando enormi quantità di leva finanziaria e titoli derivati esotici per scommettere i fondi pubblici sotto controllo sui tassi di interesse intrinsecamente imprevedibili ". La contea afferma che S & P era, per sua stessa ammissione, a disagio con la strategia di investimento del Tesoriere. Vedi Swerdling Depo., Exh. 15 a Saunders Decl., A 171 (il testimone afferma che "potrebbe non essere stato" a proprio agio con il portafoglio di investimenti del Tesoriere della Contea di Orange).

La Contea sottolinea che il principale economista di S&P aveva previsto nel marzo 1994 che i tassi di interesse sarebbero aumentati, quindi la Contea sostiene che S & P sapeva che la strategia di investimento della Contea, che dipendeva fortemente dai tassi di interesse rimanenti bassi, era in difficoltà. Vedi Saunders Decl. Exh. 37 (pubblicazione Creditweek di S&P del 21 marzo 1994, 107, in cui si afferma "Tuttavia, l'ambiente a basso tasso che ha creato queste opportunità [per gli emittenti municipali] sta iniziando a cambiare."); vedi anche Exh. 42-45 (appunti scritti a mano degli analisti S & P del 9 maggio 1994 in teleconferenza con funzionari della Contea di Orange, incluso Jean Costanza "un'osservazione che un aumento di 300 punti base potrebbe significare" disastro ").

La Contea sostiene che, se S&P avesse dato valutazioni speculative anziché di livello investment grade alle emissioni della Contea, Citron non sarebbe stato in grado di continuare a prendere in prestito i fondi necessari per mantenere a galla il suo piano di investimenti. Di conseguenza, gli stati della contea S&P hanno svolto un "ruolo chiave" nel finanziamento del sistema Citron.

(a) Le accuse della contea relative al coinvolgimento di S&P nei finanziamenti del debito del 1993

La Contea dichiara "[i] n 1993, dopo aver esaminato la politica di investimento del tesoriere, gli analisti di S&P conclusero che non potevano" essere totalmente a proprio agio con la strategia di investimento di Citron ". Saunders Decl. Exh. 26 (Analisi di rating S & P dell'offerta 1993 della città di Anaheim di \$ 60 milioni 1993 Note imponibili) ("Sebbene i proventi possano essere investiti in strumenti con cui S & P potrebbe non essere del tutto a proprio agio, S & P sta ancora guardando al City GO rating (AA-) e impegni del fondo generale per compensare eventuali perdite di investimento. "). Citando la deposizione di Robert Swerdling di S & P, gli analisti della contea hanno affermato che gli aumenti dei tassi di interesse potrebbero comportare perdite di investimento per la contea. Saunders Decl., Exh. 15, pagg. 367-70.

(b) Finanziamenti del debito del 1994

La Contea presenta prove, sotto forma di deposizioni e dichiarazioni, che S & P era consapevole che le pratiche di investimento di Citron sono diventate sempre più rischiose nel 1994. I rappresentanti di S & P negli Stati della Contea si sono incontrati con i funzionari della Contea a New York e hanno appreso, tra l'altro , che la strategia di Citron era orientata più verso il livello di rendimento che verso la sicurezza; la Contea aveva attratto un'ampia partecipazione in pool attraverso una strategia aggressiva dipendente da tassi di interesse piatti o in calo; e i tassi stavano salendo e le perdite di carta stavano iniziando a salire. Opp. to Motion on Punitive at 8 (citando Saunders Decl. in Exh. 17, 34-36). [7] La contea sostiene S & P, rendendosi conto che la contea potrebbe * 160 sopravvivere all'aumento dei tassi di interesse solo mantenendo un'adeguata liquidità nei pool, scoraggiando attivamente i partecipanti al pool dalla rimozione dei loro fondi dal pool. Vedi, ad esempio, Saunders Decl. Exh. 13. L'analista di S & P Diane Broson ha anche rilasciato alla stampa commenti favorevoli e rassicuranti su Citron e sullo stato finanziario della Contea, che la Contea sostiene sia stato parte di uno sforzo da parte di S&P per mantenere la calma pubblica riguardo alla stabilità del Pool. Vedi Saunders Decl. Exh. 47 (Broson dichiarando al Los Angeles Times "era stata in stretto contatto con i funzionari della

Contea di Orange nelle ultime settimane, aggiungendo che il rating creditizio della contea rimane "molto alto e molto forte "con [S & P]."). [8]

La Contea invia note scritte a mano prese dal personale S&P durante una teleconferenza del 9 maggio 1994 riguardante la Contea di Orange. Queste note mostrano che gli analisti di S&P erano consapevoli che le richieste di garanzie sul Pool stavano aumentando; le perdite di carta sono state di circa \$ 1 miliardo; la divulgazione di perdite di mercato potrebbe portare a una corsa al pool; e il "disastro" potrebbe derivare da un aumento dei tassi di interesse oltre il 2%. Saunders Decl. Exh. 4, 8, 42-45, 58. La Contea trae da queste note, e la mancanza di una successiva riduzione dell'investment grade della Contea, che S & P stava cercando di nascondere ciò che sapeva. Il motivo di S&P, sostiene la Contea, era quello di evitare una corsa al pool che avrebbe comportato inadempienze sul debito che S&P aveva precedentemente valutato come investment grade. La contea sostiene che S & P ha emesso falsi rating conoscendo "la contea"

(c) Emissioni autentiche di fatto materiale sulle emissioni del debito del 1994, ma non sulle emissioni del 1993

Prendendo tutte le inferenze ammissibili a favore della Contea, una giuria ragionevole non poteva concludere secondo lo standard necessario che S & P era a conoscenza di un alto grado di probabile falsità quando ha valutato il debito della Contea nel 1993. Sebbene la Contea mostri che S & P non era "totalmente a suo agio" in occasione della revisione del portafoglio di investimenti della Contea nel 1993, e ha compreso che un aumento dei tassi di interesse potrebbe compromettere seriamente la posizione finanziaria della Contea, una giuria ragionevole non ha potuto concludere che S&P ha agito incoscienza disprezzo per la verità in quel momento.

Mentre un'agenzia di rating ragionevolmente prudente avrebbe potuto essere più cauta nell'assegnare i rating migliori al debito della contea del 1993, le prove dimostrano che i precedenti della contea per il rimborso del proprio debito erano stati buoni fino a quel punto. La strategia di Citron, per quanto sconsiderata col senno di poi, stava ottenendo alti rendimenti. S & P afferma che i suoi rating rappresentano il suo "parere alla data di pubblicazione in merito al merito di credito dell'emittente rispetto a un obbligo specifico". I tassi di interesse non erano

ancora saliti al punto in cui l'assegnazione di un rating massimo, anche alla luce di quanto presumibilmente sapeva in quel momento, saliva al livello di "alto grado di consapevolezza di ... probabile falsità" o "incosciente disprezzo per il verità." La Contea non può soddisfare lo standard di "trascuratezza spericolata" sui rating del debito del 1993.

La Contea, tuttavia, ha sollevato autentiche questioni di fatto materiale sull'assegnazione di rating da parte di S&P al debito della Contea del 1994. La Contea ha dimostrato che nel 1994 S&P era a conoscenza della strategia di Citron e del potenziale "disastro" che potrebbe * 161 verificarsi se i tassi di interesse continuassero ad aumentare. Le note scritte a mano dal personale S&P mostrano che queste persone erano consapevoli che i tassi di interesse erano aumentati del 2% nei 100 giorni precedenti e ciò rappresentava un chiaro e attuale pericolo per la liquidità del Pool. Vedi Saunders Decl. a Exh. 42-44.

I commenti pubblici di S&P che assicurano al pubblico la sua convinzione nella strategia di Citron supportano l'inferenza della Contea di un insabbiamento per proteggere la reputazione di S&P. Le prove che incoraggiano i partecipanti al Pool di S&P a mantenere i propri soldi nel Pool supportano anche questa inferenza.

La Contea ha sollevato una vera questione di fatto se S&P abbia agito in maniera sconsiderata ignorando le verità di cui era a conoscenza quando ha assegnato valutazioni indicanti al pubblico che il debito della Contea del 1994 possedeva "caratteristiche di sicurezza schiaccianti". La Contea solleva anche una questione attendibile sul fatto che S&P abbia deliberatamente rilasciato falsi rating al fine di proteggersi dalle ripercussioni dei problemi di declassamento a cui in precedenza aveva dato i voti migliori. Infine, la Contea ha sollevato una questione attendibile sul fatto che S&P avesse "ovvie ragioni per dubitare della veridicità delle sue relazioni, [ma] impegnandosi a evitare intenzionalmente la verità". *Eastwood contro Nat'l Enquirer, Inc.*, 123 F.3d 1249, 1257 (9 ° Cir.1997).

S & P sostiene che la causa della Contea è un "assalto al discorso senza precedenti da parte della fonte stessa delle informazioni lamentate". S & P afferma che l'azione della Contea è "straordinaria" perché la Commissione per i titoli e gli scambi "ha specificamente scoperto che la Contea ha reso

dichiarazioni false alle agenzie di rating, tra cui [S & P]". S&P afferma inoltre che Citron si è dichiarato colpevole di "inganno pubblico" e Raabe è stato "condannato per reati". Questi fatti, se ricevibili, possono essere presi in considerazione da una giuria nel valutare le prove, ma non precludono l'esistenza di una vera questione di fatto materiale. Vi sono prove sufficienti che S&P fosse a conoscenza di fattori, di cui la Contea non era la fonte, che avrebbero potuto avvisare S&P dei pericoli delle pratiche di investimento della Contea.

S&P afferma che le pretese della Contea dovrebbero essere escluse perché la Contea è stata in grado di rimborsare i suoi obblighi. Questo argomento non è persuasivo date le lunghezze (sospensione dei servizi, prolungati periodi di rimborso, ecc.) A cui la Contea doveva andare per garantire questo rimborso.

S&P afferma inoltre di non aver mai valutato il pool di investimenti della contea. Indipendentemente dal fatto che S&P abbia effettivamente valutato il Pool, la Contea può comunque presentare reclami basati sulla conoscenza soggettiva di S&P delle minacce alla liquidità del Pool.

S & P afferma che le affermazioni della Contea dovrebbero fallire perché la Contea "non si è mai lamentata con Standard & Poor's che le valutazioni erano troppo alte o false. In effetti, la Contea non ha mai fatto appello alle valutazioni (come era suo diritto). Piuttosto, la Contea ha abbracciato pubblicamente le valutazioni pubblicandole ripetutamente nelle dichiarazioni ufficiali. " Il fatto che un emittente municipale non abbia presentato ricorso non è motivo di concessione di un giudizio sommario quando il reclamo è che il rating è stato erroneamente assegnato.

S & P afferma di non poter sapere che i suoi voti erano falsi perché Moody's ha anche dato alla Contea un punteggio elevato. Ciò non supporta una conclusione secondo cui, per motivi di legge, i rating di S&P non sono stati dati in modo falso.

Infine, S & P tenta nuovamente di convincere la Corte che le sue valutazioni sono opinioni che non sono dimostrabili in modo falso. La Corte ha respinto questo argomento in passato e lo fa ancora oggi. Vedi ordinanza del 18 marzo 1997 alle 21 e seguenti. 7; Ordinanza del 2 giugno 1997 alle 13.

IV. Disposizione

La Corte ha dunque concluso: **CONCEDE la mozione del Convenuto per la sentenza sommaria sulla violazione del contratto e delle richieste di negligenza professionale relative alle questioni di debito della Contea del 1993. La Corte DENIES Proposta di giudizio sommario della convenuta su * 162 Infrazione del querelante del contratto e richieste di negligenza professionale relative alle questioni di debito della Contea del 1994.**

Lo standard di "malizia reale" fornisce lo "spazio respiratorio" richiesto dal Primo Emendamento. In base a questo standard, un editore non si assume alcuna responsabilità per una falsa dichiarazione di fatto a meno che la dichiarazione non sia fatta con "cattiveria effettiva", cioè "con la consapevolezza che la dichiarazione era falsa o con sconsiderato disprezzo per la verità o meno.

La Corte Suprema degli Stati Uniti, Gertz contro Robert Welch, Inc., 418 US 323 (1974), Gertz contro Robert Welch, Inc., No. 72-617, Discusso il 14 novembre 1973, Deciso il 25 giugno 1974, ha modificato l'applicazione della norma *Sullivan* a questioni di interesse pubblico. *Gertz ha* trovato un interesse statale più forte nel risarcire le figure private per i danni alla loro reputazione inflitti da false dichiarazioni che nella protezione delle figure pubbliche da tali danni anche quando la falsa dichiarazione comportava una questione di interesse pubblico. 418 USA a 348-49, 94 S. Ct. 2997.

Di seguito i fatti e lo svolgimento del processo:

Tuttavia, *Gertz* richiede che i querelanti di diffamazione a figura privata che chiedono danni presunti e punitivi per dimostrare la vera malvagità se le dichiarazioni diffamatorie riguardavano una questione di interesse pubblico.

Nel suo decreto del 16 marzo 1998, la Corte ha stabilito che, nella misura in cui S&P aveva diritto alla protezione ai sensi del Primo Emendamento, tale protezione non era assoluta, ma era conforme all'attuale standard di malizia.

Con Ordinanza del 16 marzo 1998, al 5, la Corte Suprema ha stabilito: *"La Corte ha stabilito che le classificazioni di Standard & Poor sono parole e che, in assenza di circostanze speciali, sono protette dal Primo Emendamento. Nel giungere a tale*

sentenza, la Corte ha assunto qualsiasi discorso protetto dal Primo Emendamento, in quanto questione pubblica ricevere la protezione accresciuta dell'attuale standard di malizia ".

Nel corso dell'argomentazione orale, la Contea ha chiarito il proprio esonero da responsabilità per qualsiasi affermazione di un'impresa separata per i servizi analitici, ma ha sostenuto di aver acquistato solo un rating che includeva i servizi analitici.

La Corte rifiuta di considerare ciò come un'impresa "circostanza speciale" che eviterebbe il Primo Emendamento.

È piuttosto una solita circostanza di preparazione di una valutazione.

Dato che S&P non si pronuncia in giudizio sommario sulla questione se sarà richiesto un dazio separato, la Corte si riserverà una sentenza in merito. Qualora dovesse essere presentata una mozione futura su tale questione, la Corte affronterà la questione in quel momento.

Gli stati della Contea "[d], nonostante questa discussione e la previsione del principale economista di S&P di un aumento sostenuto dei tassi di interesse, gli analisti di S & P non ricordano di aver preso alcuna misura per determinare l'entità delle perdite nel portafoglio o la composizione degli investimenti nel portafoglio. " Opp. ri. Puniti a 8.

Questo non è abbastanza, da solo, per stabilire la vera malvagità: *La mancata investigazione prima della pubblicazione, anche quando una persona ragionevolmente prudente lo avrebbe fatto, non stabilisce un disprezzo spericolato.* Harte-Hanks, 491 US a 688, 109 S. Ct. 2678.

S & P sostiene che le dichiarazioni di Broson alla stampa in merito a Citron non possono essere utilizzate dalla Contea per contribuire a creare una questione attendibile di fatto. S & P cita *Dodds c. American Broadcasting Co.*, 145 F.3d 1053 (9 ° Cir.1998), per l'affermazione secondo cui *Le dichiarazioni di opinione sull'adeguatezza di una persona che detiene un ufficio pubblico per quell'ufficio sono completamente protette ai sensi della il primo emendamento, a prescindere dal fatto che tali affermazioni siano sostenibili, verificabili o basate su fatti o premesse divulgati.* (Memoria riassuntiva del giudizio di S&P al 38. Tuttavia, non si sostiene che la dichiarazione di Broson sia utilizzabile. Viene offerto come prova di ciò che S&P stava

facendo e il Primo Emendamento non impedisce tale uso probatorio).

La prova richiesta al fine di superare lo scudo del Primo Emendamento risulta, dunque, particolarmente difficile da fornire.

L'elemento soggettivo rappresentato dall'*actual malice standard* richiede, infatti, la prova della conoscenza della falsità dell'affermazione in questione ovvero la prova del fatto che il convenuto era consapevole della sua probabile falsità.

Non costituisce, invece, *actual malice*, il mero fatto che il giornalista o l'editore non abbiano svolto alcuna indagine circa la verità o falsità delle affermazioni rese, nemmeno nel caso in cui un soggetto prudente avrebbe senz'altro svolto dette indagini³⁰¹.

74. Overview of the credit rating agencies' role in the current financial crisis and their use of the first amendment to defend against liability. (panoramica sul ruolo delle agenzie di valutazione del credito nella crisi finanziaria attuale e il loro utilizzo del primo emendamento da difendere contro responsabilità)

Theresa Nagy (J.D. Candidate 2010, University of Minnesota Law School; B.S. 2003, University of Wisconsin-Madison), nel 2009 ha pubblicato una nota intitolata *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, della quale è utile riportare alcuni passaggi.

Rating agencies emerged in the financial market at the beginning of the twentieth century,³⁰² likely to help level the information imbalance that inherently exists in lending

³⁰¹*County of Orange v. McGraw Hill Co.*, 245 B.R. 154, 158 (C.D. Cal. 1999), che richiama sul punto I precedent *Harte-Hanks Communications v. Connaughton*, 491 U.S. 657, 688; 109 S. Ct. 2678, 2696; 105 L. Ed. 2d 562, 589 (1989); *St. Amant v. Thompson*, 390 U.S. 727, 731; 88 S. Ct. 1323, 1325; 20 L. Ed. 2d 262, 267 (1968).

³⁰²Cfr. TIMOTHY J. SINCLAIR, THE NEW MASTERS OF CAPITAL: AMERICAN BOND RATING AGENCIES AND THE POLITICS OF CREDITWORTHINESS 24 (2005).

*relationships.*³⁰³

*Accordingly, they have evolved with the constantly changing economy over the past one hundred years into increasingly influential market participants.*³⁰⁴

*The primary function of rating agencies is to assess “the creditworthiness of companies and public entities that issue debt.”*³⁰⁵

*The agencies claim to “make judgments on the ‘future ability and willingness of an issuer to make timely payments of principal and interest on a security over the life of the instrument.’”*³⁰⁶

*The agencies grade the issuer to provide investors with ratings,³⁰⁷ which range from an extremely low credit risk to a highly speculative investment.*³⁰⁸

³⁰³Cfr. Frank Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, 77 WASH. U. L.Q. 619, 632 (1999) (“Rating agencies may exist because of information asymmetry between debt issuers and investors. Information asymmetry exists in markets where sellers have superior information to buyers about product quality, yet cannot costlessly convey this information to buyers.”); Amy K. Rhodes, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free Market Interference?*, 20 SETON HALL LEGIS. J. 293, 294 (1996) (describing how rating agencies create “an efficient interface between investors and issuers” that reduces the cost of securities research for individual investors)

³⁰⁴ Stéphane Rousseau, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*, 51 MCGILL L.J. 617, 621 (2006) (describing rating agencies as having become “central institutions in financial markets”).

³⁰⁵ Amy Borrus et al., *The Credit Raters: How They Work and How They Might Work Better*, BUS. WK., Apr. 8, 2002, at 38; see also Pinto, *supra* note 17, at 341.

³⁰⁶ Timothy J. Sinclair, *Passing Judgment: Credit Rating Processes as Regulatory Mechanisms of Governance in the Emerging World Order*, in *GLOBALIZATION AND ECONOMY: GLOBALIZING FINANCE AND THE NEW GLOBAL ECONOMY* 248, 253 (Paul James & Heikki Patomäki eds., 2007) (citation omitted).

³⁰⁷Cfr. Borrus et al., *supra* note 298, at 38. The agencies utilize a letter-based rating system, in which “AAA,” the highest score, is awarded to financially stable companies and “D” is given to companies in default. DAVID F. HAWKINS ET AL., *RATING INDUSTRIAL BONDS* 25–29 (1983); Rhodes, *supra* note 23, at 303 n.41.

³⁰⁸ Frank Packer, *Credit Ratings and the Japanese Corporate Bond Market*, in *RATINGS, RATING AGENCIES AND THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM* 139, 140 (Richard M. Levich et al. eds., 2002). Generally, anything below a

An important distinction is made between investment and speculative grades because 1930s securities legislation prevents fiduciaries from investing in bonds rated below a certain level.³⁰⁹

Until recently, Moody's, S&P, and Fitch benefited from an oligopolistic market structure, as the Securities and Exchange Commission (SEC) had designated only these three agencies as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs).³¹⁰

Due to the nature of the industry and the market, most scholars argue that the success of these powerful ratings agencies depends on their integrity, dependability, and reliability.³¹¹

Therefore, it is not surprising that the failure of these agencies to live up to the public's expectation of objective, accurate, and independent investigation of issuer creditworthiness has spurred public outrage, spawned numerous lawsuits, and led to

“BBB” rating is considered noninvestment grade or a “junk bond.” See Mark Carey, A Guide to Choosing Absolute Bank Capital Requirements, in RATINGS, RATING AGENCIES AND THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, supra, at 117, 134.

³⁰⁹ JEROME S. FONS, MOODY'S INVESTORS SERV., SPECIAL COMMENT: TRACING THE ORIGINS OF “INVESTMENT GRADE” 2 (2004), available at <http://www.moody.com.br/brasil/pdf/InvGradeOrigins.pdf> (explaining how during the Great Depression the United States Office of the Comptroller of the Currency required bank holdings of publicly rated bonds to be rated at investment grade or better). The regulation specified that “bonds rated [investment grade] may be carried at cost, but defaulted bonds and those of lower ratings had to be marked to market.” Id.

³¹⁰ For a description of the structure of the credit rating business and the significance of the NRSRO designation, see generally Claire A. Hill, Regulating the Rating Agencies, 82 WASH. U. L.Q. 43 (2004). There are currently ten agencies designated as NRSROs. U.S. Sec. & Exch. Comm'n, Credit Rating Agencies—NRSROs, <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm> (last visited Oct. 20, 2009).

³¹¹ Cfr. Frank Partnoy, The Paradox of Credit Ratings, in RATINGS, RATING AGENCIES, AND THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, supra note 28, at 65, 67. But see Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Hearing Before the H. Comm. on Oversight and Government Reform, 110th Cong. 1, 2–3 (2008) (statement of Rep. Henry A. Waxman, Chairman, H. Comm. on Oversight and Government Reform), available at <http://oversight.house.gov/documents/20081022102221.pdf> (repeating claims by Ray McDaniel, CEO of Moody's, that the market “penalizes quality” and citing an S&P employee document that claimed “[a security] could be structured by cows and we would rate it”).

*new regulations.*³¹²

An overview of the rating agencies' role in the subprime mortgage crisis and past litigation involving the agencies' reliability provides insight into the future legal challenges facing Moody's, S&P, and Fitch.

Nella nota viene sapientemente spiegato che i rating di molti titoli garantiti da ipoteca residenziale erano diventati fonte di polemiche e contese nella ricaduta della crisi finanziaria.

I titoli garantiti da ipoteca residenziale erano definiti come *obbligazioni emesse da grandi istituti finanziari sostenute da pool di mutui ipotecari individuali*, agenzie federali, imprese sponsorizzate dal governo e imprese private acquistare mutui e assemblarli in pool.

In pratica, l'entità acquirente emetteva titoli che rappresentavano il capitale e i pagamenti di interessi sui singoli prestiti all'interno del pool.

Poiché il default su un singolo prestito non influenza in modo significativo il valore del pool aggregato, il rischio per gli investitori è ridotto almeno fin quando il numero dei mutui deteriorati non diventa più alto come si è verificato negli Stati Uniti a partire dal 2006.

Nel solo 2007, 2,2 milioni di proprietà americane erano con riserva di deposito.

La crisi dei pignoramenti ha innescato il crollo del mercato globale del 2008

Sebbene l'enorme rischio connesso agli investimenti in titoli garantiti da ipoteca residenziale sia evidente oggi, il rating delle agenzie di allora davano una valutazione molto positiva.

Al fine di valutare i titoli, le agenzie avevano esaminato caratteristiche di ogni singolo mutuo nel pool, la struttura proposta del pool aggregato e il grado proposto del miglioramento del credito, utilizzando queste informazioni, le

³¹²Cfr. Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Exchange Act Release No. 34-59342, 74 Fed. Reg. 6456, 6465–67, 6483 (Feb. 2, 2009) (to be codified at 17 C.F.R. pts. 240, 249b), available at <http://www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342fr.pdf> (including a ban on rating a security after the agency has made recommendations regarding the issuer's structure of the finance product, a restriction on rater participation in fee discussion, and significant new disclosure obligations for rating agencies).

agenzie avevano completato una serie di analisi e assegnato un rating ai titoli.

A causa della distribuzione e della diversificazione del rischio, le agenzie in genere hanno classificato il pool aggregato molto più in alto di quanto avrebbero valutato i singoli prestiti.

Le agenzie hanno assegnato i rating "AAA" a quasi tutti i titoli residenziali garantiti da ipoteca.

Questi rating elevati hanno quindi promosso, o meglio incentivato investimenti in questi titoli.

Quando il numero di valori predefiniti sul subprime dei mutui aumentarono rapidamente, le principali banche e istituzioni finanziarie, i principali investitori in titoli garantiti da ipoteca residenziale, riportarono perdite di centinaia di miliardi.

I fallimenti bancari provocarono un'estrema volatilità del mercato azionario, che diminuì ricchezza degli azionisti di miliardi di dollari e affondò l'economia in una profonda recessione.

Sia il governo che gli investitori privati si misero subito alla ricerca di risposte e modifiche per il ruolo delle agenzie di rating nel subprime (crisi dei mutui).

Un primo esempio di tale ricorso è l'azione presentata in pensione dei dipendenti pubblici della California System v. Moody.

Il sistema pensionistico dei dipendenti pubblici della California (CalPERS), la pensione statale più grande della nazione fondo, aveva investito in veicoli di investimento strutturati che erano composto in gran parte da mutui subprime.

Tutte le maggiori agenzie avevano dato ai titoli il rating più alto possibile.

La denuncia di CalPER's sostiene che le agenzie avevano travisato la vera natura ad alto rischio dei mutui sottostanti come le valutazioni *alla fine si sono rivelate estremamente imprecise e irragionevolmente alto "e che la metodologia di valutazione delle agenzie era "gravemente difettoso nel concepimento e applicato in modo incompetente.*

CalPERS affermò di aver perso un miliardo di dollari e cercò di dimostrare che le agenzie di rating responsabili di questo

sostanziale declino dell'investimento di 1,3 miliardi di dollari.

I querelanti nel Sistema pensionistico dei dipendenti pubblici della California contro Moody e coloro che portano abiti futuri affrontano una sfida difficile dalle agenzie di rating hanno precedentemente trovato protezione sotto il Primo emendamento.

Il successo delle agenzie si è spesso basato sulle difese standard, come la mancanza di dovere o la fiducia irragionevole.

Anche se i querelanti sono in grado di superare le convenzionali difese le agenzie possono sempre appellarsi al primo emendamento difesa basata sulla protezione costituzionale commerciale in discorso.

Per la Corte Suprema degli Stati Uniti, Central Hudson Gas & Elec. v. Public Svc. Comm'n, 447 US 557 (1980) Central Hudson Gas & Electric Corp. v., Commissione di servizio pubblico di New York N. 79-565, Discusso il 17 marzo 1980, Deciso il 20 giugno 1980, 447 US 557: il profitto può essere tutelato costituzionalmente, ma i discorsi commerciali falsi e fuorvianti non hanno diritto a nessun Primo Emendamento protezione.

Le agenzie di rating hanno avuto successo in numerosi casi perché i tribunali hanno paragonato le agenzie ai giornalisti e le valutazioni alle opinioni e, in questo contesto, le classificazioni categoriche non possono essere false o fuorvianti.

Le Corti non hanno ancora testato in modo conclusivo l'uso del giornalistico da parte delle agenzie rating, ma al momento esistono due metodi usati per risolvere tali casi.

Il primo approccio adotta un reale generale standard di malizia come definito dal New York Times v. Sullivan.

Il secondo approccio è specifico per le agenzie di rating ed è esemplificato dal test a due punte stabilito da *In re Fitch (vedi successivo § 77)*.

75. Corte Suprema degli Stati Uniti, Central Hudson Gas & Elec. v. Public Svc. Comm'n, 447 US 557 (1980) Central Hudson Gas & Electric Corp. v., Commissione di servizio pubblico di New York N. 79-565, Discusso il 17 marzo 1980, Deciso il 20 giugno 1980, 447 US 557

Sebbene la Costituzione garantisca una protezione minore del discorso commerciale rispetto ad altre espressioni costituzionalmente garantite, tuttavia il Primo Emendamento protegge il discorso commerciale da una regolamentazione governativa ingiustificata.

Di seguito i fatti e lo svolgimento del processo:

Perché il discorso commerciale rientri nel Primo Emendamento deve almeno riguardare attività lecite e non essere fuorviante.

Successivamente, si deve stabilire se l'interesse governativo asserito che deve essere coperto dalla restrizione al discorso commerciale è sostanziale.

Se entrambe le inchieste danno risposte positive, si deve quindi decidere se il regolamento fa avanzare direttamente l'interesse governativo affermato e se non è più ampio di quanto sia necessario per servire tale interesse.

In questo caso, non si afferma che l'espressione in questione sia imprecisa o si riferisca ad attività illecite.

Né il discorso commerciale pubblicitario non protetto della pubblicità dell'utility elettrica della ricorrente è solo perché la ricorrente detiene il monopolio della vendita di elettricità nella sua area di servizio.

Poiché il monopolio sulla fornitura di un prodotto non fornisce alcuna protezione dalla concorrenza con i sostituti di tale prodotto, la pubblicità da parte dei servizi di pubblica utilità è tanto preziosa per i consumatori quanto la pubblicità da parte di imprese non regolamentate, e non vi è alcuna indicazione che la decisione della ricorrente di pubblicizzare non fosse basata sulla convinzione che i consumatori erano interessati alla pubblicità.

L'interesse dello Stato per il risparmio energetico è chiaramente sostanziale ed è direttamente avanzato dai regolamenti del richiedente.

L'ulteriore interesse dello Stato nel prevenire le iniquità nelle tariffe dei ricorrenti - sulla base dell'affermazione che la promozione riuscita del consumo nei periodi "non di punta" creerebbe costi aggiuntivi che, a causa della struttura dei tassi della ricorrente, sarebbero sostenuti da tutti i consumatori attraverso tassi globali più elevati - è anche sostanziale.

Quest'ultimo interesse, tuttavia, non fornisce una ragione costituzionalmente adeguata a limitare il discorso protetto poiché il legame tra il divieto di pubblicità e la struttura tariffaria della ricorrente è, al massimo, debole.

Il regolamento del richiedente, che raggiunge tutta la pubblicità promozionale, indipendentemente dall'impatto del servizio propagandato sull'uso complessivo di energia, è più ampio del necessario per promuovere l'interesse dello Stato al risparmio energetico che, per quanto importante, non può giustificare la soppressione delle informazioni su dispositivi o servizi elettrici che non causerebbero un aumento netto del consumo totale di energia.

Inoltre, non è stato dimostrato che una limitazione più limitata del contenuto della pubblicità promozionale non servirebbe adeguatamente gli interessi dello Stato

76. Corte Suprema degli Stati Uniti, New York Times Co. contro Sullivan, 376 US 254 (1964), New York Times Co. contro Sullivan, N. 39, Discusso il 6 gennaio 1964, Deciso il 9 marzo 1964 376 US 254

New York Times Co. contro Sullivan, 376 US 254 (1964), fu una decisione fondamentale della Corte Suprema degli Stati Uniti in cui la Corte decretò che la protezione della libertà di parola nel Primo Emendamento alla Costituzione degli Stati Uniti limitava la capacità del pubblico americano funzionari per citare in giudizio per diffamazione.

In particolare, ha affermato che se un querelante in una causa di diffamazione è un funzionario pubblico o una persona in corsa per un ufficio pubblico, non solo deve dimostrare i normali elementi di diffamazione - pubblicazione di una falsa dichiarazione diffamatoria in un terzo parti: deve anche dimostrare che la dichiarazione è stata fatta con " cattiveria reale "" , nel senso che l'imputato sapeva che l'affermazione era falsa o trascuratamente ignorato se fosse o meno vera.

Il caso iniziò nel 1960 quando il New York Times pubblicò un annuncio a tutta pagina dei sostenitori di Martin Luther King Jr. che criticava la polizia di Montgomery, in Alabama, per il loro maltrattamento dei manifestanti per i diritti civili.

Tuttavia, l'annuncio presentava diverse inesattezze di fatto,

come il numero di volte in cui King era stato arrestato durante le proteste, quale canzone avevano cantato i manifestanti e se gli studenti erano stati espulsi o meno per partecipare.

In risposta, il commissario di polizia Montgomery LB Sullivan fece causa al Times presso il tribunale della contea locale per diffamazione.

Di seguito i fatti e lo svolgimento del processo:

Il giudice ha stabilito che le inesattezze dell'annuncio erano di per sé diffamatorie e la giuria ha emesso un verdetto a favore di Sullivan e gli ha assegnato \$ 500.000 in danni.

Il Times ha appellato il verdetto alla Corte Suprema dell'Alabama, che lo ha affermato. Ha quindi fatto appello alla Corte suprema degli Stati Uniti, che ha accettato di ascoltare il caso e ha ordinato i certificatori.

Nel marzo del 1964, la Corte emise una decisione unanime di 9-0 in cui si affermava che il verdetto della corte dell'Alabama violava il Primo Emendamento.

La decisione ha difeso la libera segnalazione delle campagne per i diritti civili negli Stati Uniti meridionali.

È una delle decisioni chiave a sostegno della libertà di stampa.

Prima di questa decisione, c'erano quasi \$ 300 milioni in azioni di diffamazione da parte degli stati del sud in sospeso contro le organizzazioni giornalistiche, come parte di uno sforzo mirato da parte di funzionari del sud di usare azioni legali per diffamazione come mezzo per prevenire la copertura critica delle questioni relative ai diritti civili in pubblicazioni statali.

La decisione della Corte suprema e la sua adozione dell'attuale standard di malizia, ha ridotto l'esposizione finanziaria da potenziali richieste di diffamazione e ha quindi frustrato gli sforzi dei funzionari pubblici di utilizzare tali affermazioni per reprimere le critiche politiche.

Da allora la Corte Suprema ha esteso lo standard legale più elevato della decisione per diffamazione a tutti i "personaggi pubblici", a partire dal caso del 1967 Curtis Publishing Co. contro Butts.

A causa dell'elevato onere della prova richiesto e della difficoltà di dimostrare la reale conoscenza di un imputato,

queste decisioni hanno reso estremamente difficile per un personaggio pubblico vincere una causa di diffamazione negli Stati Uniti.

Il caso: Il convenuto, un funzionario eletto a Montgomery, in Alabama, ha intentato causa in un tribunale statale sostenendo che era stato diffamato da una pubblicità sul giornale del firmatario aziendale, il cui testo appariva sui nomi dei quattro singoli firmatari e molti altri.

La pubblicità includeva dichiarazioni, alcune delle quali erano false, sull'azione della polizia presumibilmente diretta contro gli studenti che hanno partecipato a una manifestazione per i diritti civili e contro un leader del movimento per i diritti civili; il convenuto ha rivendicato le dichiarazioni a lui riferite perché le sue funzioni includevano la supervisione del dipartimento di polizia.

Il giudice del processo ha incaricato la giuria che tali dichiarazioni erano "diffamatorie in sé," il pregiudizio è implicito senza la prova di danni effettivi e che, ai fini di un risarcimento danni, si presumeva la malizia, in modo che tali danni potessero essere concessi contro i firmatari se si fosse accertato che le dichiarazioni erano state pubblicate da loro e rispondente.

Per quanto riguarda i danni punitivi, il giudice ha ordinato che la semplice negligenza non era la prova della cattiveria effettiva e non avrebbe giustificato la concessione di un danno punitivo; si è rifiutato di istruire che si doveva trovare l'effettiva intenzione di nuocere o temerarietà prima che i danni punitivi potessero essere premiati, o che un verdetto per il convenuto dovrebbe distinguere tra danni compensativi e punitivi.

La giuria ha trovato il convenuto e la Corte suprema di stato ha affermato.

Tenuto: uno stato non può, ai sensi del primo e del quattordicesimo emendamento, concedere un risarcimento a un funzionario pubblico per falsità diffamatorie relative alla sua condotta ufficiale a meno che non provi la "cattiveria effettiva" - che la dichiarazione è stata fatta con consapevolezza della sua falsità o con sconsiderato disprezzo se fosse vero o falso.

(a) L'applicazione da parte dei tribunali statali di una norma di legge, legale o no, per assegnare una sentenza in un'azione

civile, è "azione statale" ai sensi del Quattordicesimo emendamento.

(b) L'espressione non perde la protezione costituzionale a cui altrimenti avrebbe diritto poiché appare sotto forma di pubblicità a pagamento.

(c) Errore fattuale, contenuto diffamatorio di reputazione ufficiale, o entrambi, non sono sufficienti a giustificare un risarcimento dei danni per false dichiarazioni a meno che non sia asserito che la "cattiveria effettiva" - consapevolezza che le dichiarazioni sono false o in spericolata inosservanza della verità - dimostrato.

(d) la sentenza del tribunale statale ha emesso un verdetto generale che non fa distinzione tra danni punitivi, in base ai quali, secondo la legge statale, deve essere provata la reale malizia e danni generali, in base ai quali è "presunto", preclude qualsiasi alla base del verdetto e richiede un'inversione, in cui la presunzione di cattiveria è incompatibile con i requisiti costituzionali federali.

(e) Le prove non erano costituzionalmente sufficienti a supportare il giudizio del convenuto, poiché non è riuscito a sostenere la conclusione che le dichiarazioni sono state fatte con malizia reale o che si riferivano al rispondente.

77. La tutela del rating nella sentenza *In re Fitch*.

L'estendibilità alle agenzie di rating della tutela accordata alla libertà di stampa e di manifestazione del pensiero dal Primo Emendamento ha costituito storicamente uno dei limiti tradizionali al riconoscimento della responsabilità nei confronti di società valutate, emittenti e investitori.

Rappresenta un passaggio fondamentale per la comprensione del problema la **Corte d'appello degli Stati Uniti, secondo circuito. IN RE: FITCH, INC., Appellant-Cross-Appellee, American Savings Bank, FSB, Querelante-Appellee-Cross Appellant, contro UBS PaineWebber, Inc., Convenuto. N. socket 03-7062, 03-7076. Deciso: 21 maggio 2003.**

Questo appello presenta una domanda sui confini esterni della protezione legale contro le citazioni non di parti in un procedimento civile che New York ha creato per giornalisti professionisti e in quale misura le organizzazioni di raccolta di

informazioni che non sono tradizionalmente considerate parte dei media possono rivendicare quel privilegio.

Di seguito i fatti e lo svolgimento del processo:

La ricorrente Fitch, Inc., un'agenzia di rating finanziario, fa appello a un ordine del tribunale distrettuale degli Stati Uniti per il distretto meridionale di New York (Keenan, J.) che trova Fitch in disprezzo per il suo rifiuto di conformarsi a una citazione emessa da tale tribunale in relazione al contenzioso sottostante nel distretto delle Hawaii.

Nel concedere la mozione per imporre la citazione in giudizio, il tribunale distrettuale ha dichiarato che Fitch non poteva far valere il privilegio di raccolta di notizie codificato nella Legge sullo scudo di New York. Vedi NY Civ.

Per i motivi che seguono, affermiamo la sentenza del tribunale distrettuale.

Fitch è una società con sede a New York nel settore dell'analisi e della valutazione di titoli e offerte di debito.

Quando uno dei clienti di Fitch, ad esempio un'azienda o una banca, sta pianificando di emettere un titolo, stipula un contratto con Fitch per valutare tale titolo.

La società emittente paga una commissione a Fitch; in cambio, Fitch cercherà, analizzerà e fornirà una valutazione della transazione proposta. Il rating riflette l'opinione degli esperti di Fitch sulla solidità finanziaria sottostante del titolo.

Questa valutazione può prendere in considerazione vari fattori, ma di solito considererà questioni come la probabilità di inadempienza o il tasso di rendimento atteso.

Le valutazioni stesse si basano sull'aggregato di tutti i fattori pertinenti e sono espresse sotto forma di lettere o combinazioni di lettere che indicano la sicurezza relativa o il rischio della sicurezza, con i segni “+” e “-” utilizzati anche per indicare sfumature di rischio all'interno di un determinato punteggio di valutazione.

Ad esempio, un'emissione obbligazionaria di tipo "investment grade" che offriva il livello di rischio più basso potrebbe essere classificata "AAA" da Fitch e un'obbligazione "non investment grade" che comportava un rischio più elevato di inadempienza potrebbe essere classificata "BB" o "BB +”.

Fitch comunica la propria valutazione al cliente, ma mette anche gratuitamente a disposizione del pubblico le informazioni di valutazione per un periodo di tempo limitato sul proprio sito Web.

Allo scadere del breve periodo di tempo in cui i report delle classificazioni sono disponibili pubblicamente, le classificazioni vengono trasferite in un archivio, dove possono essere recuperate dai clienti che pagano una quota di abbonamento per il privilegio. un'emissione obbligazionaria di tipo "investment grade" che offriva il livello più basso di rischio potrebbe essere classificata come "AAA" da Fitch e un'obbligazione "non investment grade" che comportava un rischio più elevato di inadempienza potrebbe essere classificata "BB" o "BB +".

Fitch comunica la propria valutazione al cliente, ma mette anche gratuitamente a disposizione del pubblico le informazioni di valutazione per un periodo di tempo limitato sul proprio sito Web.

Allo scadere del breve periodo di tempo in cui i report delle classificazioni sono disponibili pubblicamente, le classificazioni vengono trasferite in un archivio, dove possono essere recuperate dai clienti che pagano una quota di abbonamento per il privilegio, un'emissione obbligazionaria di tipo "investment grade" che offriva il livello più basso di rischio potrebbe essere classificata come "AAA" da Fitch e un'obbligazione "non investment grade" che comportava un rischio più elevato di inadempienza potrebbe essere classificata "BB" o "BB +".

Fitch comunica la propria valutazione al cliente, ma mette anche gratuitamente a disposizione del pubblico le informazioni di valutazione per un periodo di tempo limitato sul proprio sito Web.

Allo scadere del breve periodo di tempo in cui i report delle classificazioni sono disponibili pubblicamente, le classificazioni vengono trasferite in un archivio, dove possono essere recuperate dai clienti che pagano una quota di abbonamento per il privilegio. ma rende anche le informazioni di valutazione disponibili al pubblico gratuitamente per un periodo di tempo limitato sul suo sito web.

Allo scadere del breve periodo di tempo in cui i report delle classificazioni sono disponibili pubblicamente, le classificazioni

vengono trasferite in un archivio, dove possono essere recuperate dai clienti che pagano una quota di abbonamento per il privilegio. ma rende anche le informazioni di valutazione disponibili al pubblico gratuitamente per un periodo di tempo limitato sul suo sito web.

Allo scadere del breve periodo di tempo in cui i report delle classificazioni sono disponibili pubblicamente, le classificazioni vengono trasferite in un archivio, dove possono essere recuperate dai clienti che pagano una quota di abbonamento per il privilegio.

I clienti hanno i loro titoli classificati per due motivi. In primo luogo, una volta che il titolo o il debito ha ricevuto un rating favorevole, tale rating rende più facile vendere il titolo agli investitori, che si basano sull'analisi e sulla valutazione di Fitch.

Il secondo motivo è che un rating favorevole comporta anche un vantaggio regolamentare.

Fitch, insieme ai suoi concorrenti diretti Amici Moody's Investors Service, Inc. ("Moody's") e Standard & Poor's ("S & P"), è stato designato dalla Securities and Exchange Commission ("SEC") come "riconosciuto a livello nazionale organizzazione di rating statistico" ("NRSRO") la cui approvazione di un determinato titolo ha un significato regolamentare, poiché molti investitori istituzionali regolamentati sono limitati in quali tipi di titoli possono investire in base ai rating NRSRO dei titoli.

Vedi Sez. E Exch. Comm'n, Rapporto sul ruolo e la funzione delle agenzie di rating del credito nel funzionamento dei mercati dei titoli 5-8 (gennaio 2003), disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf> (ultima visita 20 maggio 2003).

American Savings Bank, querelante Appellee, FSB ("ASB") è una banca di risparmio noleggiata a livello federale con sede alle Hawaii. In quanto banca di risparmio, ASB è regolata dall'Office of Thrift Supervision ("OTS").

I regolamenti vietano alle casse di risparmio come ASB di acquistare e detenere titoli che non sono liquidi e non sono considerati investment grade. Cfr. 12 CFR § 560.40 (2002).

L'imputato UBS Paine Webber, Inc. ("PaineWebber") è uno dei broker di lunga data di ASB. Nel 1999, PaineWebber ha

creato titoli su misura per ASB. Questi titoli dovevano soddisfare le normative OTS che regolano gli investimenti di ASB.

I titoli in questione erano i cosiddetti titoli "a capitale protetto" basati sul patrimonio netto in un "Obbligo di prestito collateralizzato" ("CLO").

Un CLO viene creato aggregando un gran numero di obbligazioni di debito commerciale, dividendo i diritti sul flusso di rimborso in molte suddivisioni e vendendo tali suddivisioni come titoli negoziabili.

PaineWebber ha combinato i diritti nel CLO con altri interessi di investimento con l'obiettivo di offrire un titolo "investment grade" per quanto riguarda il rischio e che garantisse il ritorno del capitale in una data futura.

L'obiettivo era quello di creare un titolo specializzato che consentisse ad ASB di raccogliere il più alto tasso di rendimento associato agli investimenti azionari, soddisfacendo al contempo il requisito regolamentare di non possedere effettivamente il capitale proprio (con il relativo rischio sul capitale).

Questo schema finanziario verrebbe realizzato indirizzando il capitale di investimento di ASB in un trust, che quindi emetterebbe "Certificati di fiducia" per ASB.

La fiducia avrebbe quindi "scambiato" il denaro con l'equità CLO, in un accordo che prevedeva che la controparte dello swap avrebbe pagato ASB un importo di denaro pari al principale investimento di ASB, nonché i proventi del flusso di cassa CLO; questo pagamento doveva essere effettuato in un momento specifico in futuro (come se fosse un'obbligazione in scadenza).

ASB ha accettato l'accordo e tra il 1999 e il 2000 ha investito circa 83 milioni di dollari in certificati fiduciari. Non molto tempo dopo il completamento dell'ultima transazione, tuttavia, OTS disse ad ASB che la transazione era illegale, perché i CLO non erano considerati "investment grade", come richiesto dalla normativa, e ordinò ad ASB di disporre dell'investimento. ASB ha tentato di restituire i certificati di fiducia a PaineWebber, che ha rifiutato di accettarli. ASB ha quindi citato in giudizio PaineWebber presso il tribunale distrettuale degli Stati Uniti per il distretto delle Hawaii, chiedendo la risoluzione degli accordi

di investimento e danni per negligenza e violazione della garanzia.

PaineWebber ha fatto eseguire ai rating NRSRO due punti durante le transazioni. In primo luogo, Moody's ha emesso una valutazione in lettere private degli accordi di swap in base alla solidità finanziaria delle controparti e alla probabilità che ASB possa recuperare il capitale. In secondo luogo, i CLO sottostanti sono stati interamente valutati da Fitch e Moody's.

Durante la scoperta nella causa sottostante, ASB ha scoperto fatti che lo hanno portato a credere che PaineWebber e Fitch avessero ampie comunicazioni sulla struttura delle transazioni che hanno creato i certificati fiduciari (che alla fine Fitch non ha valutato).

Queste comunicazioni riguardavano ciò che PaineWebber doveva fare per ottenere un rating "investment grade" da Fitch. In particolare, ASB sostiene che PaineWebber e Fitch hanno comunicato (1) se Fitch valuterà i certificati di fiducia; (2) se questo tipo di titolo possa mai essere classificato come investment grade; (3) la metodologia della modellistica utilizzata per eseguire i rating; e (4) quali modifiche alla struttura dell'operazione sarebbero necessarie per ottenere il rating desiderato.

Secondo ASB, PaineWebber afferma di aver fatto affidamento sulle informazioni ricevute da Fitch nel presentare determinate dichiarazioni di marketing ad ASB in merito al livello di rischio e al tasso di rendimento previsto dell'investimento. Poiché i materiali di scoperta prodotti da PaineWebber ad ASB sono incompleti, ASB ha fatto appello a Moody's e Fitch alla ricerca di informazioni sui loro rapporti con PaineWebber in merito all'investimento da parte di ASB.

Le citazioni sono state servite il 26 agosto 2002, nel distretto meridionale di New York.

Fitch ha rifiutato di produrre qualsiasi documento o presentare qualsiasi deposito, rivendicando la protezione della legge dello scudo per la stampa di New York. Dopo i negoziati falliti, ASB si è mosso per far rispettare le citazioni in giudizio e Fitch si è spostato per annullare le citazioni. Il tribunale distrettuale ha emesso un parere e un decreto del 16 dicembre 2002, risolvendo la questione a favore di ASB.

Quando Fitch ha rifiutato di ottemperare alla citazione, il tribunale distrettuale ha disprezzato Fitch in un ordine e in una sentenza del 16 gennaio 2003. A questo appello è seguito.

Le mozioni per costringere e quelle per annullare una citazione sono entrambe "affidate alla sana discrezione del tribunale distrettuale". Stati Uniti contro Sanders, 211 F.3d 711, 720 (2d Cir.2000).

Questo principio è in linea con la norma tradizionale secondo cui "" [un] tribunale di prova gode di un ampio potere discrezionale nella gestione della scoperta pre-processuale, e le sue decisioni in materia di scoperta sono invertite solo in seguito a una chiara dimostrazione di un abuso di discrezionalità ".

"In riferimento alla DG Acquisition Corp., 151 F.3d 75, 79 (2d Cir.1998) (citando Cruden v. Bank of NY, 957 F.2d 961, 972 (2d Cir.1992)) (modifica nell'originale).

"Un tribunale distrettuale abusa del suo potere discrezionale quando" la sua decisione si basa su un errore di diritto . o una constatazione di fatto chiaramente errata, oppure (2) la sua decisione, sebbene non necessariamente il prodotto di un errore legale o di una constatazione di fatto chiaramente errata, non può essere individuata nell'ambito delle decisioni ammissibili.

" "Monegasque De Reassurances SAM contro Nak Naftogaz di Ukr., 311 F.3d 488, 498 (2d Cir.2002) (citando Zervos v. Verizon, NY, Inc., 252 F.3d 163, 169 (2d Cir.2001)) (alterazione in originale).

In alcuni casi, un giornalista professionista o un giornalista possono resistere a una citazione di terzi che cerca informazioni relative all'attività professionale del giornalista. Come ha spiegato la Corte d'Appello di New York:

La capacità della stampa di raccogliere e modificare liberamente le notizie, non ostacolata da ripetute richieste per i suoi materiali di risorse, richiede una protezione maggiore di quella offerta dallo statuto di divulgazione. L'autonomia della stampa sarebbe messa a repentaglio se il ricorso alle sue risorse materiali, da parte delle parti in causa che cercavano di utilizzare gli sforzi di raccolta dei giornalisti per i loro scopi privati, fossero abitualmente autorizzati.

Inoltre, poiché i giornalisti in genere raccolgono informazioni su incidenti, crimini e altre questioni di particolare interesse che

spesso danno origine a contenziosi, i tentativi di ottenere prove sottoponendo la stampa alla scoperta di una non parte sarebbero diffusi se non limitati su base regolare. Gli oneri pratici in termini di tempo e risorse, nonché la conseguente diversione dello sforzo giornalistico e l'interruzione dell'attività di raccolta di notizie,

O'Neill contro Oakgrove Const., Inc., 71 NY2d 521, 526-27, 528 NYS2d 1, 523 NE2d 277 (1988) (citazioni omesse). In risposta a questa preoccupazione riguardo alla protezione della stampa dagli oneri della scoperta di terzi, sia i tribunali federali che quelli di New York riconoscono un privilegio speciale che può essere affermato dai giornalisti che resistono a un mandato di comparizione.

New York codificò il suo privilegio giornalistico nella Legge dello scudo, NY Civ. Legge sui diritti § 79-h (McKinney 2002).

La Legge sullo scudo protegge i giornalisti dal disprezzo per il rifiuto di ottemperare a una citazione non di parte quando la citazione cerca di scoprire informazioni trasmesse al giornalista in confidenza. Id. § 79-h (b).

Impedisce inoltre la scoperta di informazioni non riservate non pubblicate, a meno che la parte che richiede il mandato di comparizione non faccia una "dimostrazione chiara e specifica che la notizia: (i) è altamente materiale e pertinente; (ii) è essenziale o necessario per il mantenimento del reclamo, della difesa o della prova di una parte del materiale in questione; e (iii) non è ottenibile da alcuna fonte alternativa.

Esiste anche un privilegio di "diritto comune" riconosciuto da questa Corte indipendentemente dalla Legge sullo scudo di New York. Vedi Gonzales v. Nat'l Broad. Co., Inc., 194 F.3d 29, 32 (2d Cir.1999) (che approva il privilegio giornalistico per le informazioni non riservate); In re Petroleum Prods. Litig. Antitrust, 680 F.2d 5, 7 (2d Cir.1982) (per curiam) (riconoscimento del privilegio per le informazioni riservate).

Poiché entrambe le parti concordano sul fatto che la regola di New York è più protettiva per i giornalisti e che in questo caso si applica la legge di New York, confrontare Brief for Appellant-Cross-Appellee Fitch, a 13 & n. 3, con breve per la querelante-ricorrente-ricorrente-ricorrente ASB, a 26 & n. 14,

La legge Shield definisce "giornalista professionista" come"

Uno che, per guadagno o sostentamento, è impegnato nella raccolta, preparazione, raccolta, scrittura, montaggio, riprese, registrazione o fotografia di notizie destinate a un giornale, una rivista, un'agenzia di stampa, . o altro mezzo o agenzia professionale che ha come una delle sue funzioni regolari l'elaborazione e la ricerca di notizie destinate alla diffusione al pubblico. "

NY Civ. Legge sui diritti § 79-h (a) (6). Definisce "[n] ews" come "scritto, orale, . o informazioni o comunicazioni registrate elettronicamente riguardanti . eventi o altre questioni di interesse pubblico o di interesse pubblico o che incidono sul benessere pubblico. " Id. § 79-h (a) (8).

Fitch sostiene di condurre attività di ricerca, raccolta di dati e attività analitiche dirette a questioni di interesse generale del pubblico, proprio come qualsiasi giornalista, e osserva che rende le sue informazioni disponibili sul suo sito Web al pubblico.

A sostegno di questo argomento, Fitch indica due casi giudiziari distrettuali che hanno riscontrato che S & P, un concorrente di Fitch con attività commerciali simili, era un giornalista allo scopo di far valere il privilegio. Vedi *In re Pan Am Corp.*, 161 BR 577, 580-82 (SDNY1993); *In riferimento a Scott Paper Co. Sez. Litig.*, 145 FRD 366, 369-70 (EDPa.1992).

Sebbene concordiamo sul fatto che l'analisi contenuta in queste decisioni sia convincente, riteniamo che le sottili differenze nei fatti di questo caso impongano un risultato diverso.

Innanzitutto, riteniamo rilevante la natura dell'asserita raccolta di notizie di Fitch. ASB sostiene che Fitch "riporta solo" transazioni specifiche per le quali è stata assunta.

A differenza di un giornale o una rivista commerciale, che coprirebbe qualsiasi transazione ritenuta degna di nota, Fitch "cobre" solo i propri clienti.

Crediamo che questa pratica pesa contro il trattamento di Fitch come un giornalista.

Notiamo che il tribunale distrettuale di Pan Am ha basato la sua affermazione che S & P era un giornalista in parte sul fatto che S & P valutava praticamente tutti i finanziamenti del debito pubblico e preferiva le emissioni di titoli indipendentemente dal fatto che fossero state effettuate da clienti S&P o meno. Vedi

Pan Am, 161 BR a 583; vedi anche *La Salle Nat'l Bank v. Duff & Phelps Credit Rating Co.*, 951 F.Supp. 1071, 1095-96 (SDNY1996) (in calo per consentire Duff &

Non abbiamo trovato molte prove nel record per supportare l'affermazione di Fitch che analizza o pubblica regolarmente un rating per una transazione che non è stato pagato per valutare.

L'unica vera informazione nel registro su questa domanda è la testimonianza di Kevin Duignan, amministratore delegato del gruppo Fitch Asset-Backed Securities, dato come parte di un'audizione in un procedimento giudiziario statale. Ha riconosciuto che la stragrande maggioranza delle attività di rating di Fitch sono iniziate su richiesta del cliente. Ha testimoniato che il "rating avviato da Fitch" occasionale di solito è il seguito di un titolo che Fitch ha precedentemente valutato, o una transazione che Fitch e un cliente hanno discusso del rating ma non sono stati d'accordo. Duignan ha testimoniato come segue: "Non è nostra prassi regolare [di Fitch] valutare le transazioni . che inizialmente non siamo pagati dall'emittente sottostante. Ci sono transazioni su cui abbiamo iniziato che non siamo stati pagati per valutare. "

Questa pratica, ovviamente, contrasta notevolmente con la prassi di Standard & Poor (come descritto in Pan Am) di valutare quasi tutte le emissioni di debito pubblico indipendentemente dal fatto che sia stata assunta per farlo o meno.

Vedi Pan Am, 161 BR a 583. Non suggeriamo che un'apparente organizzazione di raccolta di notizie sia tenuta a coprire tutti gli eventi per qualificarsi come giornalisti: parte del lavoro di un giornalista esercita il giudizio su quali eventi siano degni di nota e quali no.

Riteniamo, tuttavia, che l'attività di diffusione delle informazioni di Fitch non sembra basarsi su un giudizio sull'informazione, ma piuttosto sulle esigenze del cliente. Riteniamo che ciò pesa sul fatto che Fitch sia in grado di far valere il privilegio per le informazioni in questione.

L'ASB sostiene inoltre che Fitch ha un ruolo attivo nella pianificazione delle transazioni che analizza, un ruolo incompatibile con il giornalismo tradizionale.

Fitch ammette di scambiare informazioni con le aziende che valuta, ma contesta che sia coinvolto abbastanza da alterare il

suo status di giornalista.

È indiscutibile che Fitch abbia un rapporto estremamente stretto con le aziende che valuta.

Fitch ammette di rendere i suoi criteri di rating disponibili ai soggetti dei suoi rating e che le società spesso adeguano le loro transazioni a tali criteri di rating.

Fitch nega, tuttavia, che qualsiasi dipendente di Fitch abbia mai dato suggerimenti alle aziende che valuta su come strutturare le proprie offerte.

Dopo aver esaminato la documentazione, scopriamo che il materiale archiviato sotto sigillo è direttamente pertinente a questo problema.

Alla luce dell'ordine protettivo in atto in questa azione, discutiamo queste prove solo in termini generali.

Concludiamo che il materiale sigillato chiarisce che l'affermazione di ASB secondo cui Fitch svolge un ruolo attivo nella strutturazione della transazione è estremamente credibile.

ASB ha inviato una corrispondenza elettronica con sigillo che indica abbastanza fortemente che Fitch ha svolto un ruolo attivo nell'aiutare PaineWebber a decidere come strutturare la transazione.

La parte sigillata del record consiste nella Dichiarazione di Paul Alston (avvocato di ASB nell'azione delle Hawaii) e negli allegati. Gli allegati riflettono una serie di comunicazioni di posta elettronica e fax tra un dipendente Fitch e due dipendenti PaineWebber.

Questa corrispondenza indica un ruolo abbastanza attivo da parte del dipendente Fitch nel commentare le transazioni proposte e offrire suggerimenti su come modellare le transazioni per raggiungere i rating desiderati.

Vedi, ad esempio, Alston Decl., Ex. 1 (dipendente Fitch che fornisce ipotesi di modellizzazione che indicano quali statistiche sono necessarie per ottenere vari rating); id. Ex. 4 (dipendente Fitch che suggerisce cambiamenti nella struttura delle trattative).

Non stiamo suggerendo che nessuna di queste comunicazioni sia impropria, ovviamente.

Tuttavia, riteniamo che rivelino un livello di coinvolgimento

con le transazioni del cliente che non è tipico della relazione tra un giornalista e le attività sulle quali il giornalista riferisce. di conseguenza,

Prendendo insieme questi due fattori, concludiamo che il tribunale distrettuale non ha abusato della sua discrezione nel constatare che Fitch non aveva il diritto di far valere il privilegio del giornalista per le informazioni in questione.

Per motivi di chiarezza, notiamo che non stiamo decidendo lo status generale di un'agenzia di rating del credito come Fitch ai sensi della Legge sullo scudo di New York: se Fitch, o uno dei suoi rivali, potrebbe mai avere il diritto di far valere il privilegio della raccolta di notizie è una domanda partiamo per un altro giorno.

Né cerchiamo di amplificare o interpretare la legge di New York al di là dei fatti di questo caso. Concludiamo semplicemente che su questi fatti, il tribunale distrettuale non ha abusato della sua discrezione concludendo che Fitch non aveva sufficientemente dimostrato che le informazioni che cercava di proteggere erano state raccolte in base alle attività di raccolta di un giornalista professionista.

Poiché qui decidiamo che Fitch potrebbe non far valere il privilegio, non giungiamo all'affermazione di Fitch secondo cui la conclusione del tribunale distrettuale secondo cui ASB avrebbe superato il privilegio dovrebbe essere annullata per l'assenza di "risultati chiari e specifici statutorily" dopo un'audizione. " NY Civ. Legge sui diritti § 79-h (c). Inoltre, non dobbiamo decidere se Fitch ha rinunciato alla sua richiesta di privilegi divulgando alcune delle informazioni contestate all'OTS o non riuscendo a produrre un registro dei privilegi in conformità con Fed. R Civ. P. 45 (d) (2) e SDNY Local Civ. R. 26.2 (a) (2).

78. Segue: un punto della situazione sulla giurisprudenza statunitense.

Come appare evidente dalle pagine che precedono, già prima dell'emanazione del *Dodd-Frank Act*, che attraverso la previsione espressa della responsabilità delle agenzie di rating ha introdotto momenti di tensione all'interno dell'interpretazione tradizionale del loro ruolo quali membri

della stampa economica e finanziaria, non sono mancate tuttavia critiche a tale ricostruzione, da parte di chi ha sottolineato come le agenzie di rating non fossero equiparabili in tutto e per tutto a dei giornalisti o a degli editori.

Come ha fatto notare PARTNOY, a dimostrarlo sarebbero stati, innanzi tutto, il volume d'affari, la capitalizzazione di mercato e l'altissima profittabilità delle agenzie di rating, non comuni a case editrici e giornali d'informazione (anche economica), ma affini piuttosto ad altri operatori del mercato finanziario³¹³.

Inoltre si è fatta sentire l'assenza di pronunce della Corte Suprema degli Stati Uniti direttamente sul punto, posto che in *Jaillet v. Cashman* la Corte aveva ritenuto applicabile il Primo Emendamento non a un'agenzia di rating ma a una società di *ticker service*.

L'unico caso affrontato dalla Corte Suprema, *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmos Builders, Inc.*, le conclusioni raggiunte dalla Corte contrastano con la ricostruzione proposta dalle agenzie di rating, perché *non riconoscono, nell'emissione di un giudizio di rating rivolto a un numero ristretto di investitori e non destinato a circolare ulteriormente presso il pubblico, una manifestazione del pensiero tutelata dal Primo Emendamento*³¹⁴.

³¹³ F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, in *San Diego Legal Studies Paper No. 07-46*, 2006, disponibile su <http://www.ssrn.com>, 84 ss. L'Autore osserva che «Moody's financial statements show that it actually is engaged in business that is entirely different from publishing, one that is much more profitable. In addition, in its most recent proxy statement [*i.e.* Moody's Corporation 2004 Proxy Statement Filing, March 23, 2005, p. 22], Moody's itself suggests that its business is entirely different from publishing. It notes that it "does not believe that there are any public traded companies that represent strict peers". For the purposes of assessing the compensation paid to senior executives, Moody's looks instead to a "peer group" of "financial services companies with market capitalization comparable to the Company" »; ID., *The Paradox of Credit Ratings*, cit., 12; A.B. MURPHY, *Credit Rating Immunity? How the Hands-Off Approach Toward Credit Rating Agencies Led to the Subprime Credit Crisis and the Need for Greater Accountability*, cit., 770.

³¹⁴ In *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmos Builders, Inc.*, 472 U.S. 749; 105 S. Ct. 2939; 86 L. Ed. 2d 593; 1985 U.S. LEXIS 103; 53 U.S.L.W. 4866; 11 Media L. Rep. 2417, la Corte Suprema ha ritenuto, infatti, che il giudizio di rating, comunicato esclusivamente a cinque investitori, non costituiva una materia di interesse pubblico (*matter of public concern*).

La Corte Suprema ha affermato che: Una dichiarazione falsa resa negligenzemente non è protetta ai sensi del Primo Emendamento se si tratta di una questione privata piuttosto che di una questione di interesse pubblico. La malizia non deve essere dimostrata perché una richiesta di diffamazione abbia successo.

L'agenzia di segnalazione del credito del firmatario ha inviato un rapporto a cinque abbonati indicando che l'imprenditore edile convenuto aveva presentato una petizione volontaria per fallimento.

Il rapporto era falso e travisava gravemente le attività e le passività dell'intervistato.

Successivamente, il firmatario ha emesso un avviso correttivo, ma il rispondente non è soddisfatto di questo avviso e ha avviato un'azione di diffamazione presso il tribunale dello stato del Vermont, sostenendo che il falso rapporto aveva danneggiato la sua reputazione e chiedeva danni.

Dopo il processo, la giuria ha emesso un verdetto a favore del convenuto e ha assegnato sia danni compensativi o presunti che danni punitivi.

Ma il tribunale ha ritenuto che *Gertz v. Robert Welch, Inc.*, controllato e concesso la mozione del firmatario per un nuovo processo in base al fatto che le istruzioni alla giuria gli hanno permesso di risarcire i danni su una dimostrazione minore della "cattiveria reale".

La Corte Suprema del Vermont si è invertita, ritenendo che *Gertz* fosse inapplicabile alle azioni di diffamazione non immediate.

Il fatto che le istruzioni della giuria in questione si riferissero a "cattiveria", "mancanza di buona fede" e "cattiveria effettiva" non richiedevano alla giuria di trovare "cattiveria effettiva", come sostiene il convenuto, laddove le istruzioni non hanno definire uno di questi termini.

Di conseguenza, il tribunale ha concluso correttamente che le istruzioni non soddisfacevano *Gertz*.

Consentire il recupero di danni presunti e punitivi in casi di diffamazione in assenza di una dimostrazione di "cattiveria effettiva" non viola il Primo Emendamento quando le dichiarazioni diffamatorie non riguardano questioni di interesse

pubblico.

Interesse del relatore e del suo specifico pubblico commerciale.

Questo particolare interesse non garantiva alcuna protezione speciale quando era totalmente falso e dannoso per la reputazione commerciale della vittima. Inoltre, poiché il rapporto di credito è stato messo a disposizione di soli cinque abbonati che, in base all'accordo di abbonamento, non potevano diffonderlo ulteriormente, non si può dire che il rapporto riguardasse un forte interesse nel libero flusso di informazioni commerciali.

E il discorso qui, come la pubblicità, essendo esclusivamente motivato da un desiderio di profitto, è difficile e difficilmente può essere scoraggiato dalla regolamentazione incidentale dello stato. In ogni caso, il mercato fornisce un potente incentivo a un'agenzia di segnalazione del credito per essere precisi, poiché la falsa segnalazione non è di alcuna utilità per i creditori.

LA CHIEF JUSTICE ha concluso che Gertz non è applicabile al caso in esame, poiché l'espressione presumibilmente diffamatoria in questione non si riferiva a una questione di interesse pubblico e che non c'era alcun altro motivo per proseguire il caso.

JUSTICE WHITE ha concluso che Gertz non dovrebbe essere applicato a questo caso né perché Gertz dovrebbe essere annullato o perché la pubblicazione diffamatoria in questione non ha trattato di una questione di importanza pubblica.

Alla luce del ridotto valore costituzionale del discorso su questioni di interesse puramente privato, al contrario del discorso su questioni di interesse pubblico, l'interesse statale a risarcire i privati per danni alla loro reputazione supporta adeguatamente la concessione di danni presunti e punitivi - - addirittura assente una dimostrazione di "cattiveria reale".

Gertz, sopra, non si applica a questo caso. Il rapporto di credito del firmatario non riguardava questioni pubbliche, ma era un discorso esclusivamente nella persona.

Un approccio critico rispetto all'applicabilità del Primo Emendamento ai giudizi di rating è stato adottato anche nella sentenza relativa al caso *In Re Enron*, nel quale, la **Corte texana**, chiamata a valutare la presunta negligenza delle agenzie

di rating incaricate di valutare il merito di credito di Enron e ad accertare l'eventuale sussistenza della responsabilità civile di numerosi altri convenuti (amministratori della società, società di revisione e così via), **ha osservato che la protezione fornita dal Primo Emendamento ai credit ratings non può essere automatica e assoluta** – *this Court concludes that while there is no automatic, blanket, absolute First Amendment protection for reports from the credit rating agencies based on their status as credit rating agencies, the courts generally have shielded them from liability for allegedly negligent ratings for various reasons*³¹⁵ – dovendo valutarsi nel caso concreto se sussistano i requisiti per la sua applicazione, anche alla luce di un esame del contenuto della relazione contenente il giudizio di rating.

Si tratta di un precedente importante, non rimasto isolato, verso una maggiore tutela delle ragioni degli investitori.

Anche se, la giurisprudenza statunitense ha sempre mostrata riluttante nel riconoscere la responsabilità delle agenzie di rating per la diffusione di informazioni errate o fuorvianti, non sono mancate voci fuori dal coro.

Emblematica in tal senso è stata la pronuncia resa in *First Financial Savings Bank, Inc. et al. v. American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.*³¹⁶, dove la Corte, di fronte al fallimento di un emittente i cui titoli, con rating positivo, erano stati destinati a investitori istituzionali, pur negando la responsabilità dell'agenzia di rating, ha affermato: *[t]his court found S&P's argument that its ratings are opinions, not representations of fact, and thus cannot be actionable, as well as its argument that its opinions are protected by the First Amendment to the United States Constitution to be without merit, and accordingly informs S&P that any further discussion*

³¹⁵*In re Enron Corporation Securities, Derivatives & "Erisa" Litigation, Mark Newby et al., v. Enron Corporation, et al.*, 511 F. Supp. 2d 742, 817; 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494, 199 (S.D. Tex. Feb. 2005).

³¹⁶*First Financial Savings Bank, Inc. et al. v. American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.*, 1989 U.S. Dist. LEXIS 16400; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,824.

*of these arguments would be a waste of paper*³¹⁷.

E, pur in assenza di argomentazioni a sostegno di questa opinione, analoga è la posizione della Corte che ha deciso il caso *In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation*³¹⁸.

Ad una vera svolta in materia si è arrivati, tuttavia, solo con il caso *In re Fitch*³¹⁹, ove il Primo Emendamento era stato invocato dall'agenzia di rating non al fine di proteggersi da un'azione di responsabilità promossa nei propri confronti, ma allo scopo di beneficiare del c.d. *journalist privilege*, ossia del privilegio accordato – in questo caso dalla *New York's Shield Law* – ai membri della stampa al fine di non dare esecuzione all'ordine giudiziale di produrre documenti attinenti alla professione o di svelare le fonti del proprio lavoro.

La Corte ha ritenuto che non sussistesse alcun privilegio perchè, a differenza di un giornalista finanziario, che pubblica tutte le notizie ritenute interessanti, l'agenzia di rating era incaricata di (e pagata per) svolgere un servizio, fornendo giudizi esclusivamente in relazione alle società e alle emissioni obbligazionarie per le quali era stato conferito l'incarico: Fitch, durante il processo di formulazione del proprio giudizio, aveva collaborato con i soggetti valutati e, per tale motivo, i rapporti con tali soggetti sarebbero stati talmente stretti da non consentire l'assimilazione dell'agenzia alla figura del giornalista.

In definitiva, in caso di rating *solicited* e di stretta collaborazione tra agenzia di rating e soggetto valutato, come avviene nella valutazione del merito di credito dei prodotti di finanza strutturata, l'assimilazione tra agenzia di rating e giornalista verrebbe meno, e – sembrerebbe doversi concludere

³¹⁷*First Financial Savings Bank, Inc. et al. v. American Bankers Insurance Company of Florida, Inc. et al.*, 1989 U.S. Dist. LEXIS 16400, 13; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) P94,824.

³¹⁸*In re Taxable Municipal Bond Securities Litigation*, 1993 U.S. Dist. LEXIS 18592, 13, ove, all'opinione di Standard & Poor's, secondo la quale «(1) as a member of the financial media, S & P's published opinions are entitled to protections under the First Amendment to the United States Constitution; (2) S & P's ratings are protected as opinions by the First Amendment; and (3) S & P's ratings are immunize by the Jalliet doctrine», il giudice replica ritenendola del tutto infondata («I reject each of these theories and admonish S & P not to raise them in the future»).

³¹⁹*In re Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104; 2003 U.S. App. LEXIS 9806 (2d Cir. May 21, 2003).

– sarebbe inapplicabile il Primo Emendamento.

La Corte non prende espressamente posizione sul punto, tuttavia precisa che «[f]or the sake of clarity, we note that we are not deciding the general status of a credit rating agency like Fitch under New York’s Shield Law: Whether Fitch, or one of its rivals, could ever be entitled to assert the newsgathering privilege is a question we leave for another day. Nor do we seek to amplify or interpret New York law beyond the facts of this case. We simply conclude that on these facts, the district court could not abuse its discretion by concluding that Fitch had not sufficiently shown that the information it sought to protect was gathered pursuant to the newsgathering activities of a professional journalist»³²⁰.

A una soluzione simile è giunta la Corte d’Appello nel caso *Commercial Financial Services, Inc. v. Arthur Andersen LLP*, che ha confermato la formazione di un indirizzo giurisprudenziale secondo il quale ***l’accertamento di una responsabilità dell’agenzia di rating dipende dalle particolari circostanze del caso concreto, quali ad esempio il tipo di investitore e la complessità della transazione nell’ambito della quale viene resa la valutazione sul merito di credito***³²¹.

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

Nel *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, cit., 97, si afferma che «[t]he fact that the market seems to value the agencies’ ratings mostly as a

³²⁰ (cfr. *In re Fitch, Inc.*, 330 F.3d 104, 111; 2003 U.S. App. LEXIS 9806, 19-20 (2d Cir. May 21, 2003))

³²¹ F. PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, cit., 87.

certification (investment grade v. non-investment grade) or as a benchmark (the ratings triggers in agreements) and not as information, and the fact that the law, in hundreds of statutes and regulations, also uses their work that way, seems to indicate that their ratings are not the equivalent of editorials in *The New York Times*. The fact that the rating agencies have received First Amendment protection for their work should not preclude greater accountability».

79. Responsabilità nei confronti degli investitori nel diritto Italiano

Come detto in precedenza, gli investitori fanno affidamento sui giudizi emessi dalle agenzie di *rating*, in base ai quali effettuano le proprie scelte di investimento, disinvestimento o mantenimento.

Tra questi operatori, il giudizio in questione ha un'importanza fondamentale principalmente per gli investitori *retail*, in quanto gli investitori professionali, per il loro *status*, hanno maggiore possibilità, di comprendere i meccanismi dei mercati finanziari.

Per gli investitori quali utilizzatori finali dei *rating*, è dunque possibile che, in caso di emissione di un *rating* falso o errato da parte delle agenzie, si configuri una responsabilità civile delle stesse nei confronti degli investitori.

In particolare, *la dottrina prevalente ricollega l'eventuale responsabilità del rater all'emersione (in capo agli investitori) di un pregiudizio derivante dalla circolazione (e conseguente utilizzo) di informazioni inesatte. Viene meno, pertanto, la specifica tutela che dovrebbe essere garantita agli operatori economici che interagiscono con le agenzie specializzate (seppur in assenza di uno specifico legame contrattuale); sicché gli interessi dei primi finiscono, sul piano delle concretezze, con l'essere sacrificati a causa di comportamenti (delle agenzie) contrastanti con le finalità per cui il rating dovrebbe essere utilizzato. Tali interessi, (...) si concretizzano nella disponibilità di un bagaglio conoscitivo (il più possibile) aderente alla realtà fattuale: scrive TROISI: va tenuto presente che il richiamo alla responsabilità per informazioni inesatte si fonda sul rilievo ascrivibile al riconoscimento delle procedure di registrazione che le agenzie di rating sono tenute ad attuare*

presso l'Esma (sulla base della regolamentazione europea recata dal Reg. (CE) n. 1060/2009, così come modificato dal Reg.(UE) n. 513/2011). Ed invero, tali procedure conferiscono alle agenzie la possibilità di assumere il particolare status giuridico di operatore professionale (riferibile alla produzione di informazioni destinate ad un indeterminato pubblico di soggetti), donde lo stretto nesso tra l'adempimento degli obblighi imposti dalla richiamata regolazione UE e la specificità di detta forma di imputazione³²².

Il caso più comune riguarda il caso in cui gli investitori decidono di acquistare un certo titolo in virtù di un *rating* elevato attribuito allo stesso dall'agenzia, ma che in realtà non riflette il reale merito di credito del titolo.

In questo caso, l'investitore, che ha fatto affidamento su un *rating* eccessivamente favorevole che lo ha portato ad acquistare il titolo, si ritrova ad aver eseguito un'operazione che probabilmente non avrebbe effettuato se il *rating* assegnato al titolo fosse stato più basso.

Naturalmente può verificarsi anche il caso opposto, cioè che l'agenzia attribuisca ad un certo strumento finanziario un *rating* più basso, e, quindi, che riflette un maggiore rischio di insolvenza dello strumento rispetto a quello che realmente rispecchierebbe la solvibilità del titolo: in tal caso, può succedere che l'investitore decida di non effettuare l'acquisto del titolo.

Si tratta, dunque, di *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'investimento³²³.*

Altro caso è quello secondo cui un investitore ha deciso di vendere un titolo in seguito al declassamento ingiustificato del suo *rating*.

³²² A. TROISI, LE AGENZIE DI RATING. REGIME DISCIPLINARE E PROFILI EVOLUTIVI, San Giuliano Milanese, CEDAM, 2013., pp. 190-191

³²³ G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in "Contratto e impresa", 2008, p. 178.

Allo stesso modo, può succedere che un investitore decida di mantenere un titolo, acquistato in precedenza, nel proprio portafoglio di investimento, in virtù di un *rating* positivo che rimane tale dall'acquisto, a causa di una mancata revisione da parte dell'agenzia, nonostante il rischio di insolvenza dell'emittente sia aumentato.

I casi citati si possono esser affrontati tanto con il mezzo della responsabilità contrattuale che quello della responsabilità extracontrattuale, a seconda del tipo di rapporto che l'agenzia ha con l'investitore.

In considerazione dell'importante ruolo che rivestono le agenzie di *rating* nei mercati finanziari, il danno dalle stesse arrecato agli investitori non può che configurarsi come danno di tipo patrimoniale, in conseguenza di un mancato profitto da parte dell'investitore.

Non è condivisibile la tesi secondo la quale si deve ricorrere alla disciplina sancita dall'art. 2043 c.c. laddove non esiste un vincolo contrattuale diretto tra agenzia e investitore; infatti il danno dell'investitore è conseguenza di un contratto, invece, diretto tra agenzia ed emittente (che richiede la valutazione del proprio merito di credito), la responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* non si presenta essere sufficiente alla tutela di terze parti.

La responsabilità extracontrattuale, anche detta "aquiliana", si configura nel caso in cui un soggetto viola non già un dovere specifico, derivante da un preesistente rapporto obbligatorio (in tal caso si ricade nell'area della responsabilità contrattuale), bensì un dovere generico, "neminem laedere". La norma di riferimento della responsabilità aquiliana è quella di cui all'art. 2043 del codice civile, che recita: "qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno". La norma, dunque, individua il fondamento di tale responsabilità in "qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto". In virtù della genericità del testo normativo, la dottrina considera tale disposizione come una clausola generale dell'ordinamento, che si realizza attraverso la cosiddetta atipicità dell'illecito civile. Di conseguenza spetterà all'autorità giudiziaria verificare la sussistenza di tutti gli elementi individuati dall'art. 2043 del c.c.

DEPETRIS fa due considerazioni: i) in primo luogo, la giurisprudenza (sia di merito che di legittimità) ha riconosciuto il ricorrere di ipotesi di responsabilità da contatto sociale qualificato anche rispetto a fattispecie in cui l'impatto relazionale è minimo e non vi è alcun coinvolgimento (per così dire) "fisico" dei soggetti coinvolti (si pensi alla responsabilità da contatto sociale della banca per pagamento illegittimo di assegno non trasferibile o di bonifico bancario); ii) in secondo luogo, la registrazione appare idonea a traslare la responsabilità del rater dal campo della responsabilità in *incertam personam* (tipica del paradigma aquiliano) al campo della responsabilità in *certam personam* (tipica del paradigma contrattuale), in quanto l'investitore, fornendo i dati richiesti all'atto della registrazione, rende nota e potenzialmente conoscibile al professionista la sua identità (l'agenzia di rating non si trova rispetto al soggetto lesso nella posizione del "passante" o del *quisque de populo*, che risponde verso un danneggiato indeterminato e indeterminabile prima del verificarsi dell'evento lesivo; il fatto che il rater non conosca singolarmente e personalmente ciascuno degli utenti registrati in ragione del loro numero elevato non sposta (...) i termini della questione, avendo comunque il medesimo a disposizione le informazioni necessarie per l'identificazione della propria controparte contrattuale)³²⁴.

Pertanto, nonostante l'assenza di un vincolo contrattuale tra l'agenzia di *rating* e l'investitore danneggiato che immediatamente porterebbe a ricercare la tutela di quest'ultimo nell'ambito della responsabilità contrattuale, non si può sostenere che vi sia una totale estraneità tra i due soggetti **in causa in quanto sussiste comunque un obbligo di attenzione di un soggetto verso l'altro**.

In un tale contesto, il rapporto tra l'agenzia e l'investitore si creerebbe per la partecipazione di entrambi alle negoziazioni nei mercati finanziari.

Inoltre, la responsabilità dell'agenzia non può neanche configurarsi come responsabilità da inadempimento in senso stretto, dal momento che, nel caso in esame, non si ha una prestazione dovuta da parte dell'agenzia all'investitore.

³²⁴ E. DEPETRIS, op. cit., pp. 234-235.

Invero, la responsabilità dell'agenzia viene a collocarsi tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale.

Sul tema della responsabilità contrattuale delle agenzie di *rating* del credito, va detto che, in generale, la relativa disciplina si applica all'inadempimento di qualsiasi obbligazione, anche se di natura non contrattuale.

La distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale si rinviene, nella distinzione fra l'inadempimento di un'obbligazione e la violazione di un dovere assoluto (atto illecito in senso stretto).

Nel caso di illecito extracontrattuale, di norma è la parte offesa a dover provare la colpa del danneggiante, ai sensi dell'art. 2697 c.c.; in caso di inadempimento spetta al soggetto inadempiente l'onere di provare che l'inadempimento sia dipeso da circostanze delle quali egli non è tenuto a rispondere, questo ai sensi dell'art. 1218 del c.c.

L'art. 2697 recita: “Chi vuol far valere un diritto in giudizio deve provare i fatti che ne *costituiscono il fondamento*. Chi *eccepisce l'inefficacia di tali fatti ovvero eccepisce che il diritto si è modificato o estinto* deve provare i fatti su cui l'eccezione si fonda”.

L'onere di provare un fatto è a carico del soggetto che invoca proprio quel fatto a sostegno della propria tesi (*onus probandi incumbit ei qui dicit*): il soggetto che vuole far valere in giudizio un diritto deve, dunque, dimostrare i fatti costitutivi che lo hanno originato.

Ad esempio, un soggetto che reclami l'osservanza da parte di un secondo soggetto di un certo contratto, dovrà dimostrare l'avvenuta stipula dello stesso, esibendone l'avvenuta scrittura, o ancora, colui che vanta una pretesa risarcitoria di natura extracontrattuale dovrà dar prova della lesione del generale principio del *neminem laedere*, tutelato dall'art. 2043.

È, dunque, necessaria la dimostrazione del fatto costitutivo del danno, dell'entità di quest'ultimo e dell'esistenza dell'elemento psicologico.

Ad esempio, la vittima di un tamponamento avrà l'onere di dimostrare, in aggiunta al fatto in sé considerato, anche la presenza di un elemento soggettivo di responsabilità (che possa essere fatto risalire almeno al grado della colpa), in capo a chi

ha causato il sinistro, provando la non osservanza delle regole del codice stradale; a carico del soggetto che contesta la rilevanza di tali fatti in giudizio vi è, invece, l'onere di dimostrarne l'inefficacia, o dar prova di eventuali altri fatti che abbiano modificato o fatto venir meno il diritto vantato, chiamati, rispettivamente, fatti impeditivi, modificativi ed estintivi.

Di conseguenza, con riferimento all'esempio della nota precedente, in merito all'osservanza delle norme contrattuali, il convenuto dovrà dimostrare l'invalidità del contratto (fatto impeditivo), oppure che, ad esempio, è intervenuto un patto di proroga nel termine di adempimento (modificativo), o ancora che è intervenuta una risoluzione consensuale del contratto (estintivo).

L'art. 1218 del c.c. recita: *il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile.*

A questa norma si affianca l'art. 1228 c.c. in base al quale il debitore che nell'adempimento dell'obbligazione si avvale dell'opera di terzi, risponde anche dei fatti dolosi o colposi di costoro.

Infatti, spesso la colpa del debitore non è ravvisabile nella scelta e nel controllo sugli ausiliari di cui lo stesso si avvale.

Di conseguenza, la responsabilità del debitore non è fondata sulla colpa, ma sull'idea che egli deve garantire per l'operato dei suoi ausiliari.

Il comportamento di questi ultimi è valutato come se la prestazione fosse stata eseguita dal debitore.

Dunque, il creditore non ha azione contro gli ausiliari, perché non obbligati nei suoi confronti. Lo potrà fare solo se il loro fatto dannoso è configurabile come illecito extracontrattuale.

Nell'azione per il risarcimento del danno derivante da una responsabilità di tipo contrattuale, l'onere della prova è ripartito tra creditore e debitore.

Il creditore che agisce per la risoluzione del contratto, per il risarcimento del danno, o per l'adempimento è chiamato soltanto a dar prova della fonte del suo diritto e del relativo

termine di scadenza, allegando la circostanza dell'inadempimento della controparte; sul debitore, invece, grava l'onere di provare il fatto estintivo dell'altrui pretesa, e cioè l'avvenuto adempimento.

In caso di inesatto adempimento, al creditore è richiesta la mera allegazione dell'inesattezza dell'adempimento, mentre, anche in questo caso, il debitore è gravato dall'onere di dar prova dell'avvenuto adempimento¹⁵⁹.

Per la **CASSAZIONE CIVILE, sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533**³²⁵ *il creditore, sia che agisca per l'adempimento, per la risoluzione o per il risarcimento del danno, deve dare la prova della fonte negoziale o legale del suo diritto e, se previsto, del termine di scadenza, mentre può limitarsi ad allegare l'inadempimento della controparte: sarà il debitore convenuto a dover fornire la prova del fatto estintivo del diritto, costituito dall'avvenuto adempimento. (...)*

Egual criterio di riparto dell'onere della prova deve ritenersi applicabile nel caso in cui il debitore, convenuto per l'adempimento, la risoluzione o il risarcimento del danno da inadempimento, si avvalga dall'eccezione di inadempimento di cui all'art. 1460 c.c. per paralizzare la pretesa dell'attore. In tale eventualità i ruoli saranno invertiti.

Chi formula l'eccezione può limitarsi ad allegare l'altrui inadempimento: sarà la controparte a dover neutralizzare l'eccezione, dimostrando il proprio adempimento o la non ancora intervenuta scadenza dell'obbligazione a suo carico (...).

Le richiamate esigenze di omogeneità del regime probatorio inducono ad estendere anche all'ipotesi dell'inesatto adempimento il principio della sufficienza dell'allegazione dell'inesattezza dell'adempimento (per violazione di doveri accessori, come quello di informazione, ovvero per mancata osservanza dell'obbligo di diligenza, o per difformità quantitative o qualitative dei beni), gravando anche in tale eventualità sul debitore l'onere di dimostrare l'avvenuto esatto

³²⁵ CASSAZIONE CIVILE, sez. un., 30 ottobre 2001, n. 13533, Pres. Vela - Rel. Preden - P.M. Iannelli (diff.) - Gallo (avv. Arceri), c. Centro Culturale Latino Americano El Charango, *Inadempimento e onere della prova: le Sezioni Unite compongono un contrasto e ne aprono un altro*, in "CORRIERE GIURIDICO", n. 12, 2001, p. 1568.

adempimento. (...)

Una eccezione all'affermato principio va invece ravvisata nel caso di inadempimento di obbligazioni negative.

Ove sia dedotta la violazione di una obbligazione di non fare, la prova dell'inadempimento è sempre a carico del creditore, anche nel caso in cui agisca per l'adempimento

È bene precisare, tuttavia che l'attribuzione del *rating* da parte delle agenzie, non configura necessariamente responsabilità nei confronti dell'investitore, nel momento in cui, a seguito dell'attribuzione del *rating*, dovesse essere accertato che il giudizio sul merito di credito di un emittente o di uno strumento finanziario non corrisponda a realtà.

A questo punto, viene da chiedersi *quale sia il canone di diligenza al quale il rater deve improntare lo svolgimento della propria attività.*

Coloro che sono chiamati ad assegnare i rating (gli analisti) sono professionisti, soggetti esperti dotati di particolari competenze.

Ne consegue che la diligenza richiesta nell'esercizio di tale attività non sarà quella ordinaria del buon padre di famiglia (art. 1176, comma 1, c.c.), bensì la (più elevata) diligenza professionale dovuta con riguardo alla natura dell'attività svolta (art. 1176, comma 2, c.c.). la diligenza richiesta all'agenzia sarà, dunque, la diligenza ordinaria del buon professionista, e cioè la diligenza normalmente adeguata in ragione del tipo di attività e alle relative modalità di esecuzione; lo standard di riferimento sarà la perizia normale della categoria.

Inoltre, essendo l'attività di classamento del merito creditizio riconducibile alla categoria della prestazione d'opera intellettuale, troverà applicazione la norma di cui all'art. 2236 c.c., per cui se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo o di colpa grave.

Per E. DEPETRIS³²⁶: *Nell'adempire l'obbligazione il debitore deve usare la diligenza del buon padre di famiglia.*

Nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di

³²⁶ E. DEPETRIS, *op. cit.*, p. 239. L'art. 1176 c.c

un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata: il concetto di diligenza è diverso dai concetti di correttezza o buona fede (si veda l'art. 1175 c.c.).

Queste ultime impongono alle parti di tenere un comportamento corretto nell'esercizio della propria prestazione, ma non si riferiscono ad interessi specificamente predeterminati, riguardano semplicemente il rapporto obbligatorio nel suo complesso.

La diligenza, invece, fa riferimento alle modalità di svolgimento della prestazione e impone al debitore di fare tutto quanto necessario per il soddisfacimento dell'interesse del creditore al corretto adempimento; al secondo comma viene indicato il grado di diligenza richiesto al professionista, ad esempio al medico o all'avvocato. parte della dottrina ritiene che tale comma esprima un principio di carattere generale, di conseguenza andrebbero sempre considerate le specifiche competenze del debitore, anche se non si tratta di un professionista.

L'art. 2236 c.c. recita: Se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo o di colpa grave: al professionista viene richiesta una diligenza qualificata, maggiore di quella che viene richiesta ad un individuo comune (c.d. diligenza del buon padre di famiglia), ed è proporzionale alla prestazione che lo stesso deve eseguire. Infatti, il professionista, risponde per negligenza, imprudenza e colpa lieve, atteso il maggior grado professionale che si presume in capo allo stesso; il cliente che intenda agire in giudizio per ottenere il risarcimento ha l'onere di dar prova del danno subito, della colpa del prestatore d'opera intellettuale, oltre che del nesso di causalità tra colpa e danno; non è applicabile alle ipotesi di negligenza o imprudenza del professionista la limitazione di responsabilità, attesa la diligenza professionale richiesta allo stesso, a norma dell'art. 1176, comma secondo.

Tale limitazione di responsabilità trova applicazione anche nel caso di responsabilità extracontrattuale, e la forma societaria delle agenzie di rating non costituisce ostacolo all'applicabilità dell'art. 2236 c.c.

E 'importante, comunque, tener conto che rimane in capo al

creditore (l'investitore) **l'onere di dar prova della sussistenza del contratto, nonché di allegare il relativo inadempimento o un adempimento improprio; spetterà, invece, al professionista (l'agenzia di rating) dar prova della complessità della prestazione di cui trattasi.**

L'indagine, dunque deve volgere ai casi in cui all'agenzia di *rating* può essere attribuita una responsabilità di tipo contrattuale, per inadempimento o inesatto adempimento.

Innanzitutto l'agenzia può ritenersi responsabile sotto il profilo della scelta dei professionisti impiegati.

Si deve trattare, come più sopra chiarito, di soggetti esperti, che posseggano le opportune conoscenze e competenze; che operino al meglio e in modo neutrale e indipendente, così da evitare il sorgere di conflitti di interesse; che utilizzino, per le proprie analisi, informazioni complete ed aggiornate; e che effettuino una revisione continua dei *rating* emessi, aggiornandoli se necessario.

In assenza di un vincolo negoziale tra agenzia e investitore, si ricade nell'area della responsabilità extracontrattuale, disciplinata dall'art. 2043 del c.c.

È l'assenza di un vincolo contrattuale che porta molti autori a far rientrare la responsabilità dell'agenzia nell'ambito della responsabilità aquiliana, dal momento che l'unico contratto esistente è quello tra agenzia ed emittente- committente; l'investitore non vi rientra, le informazioni acquisite dallo stesso esulano da un tale tipo di rapporto con l'agenzia.

Per valutare se il caso di specie possa essere o meno ricondotto all'insieme di norme di cui all'art. 2043 del c.c., il giudice *“dovrà procedere, in ordine successivo, a svolgere le seguenti indagini: a) dovrà, innanzitutto, accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) dovrà, quindi, procedere a stabilire se l'accertato danno sia qualificabile come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento (diritto soggettivo - assoluto o relativo – o interesse legittimo); c) dovrà, inoltre, accertare, sotto il profilo causale, se l'evento dannoso sia riferibile ad una condotta (attiva od omissiva) del danneggiante; d) dovrà, infine, stabilire se l'evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa del danneggiato.*

Con riguardo alla materia in esame, si dovrà in primo luogo accertare l'esistenza di un danno ingiusto, ossia di un danno prodotto non iure e contra ius; qui ci si scontra con le prime difficoltà, che si traducono nel dimostrare che l'attività delle agenzie di rating non è assimilabile a quella del giornalista finanziario (...) e che la diffusione di un rating non corretto va a ledere un interesse giuridicamente rilevante dell'investitore (...).

Una volta dimostrata l'esistenza di un danno ingiusto, si pone il problema della prova, da parte dell'investitore, i) del nesso causale tra la diffusione del giudizio erroneo e il danno subito, nonché ii) dell'elemento soggettivo (dolo o colpa) in capo all'agenzia di rating³²⁷.

L'art. 2043 riconosce la tutela risarcitoria soltanto nel caso in cui il danno ingiusto sia conseguenza di un fatto doloso o colposo commesso dal danneggiante; di conseguenza, per poter definire una responsabilità civile delle agenzie di rating bisogna, prima di tutto, verificare la sussistenza dell'elemento soggettivo, ovvero la colpa o il dolo.

Per quanto riguarda il dolo, questo si verifica nei casi più gravi.

Nella fattispecie, si configura quando l'agenzia trae, intenzionalmente, in inganno l'investitore; così da farlo cadere in errore ed indurlo ad effettuare investimenti che, diversamente, non avrebbe effettuato, o l'avrebbe fatto a condizioni diverse.

Diversamente, la colpa, ricorre nel momento in cui nella preparazione e diffusione del rating non si opera con la dovuta diligenza e con prudenza.

La colpa sussiste anche in caso di violazione delle norme (nazionali ed europee) che disciplinano l'attività delle agenzie.

Sotto il profilo probatorio, ricade sull'investitore l'onere di dimostrare l'elemento soggettivo dell'illecito e l'incidenza dello stesso sull'errata valutazione di uno strumento finanziario o di un emittente da cui è conseguito il danno.

Sotto diverso profilo, l'agenzia, al fine di sollevarsi dalla responsabilità, deve dar prova che il fatto illecito si è

³²⁷ E. DEPETRIS, *op. cit.* p. 272.

verificato per cause ad essa non imputabili.

Perché possa configurarsi un determinato onere risarcitorio a carico dell'agenzia di *rating*, è **necessario individuare il nesso causale tra il giudizio pubblicato dall'agenzia e il danno subito dall'investitore, questione solitamente complessa**, spesso una vera e propria *probatio diabolica*, in quanto non è detto che un certo investimento sia stato influenzato soltanto dal *rating* emesso dall'agenzia.

Per tale ragione, è, dunque, necessario ricorrere allo strumento della presunzione, che aiuta a desumere un fatto ignoto da uno noto, ovvero uno strumento che inverte l'onere della prova a svantaggio dell'agenzia di *rating*, che dovrà dimostrare l'avvenimento inatteso e imprevedibile di situazioni esterne che hanno portato all'interruzione del nesso causale, nonché di aver svolto la propria attività in accordo con le disposizioni nazionali ed internazionali, che disciplinano tale attività, e secondo i principi della diligenza e della buona fede.

80. Responsabilità nei confronti degli emittenti

Come in più occasioni è stato affermato, il *rating*, ha un'importanza fondamentale nei mercati finanziari.

In particolare, nel momento in cui l'emittente di strumenti finanziari riceve un *rating* elevato (*rating* dell'emittente), o un *rating* elevato viene attribuito agli strumenti dallo stesso emessi (*rating* dell'emissione), il successo che l'emittente può ottenere sui mercati finanziari è notevole.

Invero, è chiaro che l'emissione di un *rating* falso o non corretto da parte delle agenzie può danneggiare in modo considerevole l'emittente.

In tal caso l'emittente subirà un danno e potrà, dunque, agire in giudizio, chiedendo all'agenzia di *rating* che ha emesso un giudizio non veritiero il risarcimento del danno subito, e a seconda dei casi, la responsabilità dell'agenzia si configurerà come responsabilità contrattuale o extracontrattuale.

Si ricade nell'area della responsabilità contrattuale quando l'agenzia di *rating* valuta il merito di credito dell'emittente o di un suo strumento finanziario, su richiesta dello stesso, che si obbliga a pagare un corrispettivo all'agenzia per l'attività svolta

(in questo caso si parla di solicited rating).

Dunque, l'emittente, oltre ad essere l'oggetto di valutazione delle agenzie, è, allo stesso tempo, anche committente.

Quando la valutazione non riflette il reale rischio di insolvenza dell'emittente-committente, quest'ultimo potrà far valere in giudizio il contratto che lega i due soggetti, richiedendo il risarcimento dei danni subiti a titolo di responsabilità contrattuale: in tal caso, verranno applicate tutte le disposizioni in materia di responsabilità contrattuale.

Anche in questo caso, **l'onere della prova sarà ripartito tra creditore (l'emittente) e il debitore (l'agenzia).**

In particolare, **l'emittente sarà tenuto semplicemente a fornire la prova dell'esistenza di un contratto con l'agenzia e ad allegare l'inadempimento o l'inadempimento non corretto da parte della stessa; sull'agenzia, invece graverà l'onere di dar prova di aver correttamente svolto la propria attività, o che la stessa non sia stata svolta al meglio per cause non imputabili all'agenzia.**

Sin tratta quindi di ipotesi di responsabilità da inadempimento dell'obbligazione, ai sensi dell'art. 1218 c.c., l'ipotesi di una responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating non presenta particolari problemi nell'essere disciplinata.

Per quanto riguarda la **responsabilità extracontrattuale** delle agenzie di rating, invece, questa si configura nel momento in cui l'agenzia emette un rating su un emittente, o uno strumento finanziario dallo stesso emesso, senza aver ricevuto da quest'ultimo alcun incarico in tal senso.

Quando, manca un vincolo contrattuale tra agenzia ed emittente, si applicherà il generale principio di *neminem laedere* di cui all'art. 2043 c.c.

Per quanto concerne il danno cagionato dall'agenzia all'emittente, a differenza del caso in cui ad essere danneggiato era l'investitore, la lesione interessa direttamente l'emittente: **in tal caso il danno cagionato dall'agenzia può essere sia di tipo patrimoniale che di tipo non patrimoniale.**

81. Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685.

Con atto di citazione in data 12 marzo 2009, gli attori (...) convenivano in giudizio la Unicredit S.p.A. e The McGraw Hill Companies S.r.l. – Standard&Poor's Italia.

Gli attori clienti dell'Unicredit Banca, affermavano che, in data 19 aprile 2007, sottoscrivevano, presso la filiale Unicredit di Catanzaro, un ordine di acquisto, per contante, di obbligazioni Lehman & Brothers, con scadenza al 3 novembre 2008.

Questo avveniva in seguito ad espressa sollecitazione da parte della suddetta banca. In particolare, l'acquisto fu determinato dal fatto che i predetti titoli erano inclusi nell'elenco titoli a basso rischio del **Consorzio Patti Chiari**, a cui la banca aderiva, e dall'attribuzione da parte dell'Agenzia Standard & Poor's di un rating stimato in A+.

Dunque, questi titoli erano ritenuti sicuri.

Per mero chiarimento, il consorzio Patti Chiari reato nel 2003, è un importante consorzio bancario italiano di cui fanno parte diversi istituti di credito, che ha come obiettivo di modificare, migliorandolo, il rapporto tra cliente e banca, creando un dialogo trasparente e chiaro nei confronti del cliente.

Gli attori lamentavano che al momento dell'ordine la banca aveva consegnato loro soltanto la copia dell'ordine d'acquisto delle obbligazioni, senza che ad essa fosse allegato il prospetto informativo sul gruppo estero Lehman & Brothers e, dunque, senza poter conoscere la consistenza del capitale e del patrimonio del gruppo emittente i titoli, contrariamente a quanto, invece, veniva richiesto dal TUF.

Inoltre, gli attori lamentavano che, in data 9 gennaio 2008, gli veniva inviato dalla banca un prospetto chiamato "intervista", in cui gli investitori indicavano il proprio grado di conoscenza del mercato e l'ammontare delle operazioni finanziarie precedentemente compiute; ma, secondo gli attori, nel mettere a punto detto prospetto, l'intermediario finanziario, incaricato dalla banca, incorreva in un grave inadempimento, attribuendo erroneamente all'intervistato un'alta conoscenza in materia di prodotti finanziari.

Successivamente, gli attori apprendevano dalla stampa che la Lehman Brothers Holding Inc. aveva richiesto l'ammissione al **Chapter 11**, dovendo così sospendere le negoziazioni dei relativi

strumenti finanziari e determinando una grave riduzione del loro valore.

È bene dare qualche chiarimento su cosa significhi **Chapter 11**: nel momento in cui, negli Stati Uniti, un imprenditore non è in grado di onorare le proprie obbligazioni, quest'ultimo o i suoi creditori possono chiedere ad una corte federale la protezione in conformità con quanto previsto dal *Chapter 7* o dal *Chapter 11*. Con il *Chapter 7* l'impresa cessa la sua attività e tutti i suoi beni vengono venduti da un *trustee* che, poi, distribuisce il ricavato della vendita ai creditori. Equivale alla normale procedura fallimentare prevista dalla normativa italiana.

Con il *Chapter 11*, invece, solitamente l'imprenditore rimane in possesso di tutti i suoi beni, ma è sottoposto al controllo e alla giurisdizione della corte federale.

Con l'ingresso nel *Chapter 11* tutte le azioni dei creditori finalizzate ad ottenere il pagamento dei loro debiti vengono automaticamente bloccate.

È possibile cancellare alcuni contratti, noti come contratti esecutivi, se è finanziariamente conveniente per la procedura.

Detti contratti includono i contratti di lavoro, i leasing immobiliari, contratti di manutenzione o di fornitura.

È importante, dunque, tener presente che il *Chapter 11* è una procedura di riorganizzazione e non di liquidazione.

L'obiettivo è quello di risanare l'impresa. A tal fine viene definito un piano che nel giro di qualche mese, o anche anni, in considerazione della dimensione e della complessità della procedura, dovrebbe risanare la situazione e far uscire l'impresa dal *Chapter 11*.

È la stessa impresa che deve proporre il piano di risanamento, che deve essere, poi, approvato dal giudice.

Se un piano non viene accettato, o non si riesca a concluderlo, il giudice può convertire la procedura nel *Chapter 7* e iniziare la liquidazione.

Come nelle altre procedure, nel *Chapter 11* il pagamento dei debiti segue un ordine di priorità, prima vengono pagati i creditori garantiti (*secured creditor*), poi i dipendenti e i fornitori di beni ed in ultimo tutti gli altri.

Nella legislazione Americana, il creditore garantito ha il

beneficio di una garanzia, derivante da una azione di legge fatta per assicurare la performance di una obbligazione, eseguita nei confronti di alcuni o tutti gli *asset* del debitore.

In caso di fallimento del debitore, il creditore garantito può far valere questa "assicurazione" nei confronti degli *asset* del debitore ed evitare di competere, al momento della liquidazione, con i creditori che non godano di tale beneficio.

Il 3 novembre 2008 la banca comunicava loro l'impossibilità di restituire il capitale e gli interessi.

Dunque, secondo gli attori, la banca aveva violato l'obbligo di informare l'investitore circa l'andamento dei titoli, dopo averli acquistati (e, quindi, dell'aumento del rischio default dell'emittente), secondo quanto desumibile da una corretta lettura del TUF 58 del 1998 e del regolamento Consob 11522 del 1998.

La CONSOB (Commissione Nazionale per la Società e la Borsa) nasce nel 1974 come autorità indipendente dal governo.

Questa istituzione si occupa di vigilare sulle società quotate in Borsa. In particolare, il suo compito è di tutelare gli investitori e di vigilare sulla trasparenza e sullo sviluppo del mercato mobiliare italiano (funzioni che in precedenza erano esercitate dal ministero del Tesoro).

In tema di intermediazione nella vendita di strumenti finanziari, gli obblighi di comportamento sanciti dall'art. 21 del d.lgs. n. 58 del 1998 e dalla normativa secondaria contenuta nel reg. Consob n. 11522 del 1998, sorgono sia nella fase che precede la stipulazione del contratto quadro (come quello di consegnare il documento informativo sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari e di acquisire le informazioni sull'investitore circa la sua esperienza in materia di investimenti in strumenti finanziari, la sua situazione finanziaria, i suoi obiettivi di investimento e la sua propensione al rischio), sia dopo la sua conclusione (è il caso dell'obbligo d'informazione cd. attiva circa la natura, i rischi e le implicazioni della singola operazione, di astenersi dal porre in esecuzione operazioni inadeguate e di quelli che sono correlati alle situazioni di conflitto di interessi). Tutti i descritti obblighi, finalizzati al rispetto della clausola generale che impone all'intermediario il dovere di comportarsi con diligenza,

*correttezza e professionalità nella cura dell'interesse del cliente, assumono rilevanza per effetto dei singoli ordini di investimento, che costituiscono negozi autonomi rispetto al contratto quadro originariamente stipulato dall'investitore*³²⁸.

Gli attori ritenevano che, nel caso di specie, anche la Standard & Poor's avesse delle responsabilità (in base a quanto previsto dagli artt. 164 TUF, 2409 sexies cod. civ., e in base a quanto disposto dalla direttiva 2003/6/CE), per aver rilasciato informazioni inesatte, false o fuorvianti, dal momento che aveva mantenuto una valutazione elevata del rating dei titoli Lehman, fino a pochi giorni prima della richiesta di ammissione, da parte di quest'ultima, al Charter 11.

L'Art. 164 TUF (Responsabilità)recita:

1. Alla società di revisione si applicano le disposizioni dell'articolo 2407 del codice civile.

2. I responsabili della revisione e i dipendenti che hanno effettuato l'attività di revisione contabile sono responsabili, in solido con la società di revisione, per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati. Art. 2409 sexies Codice civile (Responsabilità):

1. I soggetti incaricati del controllo contabile sono sottoposti alle disposizioni dell'articolo 2407 e sono responsabili nei confronti della società, dei soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento ai loro doveri. 2. Nel caso di società di revisione i soggetti che hanno effettuato il controllo contabile sono responsabili in solido con la società medesima.

3. L'azione si prescrive nel termine di cinque anni dalla cessazione dell'incarico.

La direttiva 2003/6/CE, denominata Market Abuse, è volta a disciplinare il fenomeno degli abusi di mercato (individuandoli e reprimendoli), al fine di preservare il buon funzionamento dei mercati finanziari dell'Unione Europea, garantirne l'integrità ed accrescere la fiducia degli investitori in detti mercati. La direttiva non da una definizione di abuso di mercato. Tuttavia, è possibile ricavarla dal contenuto normativo, che definisce i casi in cui determinati soggetti subiscono gli abusi. In

³²⁸<http://mobile.ilcaso.it/sentenze/ultime/18411>

particolare, si tratta di quei soggetti che hanno utilizzato, a loro vantaggio o a vantaggio di terzi, informazioni non accessibili al pubblico, o che hanno falsato il meccanismo di definizione del prezzo di strumenti finanziari, o, ancora, che hanno divulgato informazioni false o fuorvianti. È importante tener presente che l'applicazione della normativa in questione non significa dimenticarsi del vasto compendio che una ricerca nel singolo Stato di provenienza può facilitare riguardo la comprensione terminologica della struttura dell'abuso di cui trattasi.

Di conseguenza, era ipotizzabile un conflitto di interesse, considerando che la S&P's, pagata dall'emittente Lehman, non avrebbe provveduto alla revisione del rating A+. Si costituiva in giudizio la UniCredit Banca di Roma S.p.A. .

Nello specifico, detta banca contestava le allegazioni avversarie, specificando che l'ordine di acquisto de quo, sottoscritto dal (...), contiene la dichiarazione con cui l'investitore dà atto di aver preventivamente ricevuto il modulo attinente agli **Ordini relativi a strumenti finanziari. Avvertenze della Banca. Dichiarazioni del client**", e di aver preventivamente ricevuto specifiche avvertenze ed informazioni in tema di conflitto di interessi e circa lo strumento finanziario oggetto dell'ordine, a fronte delle quali ha comunque espressamente autorizzato l'esecuzione dell'ordine.

Precisava che il Gruppo Lehman Brothers era storicamente considerato una delle realtà finanziarie più importanti e solide al mondo (al 12 settembre 2008 il rating di Lehman Brothers Holding inc era "A" per Standard & Poor's, "A2" per Moody's e "A+" per Fitch); che il gruppo Lehman era soggetto al normale regime di controlli amministrativi e contabili da parte degli organi preposti, e che le banche non hanno alcun potere di verifica e di ispezione, in ordine ai documenti economici e finanziari delle aziende italiane ed estere, dovendo, quindi, fare affidamento sulla veridicità dei documenti e sul corretto funzionamento del sistema dei controlli; che la ricostruzione proposta dalla controparte relativamente al prospetto denominato "intervista" veniva smentita dalle sottoscrizioni apposte dagli investitori sul prospetto, dalla elevata propensione e dimestichezza dei sigg.ri (...) agli investimenti in prodotti obbligazionari, nonché dalla quantità delle operazioni pregresse commesse dagli stessi sul mercato finanziario e dall'inserimento

dei titoli nell'elenco "Patti Chiari"; che UniCredit aveva adempiuto agli obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza di cui al T.U.F. (ed alle circolari Consob), la cui violazione, in ogni caso, non è punita dall'ordinamento con la sanzione della nullità dei contratti di acquisto in violazione dell'art. 1418 c.c. (***Il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative, salvo che la legge disponga diversamente. Producono nullità del contratto la mancanza di uno dei requisiti indicati dall'articolo 1325, l'illiceità della causa, l'illiceità dei motivi nel caso indicato dall'articolo 1345 e la mancanza nell'oggetto dei requisiti stabiliti dall'articolo 1346. Il contratto è altresì nullo negli altri casi stabiliti dalla legge***); e che comunque, gli obblighi di informazione posti a carico degli intermediari finanziari devono essere coordinati con il principio di autoreponsabilità dell'investitore.

Si costituiva in giudizio altresì The McGraw Hill Companies S.r.l., eccependo preliminarmente il proprio difetto di legittimazione passiva per non avere mai formulato alcun rating relativo a Lehman Brothers, rientrando tra i compiti istituzionali di The McGraw Hill l'attribuzione del rating soltanto a società italiane.

Nel merito, la convenuta riteneva infondata la domanda di condanna nei confronti di The McGraw Hill, per non avere gli attori dimostrato quale sarebbe stato il comportamento doloso o colposo tenuto da Standard & Poor's nonché il nesso di causalità che legherebbe l'asserito danno subito dagli attori al comportamento di Standard & Poor's. Precisava, inoltre, che l'agenzia aveva operato con diligenza e correttezza nell'elaborazione del giudizio, e che non era configurabile alcun conflitto di interessi, dal momento che il rating relativo a Lehman era stato più volte revisionato nel corso degli eventi.

La corte così decise:

Come evidenziato, gli attori hanno instaurato il giudizio de quo al fine di ottenere la declaratoria di nullità del contratto di investimento stipulato con Unicredit Banca S.p.A. per violazione di norme imperative o, in subordine, l'annullabilità del contratto per errore ex art. 1427 c.c.³²⁹; e l'affermazione della

³²⁹Art. 1427 Errore, violenza e dolo:

responsabilità dell'agenzia di rating The Mc Graw Hill, sia sotto il profilo della responsabilità contrattuale da "contatto sociale", sia sotto il profilo della responsabilità extracontrattuale.

Per responsabilità contrattuale da contatto sociale si intende il rapporto, privo di base contrattuale, che intercorre tra due soggetti, dei quali uno pone affidamento in un dovere di diligenza gravante in capo al secondo, in virtù delle sue specifiche competenze tecniche e professionali.

Ne deriva che, il rapporto concretamente intervenuto tra i due soggetti, secondo parte della dottrina e della giurisprudenza, è un rapporto idoneo a produrre obbligazioni ai sensi dell'art. 1173 cc, e nello specifico nella parte in cui il dettato normativo contempla *ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell'ordinamento giuridico*.

Il contenuto di tale obbligo si sostanzia nell'espletamento dell'attività con un'adeguata diligenza al fine di evitare il verificarsi di pregiudizi in capo al soggetto con cui sia venuto in contatto.

Pur in assenza di un vincolo contrattuale, il soggetto gravato da obblighi di protezione risponderà dei danni cagionati per negligenza secondo la disciplina prevista per la responsabilità da inadempimento, e non *ex art.2043 cc*.

Hanno, dunque, chiesto di condannare le medesime, in solido tra loro, al risarcimento del danno subito nella misura del capitale investito e nella misura dell'interesse che avrebbero maturato nel caso in cui avessero investito in titoli di stato.

Con riguardo al contratto di acquisto dei titoli obbligazionari Lehman Brothers, il Tribunale ha escluso la possibilità di dichiarare sia la nullità sia l'annullabilità del negozio giuridico.

Quanto alla domanda attorea di nullità del contratto, il Tribunale, richiamando la giurisprudenza a Sezioni Unite della Corte di Cassazione (**Cass. Sez. Un. sent. nn. 26724 e 26725**

"Il contraente, il cui consenso fu dato per errore, estorto con violenza o carpito con dolo, può chiedere l'annullamento del contratto secondo le disposizioni seguenti".

Il motivo dell'annullabilità del contratto si rinviene nell'esigenza di tutelare un soggetto che non ha manifestato la volontà in modo libero e consapevole.

Cfr. R. DE CANDIA, *La teoria del contatto sociale: profili generali, disciplina, casistica*, in "Diritto & Diritti", ISSN 1127-8579, 3 novembre 2017.

del 2007), ha evidenziato che le disposizioni richiamate dagli attori in materia di obblighi informativi, ossia TUF e regolamento Consob, non hanno carattere imperativo, ma unicamente prescrittivo o impositivo di obblighi di comportamento cui la Banca è tenuta in forza di un vincolo negoziale già sorto e che, pertanto, costituiscono una specificazione del generale dovere di buona fede nell'esecuzione del contratto, la cui violazione non determina l'invalidità del rapporto.

In ordine alla domanda di annullabilità dei “contratti inter partes” per errore sull'oggetto, ovvero su una qualità essenziale dei titoli Lehman Brothers, il giudice di merito ha dichiarato l'infondatezza della domanda per mancanza dei requisiti dell'essenzialità e riconoscibilità dell'errore ex art. 1428 c.c.

Art. 1428 Rilevanza dell'errore, recita: *L'errore è causa di annullamento del contratto quando è essenziale ed è riconoscibile dall'altro contraente”. L'errore può essere definito come una falsa conoscenza della realtà. Si distingue tra errore-vizio, qual è l'errore che colpisce il formarsi della volontà, ed errore-ostativo, che è quello che cade sulla dichiarazione o sulla sua trasmissione (1432 c.c.).*

Il Tribunale accoglie, invece, la domanda attorea qualificandola come di responsabilità contrattuale da inadempimento delle obbligazioni cui la banca è tenuta nei confronti dei clienti ai sensi dell'art. 21 del T.U.F.

L'art. Art. 21 Svolgimento dei servizi (Criteri generali), infatti recita:

1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori, i soggetti abilitati devono:

a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

c) organizzarsi in modo tale da ridurre al minimo il rischio di conflitti di interesse e, in situazioni di conflitto, agire in modo da assicurare comunque ai clienti trasparenza ed equo trattamento;

d) disporre di risorse e procedura, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi;

e) svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati.

2. Nello svolgimento dei servizi le imprese di investimento, le banche e le società di gestione del

risparmio possono, previo consenso scritto, agire in nome proprio e per conto del cliente.

Viene dunque riconosciuto il diritto dell'investitore al risarcimento del danno, corrispondente alla perdita del capitale investito nell'operazione finanziaria oltre rivalutazione monetaria dalla data di default sino alla data di pronuncia della sentenza.

Il Tribunale prende poi in esame la responsabilità ascrivibile alle agenzie di rating per i danni che la relativa attività può procurare ai terzi.

Più in particolare, il giudice di merito inquadra la responsabilità in esame nell'ambito della sfera extracontrattuale, in quanto l'attribuzione del rating ad un'impresa viene effettuata in forza di uno specifico contratto tra l'agenzia e l'impresa stessa, mentre gli investitori sono, di regola, legati da vincoli contrattuali unicamente con gli intermediari finanziari.

Si osserva che il Regolamento CE n. 1060/2009 adottato dal Parlamento Europeo onera le agenzie di *rating* a rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli e alle principali ipotesi di *rating* utilizzate nello svolgimento della loro attività, così da permettere agli stessi utilizzatori del *rating* di elaborare un autonomo giudizio in ordine all'attendibilità di quanto espresso dall'agenzia.

La sussistenza di una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia presuppone l'accertamento degli elementi costitutivi dell'illecito aquiliano. L'investitore deve pertanto provare l'esistenza dell'evento dannoso, l'ingiustizia del danno, il nesso causale tra la lesione subita e la condotta dell'agente, nonché l'elemento soggettivo del dolo o della colpa.

Il Giudice de quo individua l'evento dannoso nella perdita patrimoniale subita dall'investitore per aver fatto affidamento sul rating positivo rilasciato dall'agenzia.

In ordine all'ingiustizia del danno, si osserva che l'emissione di un rating errato cagiona la lesione della libertà contrattuale

dell'investitore, in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio positivo emesso dall'agenzia e, di conseguenza, nella solvibilità dell'emittente.

L'affidamento incolpevole nella veridicità delle valutazioni provenienti dal rating viene considerato meritevole di tutela sulla base di una serie di argomentazioni.

In primo luogo si evidenzia che, secondo il prevalente orientamento dottrinale, benché si discuta in ordine all'esistenza di un diritto del singolo all'esattezza dell'altrui informazione, tuttavia, a fronte di una lesione della libertà contrattuale per false informazioni, prevale la tutela dell'affidamento del terzo nella serietà e veridicità dell'informazione resa allorché quest'ultima provenga da un soggetto particolarmente qualificato.

La rilevanza dell'affidamento incolpevole del terzo sul piano della meritevolezza della tutela trova altresì conferma nella disciplina interna e nella normativa comunitaria.

A livello di legislazione nazionale vengono in rilievo gli artt. 164, comma 2, T.U.F. e 2409 c.c., con cui il legislatore ha espressamente tipizzato l'illecito dei revisori contabili, delineando una loro responsabilità per i danni cagionati dalle informazioni inesatte rilasciate ai terzi; nonché l'art. 94 del T.U.F.175 che ha tipizzato la c.d. responsabilità civile da prospetto, attribuendo a ciascun soggetto che ha partecipato alla predisposizione delle informazioni, e in relazione alle parti di propria competenza, una responsabilità *per i danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto*.

L'Articolo riguardante la Responsabilità, dapprima modificato dall'art. 3 del d.lgs. n. 37 del 6.2.2004 e poi abrogato dall'art. 40 del d.lgs. n. 39 del 27.1.2010.

Art. 2409 codice civile: Denuncia al tribunale Se vi è fondato sospetto che gli amministratori, in violazione dei loro doveri, abbiano compiuto gravi irregolarità nella gestione che possono arrecare danno alla società o a una o più società controllate, i soci che rappresentano il decimo del capitale sociale o, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, il ventesimo del capitale sociale possono denunciare i fatti al tribunale con ricorso notificato anche alla società.

Lo statuto può prevedere percentuali minori di partecipazione.

Il tribunale, sentiti in camera di consiglio gli amministratori e i sindaci, può ordinare l'ispezione dell'amministrazione della società a spese dei soci richiedenti, subordinandola, se del caso, alla prestazione di una cauzione.

Il provvedimento è reclamabile.

Il tribunale non ordina l'ispezione e sospende per un periodo determinato il procedimento se l'assemblea sostituisce gli amministratori e i sindaci con soggetti di adeguata professionalità, che si attivano senza indugio per accertare se le violazioni sussistono e, in caso positivo, per eliminarle, riferendo al tribunale sugli accertamenti e le attività compiute.

Se le violazioni denunciate sussistono ovvero se gli accertamenti e le attività compiute ai sensi del terzo comma risultano insufficienti alla loro eliminazione, il tribunale può disporre gli opportuni provvedimenti provvisori e convocare l'assemblea per le conseguenti deliberazioni.

Nei casi più gravi può revocare gli amministratori ed eventualmente anche i sindaci e nominare un amministratore giudiziario, determinandone i poteri e la durata.

L'amministratore giudiziario può proporre l'azione di responsabilità contro gli amministratori e i sindaci. Si applica l'ultimo comma dell'articolo 2393.

Prima della scadenza del suo incarico l'amministratore giudiziario rende conto al tribunale che lo ha nominato; convoca e presiede l'assemblea per la nomina dei nuovi amministratori e sindaci o per proporre, se del caso, la messa in liquidazione della società o la sua ammissione ad una procedura concorsuale.

I provvedimenti previsti da questo articolo possono essere adottati anche su richiesta del collegio sindacale, del consiglio di sorveglianza o del comitato per il controllo sulla gestione, nonché, nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, del pubblico ministero; in questi casi le spese per l'ispezione sono a carico della società.

Quanto all'Offerta al pubblico di strumenti finanziari comunitari e di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di Oicr aperti l'Art.94 (Prospetto d'offerta), stabilisce:

1. Coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico

pubblicano preventivamente un prospetto. A tal fine, per le offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari comunitari nelle quali l'Italia è Stato membro d'origine e per le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari, ne danno preventiva comunicazione alla Consob allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Il prospetto non può essere pubblicato finché non è approvato dalla Consob.

2. Il prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

3. Il prospetto per l'offerta di strumenti finanziari comunitari è redatto in conformità agli schemi previsti dai regolamenti comunitari che disciplinano la materia.

4. L'emittente o l'offerente può redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di documenti distinti. Nel prospetto composto di documenti distinti, le informazioni richieste sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sugli strumenti e i prodotti offerti e una nota di sintesi.

5. Se è necessario per la tutela degli investitori, la Consob può esigere che l'emittente o l'offerente includa nel prospetto informazioni supplementari.

6. Se l'offerta ha ad oggetto prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari comunitari il cui prospetto non è disciplinato ai sensi dell'articolo 95, comma 1, lettera b), la Consob stabilisce, su richiesta dell'emittente o dell'offerente, il contenuto del prospetto.

7. Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico deve essere menzionato in un supplemento del

prospetto.

8. L'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso.

9. La responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole grava sull'intermediario responsabile del collocamento, a meno che non provi di aver adottato la diligenza prevista dal comma precedente.

10. Nessuno può essere chiamato a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi possa risultare fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme ad altre parti del prospetto.

11. Le azioni risarcitorie sono esercitate entro cinque anni dalla pubblicazione del prospetto, salvo che l'investitore provi di avere scoperto le falsità delle informazioni o le omissioni nei due anni precedenti l'esercizio dell'azione.

Sul piano della normativa comunitaria, il Tribunale richiama l'art. 1, punto 2, lett. c), della direttiva 2003/6/CE in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

Tale disposizione vieta la diffusione di informazioni che veicolano indicazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari qualora la persona che le ha diffuse conosceva o avrebbe dovuto conoscere che tali informazioni erano false o fuorvianti.

Dunque, l'affidamento generato da comunicazioni rese al mercato da parte di soggetti particolarmente qualificati, come le agenzie di rating, è indubbiamente meritevole di tutela.

Tuttavia, affinché si possa configurare una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di rating è altresì necessario che la sua condotta sia causalmente collegata al pregiudizio subito dall'investitore.

È onere dell'investitore provare che, se la valutazione

espressa dall'agenzia fosse stata corretta, non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario rivelatosi negativo.

Ciò nonostante, a fronte di un rating positivo che abbia inciso in modo determinante sulle scelte dell'investitore, bisogna chiedersi se debba configurarsi, in capo allo stesso investitore, un dovere di auto informazione in ordine all'eventuale progressivo deterioramento del rating, nonché un obbligo di limitare le conseguenze dannose, derivanti dall'illecito dell'agenzia, adottando una condotta diligente ex art. 1227, secondo comma, c.c., che può sostanziarsi, ad esempio, nella vendita dei titoli.

L'Art. 1227 prevede per il fatto colposo del creditore che Se il fatto colposo [art. 2043 c.c.] 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 [art. 1914 c.c.].

Il risarcimento non è dovuto per i danni che il creditore avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza [artt. 1175, 1375 c.c.].

Quanto all'esistenza di un dovere di auto informazione, il Tribunale osserva che tale dovere *viene in rilievo solo nell'ipotesi in cui l'intermediario si sia limitato a prestare il servizio di negoziazione, senza assumere l'obbligo di comunicare al cliente il progressivo peggioramento del rating.*

In ordine alla possibilità di configurare un concorso del fatto colposo dell'investitore, invece, occorrerà distinguere la posizione dell'investitore professionale rispetto a quella dell'investitore inesperto, potendosi attendere soltanto dal primo un comportamento di disinvestimento del titolo a fronte di un progressivo deterioramento del rating e al fine di contenere gli effetti pregiudizievoli derivanti dell'illecito; condotta quest'ultima di regola non esigibile dalla seconda tipologia di investitori.

Affinché possa configurarsi una responsabilità ex art. 2043 c.c. è altresì necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da dolo o colpa.

Nel caso in esame gli attori imputano a The Mc Graw Hill di

aver rilasciato informazioni false e fuorvianti e di non aver provveduto ad una revisione del rating in peius, pur conoscendo la situazione finanziaria del gruppo Lehman, al solo fine di non incidere negativamente sulle sorti dello stesso.

Invero, poiché il rating è un giudizio prognostico, che implica necessariamente una valutazione delle prospettive future di un emittente o di un titolo e di variabili che sfuggono alla sfera di controllo del soggetto che quel giudizio emette, il fatto che le previsioni non siano poi state confermate dalla realtà non indica, di per sé, che al momento in cui furono espresse le valutazioni queste non fossero dotate di un ragionevole grado di plausibilità.

A riguardo, il Tribunale ha infatti evidenziato che ***non si può affermare la responsabilità dell'agenzia solo perché il rating non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente, ma è necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da mala fede o colpa.***

Spetterà, dunque, agli investitori che si assumono danneggiati dal comportamento dell'agenzia, allegare e provare che la società di rating ha emesso un giudizio che non rispecchiava la situazione patrimoniale e finanziaria dell'emittente (per come conoscibile dalla stessa agenzia di rating) e che tale mancata corresponsione dipende dall'utilizzo di procedure di valutazione non conformi alla prassi internazionale e agli standard di settore.

La colpa si concretizza nella negligenza professionale e, quindi, nella inosservanza dei principi di diligenza professionale. In particolare, si configura quando l'attività di preparazione e diffusione del *rating* non viene espletata in conformità ai criteri della diligenza, prudenza e perizia, in quanto i *raters* effettuano la valutazione di un titolo senza una particolare accuratezza o precisione ovvero in modo affrettato, senza considerare tutte le informazioni di cui possono disporre ovvero interpretando in modo scorretto i dati e le informazioni che hanno raccolto.

La diligenza si sostanzia nell'adempimento di tutte le regole tecniche e procedurali, nonché dei principi dell'arte e dei codici deontologici e di condotta che appartengono alla professione svolta.

Tanto chiarito, il Tribunale osserva come gli attori non abbiano fornito alcuna prova adeguata dell'elemento soggettivo

della responsabilità aquiliana dedotta e, nello specifico, del fatto che l'agenzia era a conoscenza dello stato di insolvenza dell'emittente Lehman; le parti avrebbero dovuto dimostrare che i dati di cui l'agenzia disponeva consentivano di formulare un giudizio diverso da quello emesso, qualora fossero state correttamente applicate le migliori metodologie economiche e finanziarie di valutazione.

Il Tribunale ha, dunque, dichiarato la domanda di risarcimento formulata nei confronti di The McGraw Hill Companies S.r.l. infondata, in quanto l'asserita carenza di buona fede nella condotta dell'agenzia "è rimasta a livello di mero assunto difensivo non supportato da qualsivoglia riscontro probatorio, sicché, in difetto di elementi istruttori sia pure indiziari, convenire con gli attori che parte convenuta fosse comunque a conoscenza dello stato di insolvenza di Lehman e che lo abbia taciuto ai mercati e agli investitori perché "pagata dall'emittente Lehman", significherebbe pervenire ad una pronuncia di condanna muovendo da un assunto affermato, ma non dimostrato".

Dunque, stando alla sentenza, si tende ad escludere la possibile configurazione di una responsabilità di tipo contrattuale delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, poiché non esiste alcun rapporto di tipo contrattuale tra le due parti.

Allo stesso tempo, risulta difficile immaginare che possa configurarsi una responsabilità da contatto sociale, fonte di obbligazioni senza prestazione.

Infatti, ciò che manca è proprio la relazione tra investitore ed agenzia; questo rende assolutamente inconsistente la tesi di un *contatto* al quale ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale.

Non sembra possibile configurare un *contatto sociale* neanche nel caso in cui l'investitore decida di registrarsi al sito web dell'agenzia, non potendosi ritenere che le informazioni rese dal valutatore rimangano confinate ai soli soggetti registrati.

Tra l'altro, le informazioni presenti sul web vengono fornite in adempimento di un obbligo negozialmente assunto verso il solicited rating, ovvero create liberamente e solo successivamente rese disponibili agli investitori interessati.

Dunque, la strada dell'illecito aquiliano, in mancanza di un'apposita normativa che regolamenti la responsabilità dell'agenzia di rating, sembra essere la più appropriata.

Questa trova giustificazione come conseguenza della lesione di un affidamento ingenerato ed offeso da un soggetto avente un particolare status professionale.

Di conseguenza, solo qualora sussista un ragionevole affidamento sull'informazione apportata dal rating emesso dall'agenzia, qualificata dal suo status professionale e dagli obblighi di condotta sulla stessa gravanti in quanto operatore professionale, l'investitore potrà azionare la sua pretesa risarcitoria.

Ciò detto, non è tuttavia semplice arrivare al riconoscimento di una responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di rating.

Infatti, c'è da tener conto del problema dell'onere della prova, che è a carico dell'investitore (danneggiato).

In merito, la giurisprudenza ha recentemente precisato che ***non si può affermare la responsabilità dell'agenzia solo perché il rating non rispecchia la reale prospettiva di solvibilità dell'emittente, ma è necessario che la condotta dell'agenzia sia connotata da mala fede o colpa.***

Pertanto, sarà il terzo danneggiato a dover provare che il giudizio di rating non riflette la reale situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente, e che ciò dipende dall'utilizzo di metodi di valutazione non conformi alle prassi internazionali e agli standard di settore.

Al contempo, in sua difesa, l'agenzia di rating dovrebbe dimostrare che l'erronea valutazione è dipesa da ***false informazioni fornite dall'emittente i titoli e non riscontrabili come tali all'atto della valutazione.***

Infatti, le informazioni vengono fornite dalla società emittente i titoli, e, dunque, non spetta alle agenzie di rating accertare la veridicità delle informazioni, la ricerca e la scoperta di frodi.

Non sarà facile per l'investitore dimostrare la responsabilità dell'agenzia, ovvero dar prova che, a fronte di informazioni scorrette rilasciate dall'agenzia, questa non abbia adottato tutti i criteri necessari e ragionevolmente esigibili al fine di verificarne l'effettiva e concreta affidabilità.

Ciò detto, bisogna fare attenzione a non commettere l'errore

di attribuire una responsabilità da status, quello professionale, all'agenzia di rating.

Questo porterebbe ad una responsabilità oggettiva che trasformerebbe qualunque previsione inesatta in una sorta di copertura assicurativa per investimenti sbagliati.

Tra l'altro, in tal caso, sarebbero gli stessi investitori a subirne le conseguenze, dal momento che il perseguimento ad ogni costo della tutela del danneggiato porterebbe, inevitabilmente, ad un consistente deterioramento della loro stessa attività e, dunque, farebbe venir meno l'utilità del rating per gli investitori e per l'intero mercato finanziario.

Diversamente dal Tribunale di Catanzaro, il Tribunale di Roma, pur convenendo sull'esclusione della *sussistenza di alcun tipo di rapporto contrattuale o comunque obbligatorio tra l'investitore e le agenzie di rating [...]*, *sottolinea che la natura dell'attività delle agenzie di rating, consiste nell'emissione di "semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data" e non nella formulazione di "raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli.*

Ragionando in questi termini, l'investitore, secondo il giudice, è tenuto ad effettuare le scelte di investimento a proprio rischio, avvalendosi, nel caso, di un promotore finanziario per una valutazione del rischio.

La richiesta risarcitoria viene così respinta sulla base della motivazione secondo cui *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.*

La motivazione del Tribunale capitolino lascia alquanto perplessi, dal momento che, sebbene riconosca come errata la valutazione dell'agenzia di rating, relega il giudizio ad una mera opinione che non può essere classificata errata sulla base di dati oggettivi, non tenendo conto della natura professionale dell'attività svolta dall'agenzia.

82. L'offerta a investitori non professionali di titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione dei crediti.

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

Nell'ambito delle operazioni di *securitization*³³⁰, il contributo fornito dalle agenzie di rating in termini di ideazione, strutturazione e tenuta dell'operazione è spesso fondamentale, si è rivelato fondamentale, in quanto mentre con riferimento ai titoli *non-secured* (**ossia non strutturati**), il rischio di credito dell'emissione è solitamente dipendente dal rischio di credito dell'emittente, analogamente non può dirsi in relazione al rischio di credito dei prodotti finanziari strutturati che, infatti, è scollegato dal merito di credito del veicolo emittente: ciò sì che nel caso dei titoli non strutturati il rischio di credito dell'emissione sia più facilmente identificabile.

Anche laddove non sia disponibile il rating dell'emittente, esso è comunque legato alla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente stesso che, invece, attraverso le relazioni finanziarie periodiche e altri meccanismi di informazione societaria è comunque oggetto di *disclosure*.

Diversamente, nelle operazioni di cartolarizzazione, dove il rischio di credito dei titoli strutturati è sostanzialmente indipendente da quello dell'originator ovvero della società veicolo emittente, in assenza di una valutazione da parte delle agenzie, esso risulta difficilmente apprezzabile anche per un operatore specializzato.

D. DI BAIA³³¹ osserva che *i dati di base sui quali fondare il giudizio circa la convenienza dell'acquisto sono costituiti non tanto dalla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'emittente, che costituisce tradizionalmente una delle*

³³⁰ Cfr. G. Morini, *Cartolarizzazione: i mezzanine finance*, *ILCASO.it* 2020, www.ilcaso.it/articoli/ban.php?id_cont=1172.php

³³¹ Cfr. in argomento D. DI BAIA, *Il rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/99*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C. Pisanti, Milano, 2005, 215 s. Si veda anche D. GALLETTI, *Commento all'art. 2*, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, commentario a cura di A. Maffei Alberti, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2000, II, 1034 ss.,

“aree” d’indagine essenziali nella valutazione dei titoli (art. 94, comma 2°, t.u. fin.), ma dalla stima circa la redditività di un agglomerato di assets artificialmente “compattati” nel patrimonio di un soggetto che pretende di non assumere alcun rischio ulteriore», e, proseguendo, chiarisce che «[n]ella securitization (...) una diffusa ricostruzione vuole i dati relativi all’emittente scarsamente significativi: tale soggetto dovrebbe essere nulla più che un “veicolo”, sfornito di autonomia imprenditoriale e finanziaria, ragion per cui dovrebbe potenziarsi l’apparato informativo che concerne i titoli e l’operazione in sé.

Sotto questo profilo, la funzione che le CRA hanno svolto in relazione al mercato dei titoli strutturati è stata quella di consentire il vero e proprio accesso di tali prodotti finanziari al mercato: senza rating tali prodotti non sarebbero *marketable*.

Nel disciplinare la cartolarizzazione dei crediti il legislatore italiano ha, preso atto del peculiare ruolo che le agenzie di rating svolgono nella creazione ed emissione di strumenti finanziari strutturati e, quindi operato una sorta di *istituzionalizzazione* di tale ruolo.

L’art. 2, comma 4, l. n. 130/1999, ha infatti previsto che *[n]el caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti a investitori non professionali, l’operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi»*

Il successivo comma 5 precisa poi che spetta alla Consob di stabilire, con proprio regolamento, *i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l’indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l’informazione sugli eventuali rapporti esistenti e i soggetti che a vario titolo partecipano all’operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria.*

A tale ultima disposizione la Consob ha dato attuazione mediante la delibera del 2 novembre 1999, n.12175, prevedendo appositi requisiti in tema di esperienza, competenza e adeguatezza del numero del personale incaricato della formulazione dei giudizi, adozione e aggiornamento delle

metodologie di rating e indipendenza delle agenzie³³².

La legge n. 130/1999 ha, dunque, con le disposizioni appena richiamate, riconosciuto il ruolo di *gateopener* delle CRA, ruolo che, da un punto di vista strettamente societario, ***assume ancora maggiore rilievo se si considera che la cessione di crediti dal titolare iniziale alla società veicolo cessionaria non è assistita da alcuna verifica circa il valore di detto apporto, come invece accade per i conferimenti in senso tecnico di beni in natura e crediti ai sensi dell'art. 2343, c.c.***³³³.

Il risultato è, quindi, un rafforzamento della funzione delle agenzie di rating nella finanza strutturata, **sia in termini di riduzione delle asimmetrie informative**, altrimenti incolmabili, **sia in termini di controllo della fattibilità stessa dell'operazione**.

Dato che il mercato dei titoli strutturati costituisce un'ampia parte dell'ambito di operatività delle agenzie di rating, le disposizioni dettate dall'art. 2, commi 4 e 5, l. n. 130/1999, acquistano un indubbio rilievo dal punto di vista sistematico.

Tuttavia, molto degli studi che si sono occupati delle CRA e del profilo delle responsabilità nei confronti degli investitori *sono limitati a menzionare dette previsioni esclusivamente nell'ambito di una ricognizione del quadro normativo applicabile alle agenzie di rating o, al più, quale esempio di attribuzione di valore regolamentare al rating*³³⁴.

³³² Per un commento alla delibera Consob del 2 novembre 1999, n. 12175, G.U. 17 novembre 1999, n. 270, si veda T. DE VITIS, *Le società di rating*, in *La cartolarizzazione. Commento alla legge n. 130/1999*, a cura di P. Ferro-Luzzi e C. Pisanti, Milano, 2005, 230 s.

³³³ Cfr. T. DE VITIS, *Le società di rating*, cit., 229. In questo senso si può interpretare anche l'affermazione di D. GALLETTI, *Commento all'art. 2*, cit., 1033, secondo la quale il giudizio di rating è «l'unica vera forma di “garanzia” per l'investitore»

³³⁴ Cfr. A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., 1028, che annovera l'art. 2, comma 4, l. 130/1999, tra le disposizioni che conferiscono al rating un valore regolamentare; G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 77; A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impr.*, 2012, 182 (nota 4); C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, 771, nota 14; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 320; ID., *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 2008, 170. Una breve menzione alla

L'istituzionalizzazione da parte del legislatore italiano di un controllo all'ingresso del mercato dei titoli strutturati, almeno per quelli destinati a investitori non professionali, riveste, invece, una fondamentale importanza dal punto di vista teorico, poiché consente di individuare, in termini più chiari, il ruolo svolto dalle CRA sul e per il mercato e, specialmente, di precisare, come si vedrà in seguito, in quali termini le agenzie di rating possono essere considerate dei veri e propri *gatekeepers*, con tutte le conseguenze che questo comporta in punto di responsabilità.

Per **D. GALLETTI**³³⁵, il fatto che l'emissione di un giudizio di rating non sia richiesta obbligatoriamente dalla legge per le operazioni di *securitization* rivolte a investitori professionali non sta a indicare che tali soggetti siano di norma forniti delle competenze per valutare correttamente tali tipi di investimenti, ma, piuttosto, tradirebbe il fatto che *il legislatore sembra aver considerato normale che tali soggetti, proprio per la loro avvedutezza, non aderiscano ad iniziative simili in assenza di un rating.*

In questa ottica ne uscirebbe rafforzato il ruolo di garanzia della qualità dell'investimento attribuito ai giudizi di rating.

83. L'elemento soggettivo.

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

Fino alla prima metà del '900, la dottrina riteneva sussistere responsabilità nella diffusione di informazioni economiche erronee ovvero inesatte ma che l'istituto di credito, potesse rispondere delle false informazioni soltanto in caso di dolo, e ciò poiché una eccessiva esposizione a responsabilità dell'informante avrebbe pregiudicato la corretta distribuzione del rischio e la razionale contemperazione degli interessi sottesi³³⁶.

Il progressivo aumento di obblighi informativi finalizzati ad

norma richiamata vi è anche in L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 723, nota 29.

³³⁵ D. GALLETTI, *Commento all'art. 2*, cit., 1037.

³³⁶ Cfr. F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in *Le Operazioni Bancarie*, G. B. Portale (a cura di), I, Milano, Giuffrè, 1978, p. 294.

una sempre maggior trasparenza, posti in capo agli intermediari bancari e finanziari, ha aumentato la sensibilità dell'interprete (e del legislatore) verso una maggiore responsabilizzazione (*i.e. accountability*) degli stessi.

Ipotesi di dolo si possono riscontrare, quando vengano violate le disposizioni normative previste in tema di conflitto di interessi³³⁷ ovvero allorquando vi siano condotte, anche penalmente rilevanti, di dirigenti dell'agenzia di rating che manifestino un palese disinteresse per il rispetto delle metodologie previste per la raccolta e l'elaborazione dei dati ovvero per le obbligazioni previste *ex lege* a carico delle stesse.

Detto questo, il problema maggiormente avvertito riguarda il **regime dell'onere probatorio**, in particolare nel caso della colpa, riscontrabile nell'ipotesi in cui l'attività di preparazione e diffusione del rating non fosse stata espletata in conformità ai criteri della diligenza, della prudenza e della perizia.

Come condivisibilmente osservato da **DI DONNA**, *i raters eseguono una valutazione positiva o negativa di un titolo senza una particolare accuratezza o precisione, ovvero in modo affrettato, ovvero senza considerare tutte le informazioni di cui possono disporre ed a prescindere dalla specifica competenza tecnica richiesta dalla fattispecie concreta, ovvero interpretando in modo scorretto i dati e le informazioni che hanno raccolto*³³⁸

In effetti, secondo parte della dottrina³³⁹, l'imposizione in

³³⁷ Si veda, a titolo esemplificativo, il divieto di emissione di rating nei confronti di un emittente che abbia già avuto un rapporto contrattuale con l'agenzia di rating nei cinque anni precedenti ovvero al di là dei limiti indicati nei par. 2 – 5 dell'art. 6 *ter*, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, regolamento (UE) n. 462/2013, il divieto di remunerare ovvero valutare i dipendenti che partecipino alle attività di valutazione del merito creditizio ovvero alle prospettive di rating, nonché le persone che approvano i rating o le prospettive di rating sulla scorta dall'entità del fatturato che l'agenzia di rating del credito deriva dalle relative entità valutate o da terzi collegati (cfr. art. 6 *ter*, regolamento (CE) n. 1060/2009, così come modificato dall'art. 1, regolamento (UE) n. 462/2013).

³³⁸ Cfr. L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., p. 411.

³³⁹ P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 159. Si veda, altresì, U. BLAUROCK, *Control and responsibility of Credit Rating agencies*, cit., p. 17; A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., p. 124.

capo agli investitori *dell'obbligo di dimostrare l'elemento soggettivo in capo al rater costituisce, sul piano delle concretezze, un onere eccessivamente gravoso; per di più, specie se si ha riguardo alla compagine di investitori non professionali, l'identificazione delle logiche procedurali ed operative sulle quali si fonda la condotta (fuorviante) degli analisti risulterebbe quasi sempre un'impresa irrealizzabile*³⁴⁰.

In definitiva si tratterebbe di una *probatio* resa quasi diabolica tanto dalla natura prognostica del giudizio di rating, atteso che oggetto di analisi non sia la qualità di un prodotto finito, ma il grado di probabilità di un evento futuro, quanto dalla mancanza di trasparenza in ordine alle metodologie ed agli algoritmi utilizzati dagli analisti per formulare il rating: nel caso di specie, trattasi del grado di probabilità che l'emittente adempia esattamente alle proprie obbligazioni alla scadenza, corrispondendo alla parte creditrice il dovuto per capitale ed interessi.

La soluzione proposta dalla medesima dottrina appare condivisibile nella misura in cui ritiene di poter *aggirare l'ostacolo* attraverso l'utilizzo del meccanismo delle presunzioni di cui agli **artt. 2727 ss. c.c.**, all'uopo richiamandosi gli orientamenti giurisprudenziali in tema di responsabilità della Pubblica Amministrazione per la lesione di interessi legittimi³⁴¹ che, ove mutuati, permetterebbero di presumere la condotta

³⁴⁰ A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., p. 124.

³⁴¹ Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 159 – 160 il quale cita TAR Lazio, 19 gennaio 2005, n. 1236 e Consiglio di Stato, sez. V, 10 gennaio 2005, n. 32, in *Danno e responsabilità*, 2005, pp. 327 ss. Da ultimo, adopera riferimento al meccanismo delle presunzioni al fine di fondare una domanda di risarcimento per danno cagionato dalla P.A. per lesione di un interesse legittimo, Consiglio di Stato, sez. III, 09 giugno 2014, n. 2896, *F.S.F.S. s.r.l. ed altro c. Ministero salute e altro ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 6, 2014, p. 11; Consiglio di Stato, sez. III, 05 giugno 2014, n. 2867, *M. ed altro ed altro c. Azienda ospedaliera B.M.M. ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 6, 2014, p. 4, in cui si ritiene che l'illegittimità dell'atto possa essere elemento presuntivo della colpa della P.A.; nello stesso senso, Consiglio di Stato, sez. III, 29 aprile 2014, n. 2202, *C.s.a.s. ed altro c. A.S.L. Na/3 ed altro*, in *Redazione Giuffrè amministrativo*, 4, 2014, p. 42; TAR Napoli (Campania), sez. IV, 10 aprile 2014, n. 2061, *F.I. ed altro c. Ministero istruzione, università e ricerca ed altro ed altro*, in *Redazione Foro amministrativo*, 4, 2014, p. 246. Particolarmente significativa, per chiarezza espositiva, altresì TAR Catania (Sicilia), sez. I, 10 aprile 2014, n. 1064.

negligente ovvero imperita dell'agenzia di rating dinanzi ad indici quali la **grave discordanza tra il voto di rating attribuito (positivo ovvero negativo) ed il correlato dato fattuale contrario (default ovvero floridità aziendale)** oppure la mancata valutazione di indici di rischio, come quello di mercato, diversi da quelli analizzati dall'agenzia ma che un operatore professionale medio avrebbe comunque rilevato³⁴².

Per il TAR Catania (Sicilia), sez. I, 10 aprile 2014, n. 1064 *il privato danneggiato, ai fini di ottenere il risarcimento dei danni derivanti da lesione di interessi legittimi, ancorché onerato della dimostrazione della "colpa" dell'amministrazione, risulta agevolato dalla possibilità di offrire al giudice elementi indiziari – acquisibili, sia pure con i connotati normativamente previsti, con maggior facilità delle prove dirette – quali la gravità della violazione, qui valorizzata quale presunzione semplice di colpa e non come criterio di valutazione assoluto, il carattere vincolato dell'azione amministrativa giudicata, l'univocità della normativa di riferimento ed il proprio apporto partecipativo al procedimento. Così che, acquisiti gli indici rivelatori della colpa, spetta poi all'amministrazione l'allegazione degli elementi, pure indiziari, ascrivibili allo schema dell'errore scusabile e, in definitiva, al giudice, così come, in sostanza, voluto dalla Cassazione con la sentenza n. 500/99, apprezzarne e valutarne liberamente l'idoneità ad attestare o a escludere la colpevolezza dell'amministrazione*

Tale tesi, consente, in virtù dell'**artt. 2727 ss. c.c.**, conformare **il principio di diritto oramai ritenuto quale dato acquisito dalla giurisprudenza, ossia quello di vicinanza della prova,**

³⁴² Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 338 – 339, il quale porta quale esempio di assenza di colpa in capo all'agenzia, nonostante il rating risultasse errato, quello del mutamento di un orientamento giurisprudenziale consolidato, per effetto della sentenza della Cassazione civile, 9 aprile 2003, n. 5552, in *Giurisprudenza italiana*, 2004, p. 559, in tema di prosecuzione automatica del contratto di *leasing* in caso di fallimento, i cui crediti fossero stati cartolarizzati ed i cui prodotti finanziari finiti fossero stati oggetto di rating. Discorrerebbe di responsabilità aggravata da colpa presunta, G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, intervento al seminario tenutosi in Roma, 30 gennaio 2013, in LUISS e citato da A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, cit., pp. 125 – 126. Propone una semplice inversione della prova M. LAMANDINI, *Credit Rating Agencies (CRAs) and European Regulation*, in *European Company Law*, Vol. 6, Issue 3, 2009, p. 134.

particolarmente utilizzato soprattutto in tema di prova della sussistenza del nesso causale tra fatto illecito e danno³⁴³.

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

Al di là dalla prova del **nesso eziologico tra violazione e rating errato**, si deve rilevare che **le violazioni vietate sono quelle connesse ai conflitti di interesse ed ai requisiti organizzativi ovvero operativi, quelle connesse agli ostacoli all'attività di vigilanza e, da ultimo, quelle connesse alle disposizioni in materia informativa: tutte le violazioni debbono esser state commesse con intenzione ovvero con colpa grave affinché l'agenzia di rating possa fruttuosamente esser chiamata a rispondere in forza del richiamato art. 35 bis.**

L'innalzamento della soglia di colpevolezza è giustificato dalla particolare complessità dell'attività svolta dalle agenzie di rating che, in astratto, con un criterio di colpevolezza meno rigoroso, sarebbero esposte ad una responsabilità illimitata.

In tal senso, considerando 33, regolamento (UE) n. 462/2013, prevede che *utile criterio di colpevolezza (ossia, l'intenzionalità e la colpa grave) è appropriato in quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato. Inoltre, è opportuno che le agenzie di rating del credito siano esposte a una responsabilità potenzialmente illimitata unicamente in caso di violazione intenzionale o per colpa grave del regolamento (CE) n. 1060/2009.*

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

In dottrina si era già da tempo sostenuto che, là dove l'attività

³⁴³ Cassazione civile, sez. I, 28 maggio 2014, n. 11904, *Fondiarria S.A.I. s.p.a. c. P.N.*, in *Diritto & Giustizia*, 9 maggio 2014.

di rating fosse da considerarsi di natura intellettuale, sarebbero dovuti venire in considerazione i relativi criteri di responsabilità tra cui l'esonero dalla stessa in caso di colpa lieve, mentre, là dove si fosse considerato il rating quale un bene giuridico a sé stante, ed in particolare come un bene *informazione*, ci si sarebbe dovuti confrontare con una responsabilità di tipo oggettivo, fondata, cioè, sull'assunto che il rating fosse un bene *naturalmente difettoso* poiché correlato al rischio finanziario che sarebbe intrinseco al , processo di stima del merito creditizio dei soggetti operanti sul mercato e che di per sé ha un'incidenza rilevante sullo stesso³⁴⁴.

Il problema di individuare una condotta colposa, si è posto con riferimento all'ipotesi in cui l'erroneità del rating derivi dall'erroneità delle informazioni rese dagli emittenti, ovviamente nell'ipotesi di *rating solicated*³⁴⁵.

Secondo parte della dottrina incomberebbe sul danneggiato provare che, a fronte di dati ed informazioni tra loro *ictu oculi* inconciliabili od anche di meri indizi idonei a segnalare la dubbia genuinità, l'agenzia non ha adottato tutti i comportamenti ragionevolmente esigibili e necessari allo scopo di verificarne l'effettiva e concreta attendibilità³⁴⁶.

Prima che il regolamento (UE) n. 462/2013 modificasse il regolamento CRAI, si riteneva che potessero venire in soccorso del danneggiante tutte quelle disposizioni normative che prevedevano obblighi di disclosure in capo al rater in ordine alle attività di verifica delle informazioni eventualmente effettuate ed in base alle quali il rating fosse stato emesso, evidenziandosi come la condotta tenuta dall'agenzia nell'assolvere a detti obblighi di verifica potesse esser utilizzata quale parametro per accertare se il rating fosse stato

³⁴⁴ G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2, 2013, pp. 79 – 80 il quale, con riferimento all'ipotesi della responsabilità civile cita G. ALPA, *La responsabilità oggettiva*, in *Contratto e Impresa*, 2005, pp. 959 ss.; P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, Giuffrè, 1961, *passim*.

³⁴⁵ Cfr. G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 340 – 341.

³⁴⁶ Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pp. 162 – 163; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., pp. 340 – 341.

*approntato in modo diligente*³⁴⁷.

Con la modifica intervenuta nel 2013, è stato inserito l'onere per l'agenzia di rating di astenersi dall'emettere (ovvero ritirare) il rating nell'ipotesi in cui «*la mancanza di dati affidabili o la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitino seri dubbi circa la capacità*» della stessa agenzia di emettere un rating credibile (cfr. allegato I, sezione D, parte I, paragrafo 4, al regolamento (CE) 1060/2009)³⁴⁸.

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

La nuova impostazione sull'onere ha ovviamente semplificato l'argomentazione, spesso utilizzata in dottrina, per la quale il *rater* non potesse esser chiamato a rispondere allorquando avesse ottenuto informazioni errate dall'emittente poiché lo stesso non avrebbe i poteri ispettivi riconosciuti, ad esempio, al revisore contabile.

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

Per cui si può concludere che, è il potere-dovere di *non emettere* il rating, per l'effetto *reputazionale* che porta con sé, pare essere molto più incisivo di qualsivoglia potere ispettivo eventualmente riconosciuto alle società di revisione.

Là dove l'agenzia di rating dovesse ritenere di avere necessità

³⁴⁷ Cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., p. 162; F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 462.

³⁴⁸ F. GRECO, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, cit., p. 1461.

di ulteriori informazioni ma ometta di richiederle ovvero, pur richiedendole non le ottenga ed ugualmente emetta il rating sulla base di informazioni “parziali”, la stessa deve ritenersi esposta al rischio di responsabilità nel caso in cui il rating, poi, si riveli errato.

DI AMATO³⁴⁹ individua i fattori determinanti di tale evoluzione non solo nella prospettiva di tutela degli investitori ma nell’affermazione del mercato globale che ha costretto gli operatori ad informare e ad essere informati per svelare la presenza propria e dei propri prodotti sul mercato; sia per differenziarsi attraverso la diffusione di informazioni dai concorrenti; sia per conseguire e conservare dati e notizie su partner e opportunità negoziali.

84. La sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835.

Una delle questioni che hanno maggiormente occupato la dottrina giuridica italiana che si è occupata delle CRA è rappresentata dall’interrogativo circa l’effettiva ammissibilità di una **loro responsabilità nel nostro ordinamento per la colposa diffusione di giudizi di rating errati.**

La risarcibilità del danno da rating era, come si è visto,

³⁴⁹ DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Napoli 2004, p. 9. Cfr. LOBUONO, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999, p. 7, secondo cui la vicenda dell’intermediazione finanziaria, intesa in senso lato, costituisce un fertile campo di sperimentazione del ruolo che nella composizione degli interessi in gioco e dei conflitti, rivestono regimi contrattuali, struttura dei soggetti, e organizzazione a sistema del settore. L’operazione ricostruttiva risulterebbe costantemente collegata al corrispondente contesto socio-economico sicché essa avrebbe, per un lungo tempo, preso in esame soprattutto le operazioni di pura intermediazione nell’esercizio del credito e alcune tipologie di servizi. DI GIOVANNI, *Le lettere di patronage*, Padova, 1984, p. 9 e ss. rileva come in questa attività tuttavia, spesso a causa di “una certa vischiosità del sistema di concetti utilizzato dai giuristi” di fronte ai rapporti economici di nuova creazione, si operi prevalentemente attraverso la frammentazione della fattispecie e la sua riconduzione a schemi noti, rischiando di trascurare nell’analisi il fenomeno nel suo complesso e quindi le sue particolarità. Nella stessa prospettiva sul tema delle lettere di patronage, già PROSPERETTI, *Profili sistematici delle lettere di gradimento*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1979, p. 71, aveva rilevato: “se le parti hanno utilizzato un particolarissimo strumento per raggiungere un risultato che già le ipotesi formulate dall’ordinamento consentono sostanzialmente di realizzare, evidentemente esse hanno voluto qualcosa di diverso dell’effetto proprio dell’ipotesi tipizzata”.

tutt'altro che pacifica nell'ordinamento che più degli altri aveva assistito allo sviluppo dei servizi di rating, ovvero l'ordinamento statunitense, e non vi erano né vi sono tuttora, nel nostro ordinamento, fattispecie di responsabilità che disciplinano in generale la responsabilità di coloro che diffondono informazioni inesatte, a differenza di quanto accade, ad esempio, nell'ordinamento tedesco³⁵⁰.

La sentenza del Tribunale di Roma del 17 gennaio 2012, n. 835, è stata una occasione di approfondimento del dibattito in quanto **ha risolto il problema della risarcibilità del danno da rating attingendo alle soluzioni raggiunte dalla maggioritaria giurisprudenza statunitense**³⁵¹, ed estendendo, pertanto, *anche al nostro ordinamento il principio iuris per cui, poiché i rating sono mere opinioni aventi ad oggetto accadimenti futuri non verificabili, non sarebbe ammissibile alcun risarcimento a ristoro del danno subito dall'investitore che, confidando nella bontà del giudizio di rating rivelatosi errato, abbia compiuto (o omesso di effettuare) scelte di investimento o disinvestimento.*

Il caso affrontato dal Tribunale aveva ad oggetto l'acquisto da parte di un investitore italiano di titoli della banca d'affari statunitense Lehman Brothers.

Tali obbligazioni in questione erano state inserite in una guida pratica predisposta e pubblicata da un consorzio di banche, al quale aderiva anche la banca che aveva collocato i titoli presso l'investitore, nell'*Elenco delle obbligazioni a basso rischio/rendimento*.

Le obbligazioni Lehman Brothers erano *state presentate a*

³⁵⁰ Il legislatore tedesco ha, infatti, codificato, la responsabilità da informazioni inesatte al § 676 BGB, che prevede la responsabilità di coloro che diffondono informazioni inesatte sulla base di un contratto o di un atto illecito. Sul punto cfr., anche per i riferimenti, M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, cit., 223 ss. In passato F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 540 s., ha rilevato l'insuccesso della tipizzazione della responsabilità da informazioni inesatte da parte del legislatore tedesco (e del legislatore portoghese, che dal primo ha preso spunto).

³⁵¹ Cfr. F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 486.

basso rischio/rendimento a causa delle classificazioni fatte dall'agenzie di rating Moody's e Standard & Poor's che avevano assegnato al medesimo rating molto alto, superiori alla soglia dell'investment grade.

Solo il 15 settembre 2008, data in cui fu annunciato l'avvio della procedura fallimentare di Lehman Brothers, fu revisionato dalle CRA il giudizio di rating precedentemente portandolo a CCC, giudizio che segnalava la prossimità al fallimento della banca.

L'investitore, ritenendo che l'errato giudizio di rating avesse indotto in errore i risparmiatori, aveva dunque in giudizio per il risarcimento del danno.

Ebbene, in quell'occasione il Tribunale di Roma ha statuito che *le agenzie di rating non formulano raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli, ma emettono semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data.*

Dunque, *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*³⁵².

Si tratta, per vero, di una sentenza significativa se si considera che essa assume una posizione diametralmente opposta, in punto di risarcibilità del danno da rating, rispetto a quella accolta dalla letteratura giuridica occupatasi del tema, la quale, sulla base di diverse argomentazioni, è invece sempre giunta ad affermare la risarcibilità del danno da rating nell'ordinamento italiano, sia pure entro certi limiti.

Ancora maggiore è la sorpresa se si considera che la prima proposta di regolamento europeo che ha contemplato l'introduzione, poi avvenuta, di una fattispecie di responsabilità

³⁵² Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. comm.*, 2013, II, 462, con nota di F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*; in *Danno e resp.*, 2013, 181, con nota di M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere.*

specifica per le agenzie di rating, risale al 15 novembre 2011 e quindi ben prima della citata sentenza del Tribunale di Roma.

In questo senso, dunque, la sentenza in esame rappresenta un deciso passo indietro rispetto all'elaborazione dottrinale e legislativa in atto, come confermato dall'introduzione, a distanza di poco più di un anno, del menzionato art. 35-bis.

Anche se la sentenza del Tribunale di Roma adotta una posizione insolita e, alla luce delle recenti novità legislative, e quindi destinata a rimanere isolata, consente, di evidenziare il problema della corretta qualificazione di giudizi di rating e del corretto inquadramento dogmatico dell'attività delle agenzie.

L'inammissibilità del risarcimento per il danno da rating è, infatti, fatta discendere dalla sua qualificazione in termini di mera «opinione» non azionabile in giudizio.

Una tale qualificazione pare, invero, parziale e non condivisibile, perché, pur costituendo anche un parere professionale, il giudizio di rating, non è mai riconducibile esclusivamente a una mera opinione, con tutto ciò che ne deriva in termini di affermazione positiva della responsabilità.

85. I doveri dell'agenzia di rating.

Prima di affrontare il regime probatorio da adottarsi nel giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia di rating, è necessario porre l'attenzione sugli elementi sostanziali dell'illecito asseritamente compiuto da quest'ultima a danno dell'investitore, soffermandosi sulle componenti della responsabilità aquiliana.

L'analisi deve partire dalla normativa europea e dal **codice di condotta IOSCO**, dal quale la prima prende le mosse, alla luce del fatto che la condotta illecita o, derivante da *inadempimento*, imputabile all'agenzia di rating è data dall'emissione di un giudizio non corretto a seguito del mancato rispetto dei doveri legislativamente ad essa imposti.

I doveri vanno distinti a seconda che imponga all'agenzia una determinata condotta a tutela degli interessi dell'emittente valutato, ovvero a tutela di interessi afferenti principalmente al pubblico degli investitori.

Tra i primi, si ricorda, **il dovere di riservatezza dell'agenzia di rating**, avente ad oggetto le informazioni sensibili che

l'emittente comunica all'agenzia nel corso del procedimento di elaborazione del giudizio; all'uopo è necessario ricordare l'art. 10, par. 2-bis, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013.

La disciplina europea prevede, tuttavia, un più generale dovere di riservatezza nei confronti di ogni persona fisica della quale l'agenzia curi il trattamento dei dati personali. Più nello specifico, il considerando (36) del Regolamento CE n. 1060/2009 ricorda il dovere dell'agenzia di tutelare il diritto alla vita privata delle persone fisiche i cui dati personali vengono trattati ai sensi della direttiva 95/46/CE³⁵³.

Sotto tale punto di vista si comprendono appieno le prescrizioni europee che richiedono all'agenzia di rating di predisporre tutte le misure necessarie a prevenire abusi, furti e l'eventuale sottrazione di documenti riservati da parte degli analisti di rating, del proprio personale dipendente e di tutti coloro che in concreto si occupano della formazione dei giudizi³⁵⁴.

Tra i secondi, si ricorda il **dovere di indipendenza dell'agenzia, il dovere di predisposizione da parte della medesima di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati, il dovere di accuratezza nello svolgimento dell'attività di rating, il dovere di professionalità e competenza e, infine, il dovere di trasparenza.**

Sono di doveri di portata generale orientati alla tutela degli investitori e del buon funzionamento del mercato, la cui violazione dà luogo senza dubbio a responsabilità civile nei confronti dei primi, ma anche a una responsabilità c.d.

³⁵³Si vedano anche le regole in materia di riservatezza contenute nello *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, ossia nei principi elaborati dall'organizzazione internazionale IOSCO nel 2003 (disponibili per la consultazione su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>), che al punto n. 4 affrontano proprio il tema dell'obbligo di riservatezza sulle informazioni confidenziali comunicate dall'emittente all'agenzia di rating; nonché le regole in materia di riservatezza contenute al punto n. 3, sezione B, del successivo codice di condotta IOSCO, elaborato dalla medesima organizzazione a seguito dell'emanazione dei principi (consultabile su <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>).

³⁵⁴Cfr. allegato I, sez. C, n. 3, al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013; e l'allegato III, sez. I, nn. 29 e ss., al Regolamento CE n. 1060/2009.

amministrativa, secondo le prescrizioni di cui al Titolo IV, Capo I, del Regolamento CE n. 1060/2009, come in seguito modificato.

I doveri in questione sono poi declinati dalla disciplina europea in prescrizioni puntuali e micro-doveri e, seppure senza alcuna forza cogente, anche dal codice IOSCO, al quale la disciplina europea più volte ricordata si è, peraltro, ispirata, al fine di assicurare il rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale che dovrebbero informare lo svolgimento dell'attività di rating³⁵⁵.

86. Il dovere d'indipendenza.

La disciplina europea riconosce ampio spazio al dovere d'indipendenza e oggettività nello svolgimento dell'attività di rating come si coglie già dall'esame del considerando (1) del Regolamento CE n. 1060/2009 e del considerando (32) del Regolamento UE n. 462/2013, così come alle regole in materia di conflitto di interessi volte a salvaguardare l'autonomia di giudizio dell'agenzia di rating

Nel disegno del legislatore europeo, il dovere d'indipendenza, si presente sia un insieme di prescrizioni al cui rispetto è tenuta l'agenzia di rating sia quale obiettivo fondamentale della regolazione di settore, alla luce delle conseguenze negative per il buon funzionamento dei mercati che possono essere determinate dal cattivo e parziale svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito.

Pervero, uno dei problemi principali che le istituzioni europee e statunitensi³⁵⁶ avevano posto in risalto all'indomani della

³⁵⁵Cfr. considerando (1), Regolamento CE n. 1060/2009 e l'art. 1 del Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. In argomento si veda anche la nota illustrativa alla proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che sottolinea l'importanza degli obiettivi di indipendenza, trasparenza e qualità del rating, disponibile su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>.

³⁵⁶Al riguardo si vedano la proposta di regolamento del 15 novembre 2011, la nota illustrativa alla medesima proposta e il documento di lavoro della commissione del 15 novembre 2011, contenente la sintesi della valutazione d'impatto che accompagnava la proposta di regolamento, disponibili su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>. si veda inoltre il Regolamento UE n. 462/2013, specie nella

crisi finanziaria scatenata dal default dei mutui subprime era proprio la carenza di indipendenza delle agenzie di rating operanti a livello globale: i conflitti di interesse e gli stretti legami economici che congiungevano le agenzie di rating e gli emittenti, specie in occasione delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti, erano stati la ragione per la quale uno svolgimento non indipendente e obiettivo dell'attività di rating aveva in concreto portato alla diffusione di rating errati e parziali, con pesanti ripercussioni sul funzionamento dei mercati.

L'obiettivo generale è quello di assicurare l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e conseguentemente la qualità dei loro rating come pure di rafforzare la fiducia degli investitori nel funzionamento generale dei mercati finanziari.

Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies - The Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions pubblicato a dicembre 2004, fa le seguenti raccomandazioni: CRA INDEPENDENCE AND AVOIDANCE OF CONFLICTS OF INTEREST

2.1 The CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant.

2.2 The CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.

2.3 The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.

2.4 The credit rating a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of or potential for a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence

parte relativa ai considerando. Il problema dei conflitti di interesse è evidenziato anche nella *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, (2010/2301 (INI)), 8 giugno 2011, disponibile sul sito <http://www.europarl.europa.eu>; e nel *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eurlex.europa.eu>.

of such a relationship.

2.5 The CRA should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses that may present a conflict of interest. The CRA should ensure that ancillary business operations which do not necessarily present conflicts of interest with the CRA's rating business have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise.

La pressione degli azionisti sulle agenzie di rating del credito è potenzialmente in grado di comprometterne l'indipendenza, nei casi in cui un'agenzia di rating del credito valuta i propri azionisti o strumenti finanziari emessi dagli azionisti.

Questo aspetto è attenuato da disposizioni che limitano la partecipazione azionaria, assicurando l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e la qualità dei loro rating.

L'applicazione pratica di tali disposizioni, tuttavia, resta poco chiara in quanto attualmente a livello europeo non vi è una definizione comune del termine *azionista*.

L'indipendenza è quindi un primario obiettivo della regolazione di settore anche alla luce dello strutturale problema di conflitto di interessi originato dall'adozione del modello *issuer-pays* per la remunerazione dei servizi di valutazione del merito di credito che, attraverso ripetuti interventi normativi, ha assunto una innegabile centralità nella disciplina europea del rating e costituisce oggi l'oggetto di un vero e proprio dovere in capo alle agenzie, operante congiuntamente con il dovere di predisporre e mantenere assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati, proprio in ragione del fatto che la predisposizione di assetti adeguati è volta, tra l'altro, anche alla prevenzione, gestione e eliminazione dei conflitti di interesse che minano l'indipendenza delle agenzie.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede una serie di requisiti in materia di conoscenze, competenze e condotta degli analisti di rating e degli altri dipendenti delle agenzie di rating del credito coinvolti nella procedura di rating.

Istituendo un meccanismo di rotazione graduale di tale personale è possibile garantire l'indipendenza dei rating.

D'altro canto la rotazione del personale potrebbe causare un

aumento dei costi di trasferimento di un analista a un altro portafoglio.

È sicuramente la struttura organizzativa, amministrativa e di controllo della società di rating a dover garantire le condizioni per lo svolgimento dell'attività di rating in maniera obiettiva e indipendente.

Alla luce di quanto precede, le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di governance sembrano essere prevalentemente di tipo preventivo, apportando nel contempo un importante contributo per garantire l'indipendenza delle agenzie di rating del credito. Sebbene secondo il parere tecnico dell'ESMA alcune disposizioni possano comportare costi di attuazione per le agenzie di rating del credito, in quanto impongono modifiche dei sistemi IT, della formazione, delle procedure legali e di conformità, ci si attende che il recente quadro sulla governance delle agenzie di rating del credito apporti globalmente benefici sul lungo termine.

L'indipendenza deve, infatti, essere assicurata anche a livello del personale, anche non dipendente, che collabora e opera all'interno dell'organizzazione stessa.

Quanto ai rapporti tra agenzie ed emittenti nella fase precedente l'emissione degli strumenti finanziari strutturati, è stato rilevato che la prassi di verificare continuamente il rating potenziale nel corso della strutturazione dei prodotti ha dato luogo, in sostanza, a forme mascherate di consulenza, con conseguente compromissione dell'indipendenza di giudizio delle agenzie, le quali sembrano aver rinunciato, in varie occasioni, a una rigorosa applicazione dei propri modelli di valutazione concedendo giudizi migliori di quelli che tali modelli avrebbero prodotto

Per quanto riguarda l'indipendenza dell'organizzazione societaria globalmente intesa, il legislatore europeo prevede, in via generale, il dovere di prevenire, individuare, eliminare se possibile o, alternativamente, gestire, e di comunicare al pubblico i conflitti di interesse esistenti come si evince dai considerando (26) e (27) del Regolamento CE n. 1060/2009.

In particolare, l'art. 6, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, **richiede espressamente l'adozione delle misure necessarie a garantire**

che i giudizi di rating e gli *outlook* non siano in alcun modo influenzati da conflitti di interesse esistenti o potenziali o da relazioni economiche o d'affari in grado di compromettere l'indipendenza dell'agenzia e che la prevenzione dei conflitti di interesse venga attuata sia avendo riguardo all'organizzazione societaria complessivamente intesa, sia avendo riguardo all'attività professionale svolta dai manager della società, dagli analisti di rating e dai dipendenti, sia, infine, avendo riguardo anche alla posizione degli azionisti e dei componenti della compagine sociale³⁵⁷.

Al suo interno sono previsti dei requisiti organizzativi³⁵⁸ che si aggiungono anche dei requisiti operativi che disciplinano, in maniera puntuale, le diverse declinazioni del dovere di indipendenza nell'espletamento dei servizi di rating³⁵⁹.

Tra le altre cose, la recente crisi finanziaria ha messo in rilievo le problematiche riguardanti la qualità e l'indipendenza dei rating del credito.

In particolare sussistevano preoccupazioni riguardo a possibili conflitti di interessi tra emittenti e agenzie di rating del credito dovute al modello di remunerazione "issuer pays" e ai rapporti forti e di lunga durata con gli emittenti.

Oltre a ciò, si registravano preoccupazioni in merito all'indipendenza delle agenzie di rating del credito nel fornire un rating a strumenti emessi da loro azionisti come pure in merito all'indipendenza e alle qualifiche degli analisti di rating.

In seguito alla crisi finanziaria, inoltre, occorre rafforzare la trasparenza dei prodotti finanziari strutturati, al fine di consentire agli investitori di svolgere una propria valutazione del merito di credito di questi prodotti complessi.

Per affrontare tali questioni, nell'ultima revisione del regolamento sulle agenzie di rating del credito sono state introdotte varie disposizioni in materia di conflitto di interessi

³⁵⁷Al riguardo si veda altresì l'infrazione prevista dall'allegato III, sezione I, n. 4, al Regolamento CE n. 1060/2009, secondo la quale l'agenzia di rating risulta inadempiente rispetto alle prescrizioni della normativa europea qualora non garantisce che i suoi interessi economici non mettano a repentaglio l'indipendenza e l'accuratezza dell'attività di rating.

³⁵⁸Cfr. sezione A, allegato I, al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificata dal Regolamento UE n. 513/2011.

³⁵⁹Cfr. sezione B, 1060/2009, come successivamente modificata.

(1), strumenti finanziari strutturati (2) e modelli di remunerazione (3). La presente sezione intende esaminare se tali disposizioni sono efficaci o se sono necessari ulteriori miglioramenti.

L'identificazione, eliminazione o gestione e la comunicazione al pubblico dei conflitti di interesse effettivi o potenziali che potrebbero minare l'obiettività delle analisi e delle valutazioni degli analisti di rating, dei dipendenti e di ogni altra persona fisica i cui servizi sono a disposizione o sotto il controllo dell'agenzia di rating (poiché ad esempio partecipa all'elaborazione dei giudizi o è incaricata della loro approvazione), viene, dunque, attuata, tra l'altro, esigendo la trasparenza dei nomi dei clienti dai quale proviene una parte consistente del fatturato e prevedendo dei casi in cui è presunta l'esistenza di un conflitto di interesse potenziale, con la conseguenza che, in tali ipotesi, l'agenzia di rating ha l'obbligo di astenersi dall'emissione del giudizio, ovvero ha un obbligo di trasparenza qualora il rating sia già stato emesso.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede varie disposizioni che trattano la prevenzione e la gestione di situazioni di conflitto di interessi.

L'obiettivo generale è quello di assicurare l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e conseguentemente la qualità dei loro rating come pure di rafforzare la fiducia degli investitori nel funzionamento generale dei mercati finanziari.

Quanto, infine, al livello di trasparenza degli emittenti, è recente la notizia dell'apertura di un'indagine da parte del procuratore generale di New York a carico di otto grandi banche per la comunicazione di false informazioni alle agenzie di rating in sede di strutturazione di prodotti finanziari aventi come sottostante mutui di cui esse erano *originator*.

Sono altresì previsti limiti allo svolgimento di servizi ausiliari, come i servizi di consulenza, e un generale dovere di documentazione dell'attività svolta.³⁶⁰

Ai requisiti operativi anzidetti si aggiungono, infine, dettagliate prescrizioni volte a garantire l'indipendenza degli analisti di rating e di coloro che partecipano all'elaborazione

³⁶⁰Cfr. nn. 1, 2, 3, 4, 7, sezione B, allegato I, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013.

dei giudizi, attraverso le quali si prevedono limiti alle operazioni che tali soggetti possono effettuare sui titoli dell'emittente da loro valutato, salvi i casi di risparmio gestito; obblighi di astensione da parte di tali soggetti dal partecipare all'attività di rating nel caso in cui essi detengano interessi di natura economica o patrimoniale nell'entità da valutare, come ad esempio nel caso in cui essi possiedano strumenti finanziari emessi dall'entità valutata; limiti all'assunzione di incarichi lavorativi e professionali nell'entità valutata; obblighi di rotazione degli analisti e del personale deputato ad approvare i giudizi di rating³⁶¹; e il divieto per tali soggetti di presentare proposte o raccomandazioni in ordine alla struttura di strumenti finanziari strutturati in merito ai quali ci si attende che l'agenzia di rating emetta un giudizio di rating³⁶².

A favorire l'indipendenza delle persone fisiche che a vario titolo collaborano e prestano la propria attività professionale in seno all'agenzia di rating dovrebbe, infine, *contribuire anche il dovere dell'agenzia di rating di organizzare canali di comunicazione o reportistica adeguati³⁶³.*

In definitiva, quale ultimo intervento normativo di rilievo in materia di indipendenza delle agenzie di rating operanti sui mercati finanziari europei, si ricorda la recente introduzione, ad opera del Regolamento UE n. 462/2013, dell'obbligo di rotazione delle agenzie di rating per la valutazione del merito di credito delle operazioni di ricartolarizzazione dei crediti, in occasione delle quali il rischio dei conflitti di interesse si è mostrato, in passato, particolarmente marcato (cfr. art. 6-ter).

87. Il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati.

Il Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies the Technical Committee of The International Organization of Securities Commissions pubblicato a dicembre 2004, fa le seguenti raccomandazioni: Quality of

³⁶¹Cfr. nn. 1, 2, 7, 8, sezione C, allegato I, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal

Regolamento UE n. 462/2013.

³⁶²Cfr. allegato III, sezione I, n. 24, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁶³Cfr. allegato III, sezione I, n. 25, al Regolamento CE n. 1060/2009.

the Rating Process

1.1 The CRA should adopt, implement and enforce written procedures to ensure that the opinions it disseminates are based on a thorough analysis of all information known to the CRA that is relevant to its analysis according to the CRA's published rating methodology.

1.2 The CRA should use rating methodologies that are rigorous, systematic, and, where possible, result in ratings that can be subjected to some form of objective validation based on historical experience.

1.3 In assessing an issuer's creditworthiness, analysts involved in the preparation or review of any rating action should use methodologies established by the CRA. Analysts should apply a given methodology in consistent manner, as determined by the CRA.

1.4 Credit ratings should be assigned by the CRA and not by any individual analyst employed by the CRA; ratings should reflect all information known, and believed to be relevant, to the CRA, consistent with its published methodology; and the CRA should use people who, individually or collectively have appropriate knowledge and experience in developing aerating opinion for the type of credit being applied.

1.5 The CRA should maintain internal records to support its credit opinions for reasonable period of time or in accordance with applicable law.

1.6 The CRA and its analysts should take steps to avoid issuing any credit analyses or reports that contain misrepresentations or are otherwise misleading as to the general creditworthiness of an issuer or obligation.

1.7 The CRA should ensure that it has and devotes sufficient resources to carryout high-quality credit assessments of all obligations and issuers it rates. When deciding whether to rate or continue rating an obligation or issuer, its skill sets to make a proper rating assessment, and whether its personnel likely will have access to sufficient information needed in order make such an assessment.

1.8 The CRA should structure its rating teams to promote continuity and avoid bias in the rating process.

Inoltre pone Procedures and Policies:

2.6 The CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses the CRA makes or the judgment and analyses of the individuals the CRA employs who have an influence on ratings decisions. The CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.

2.7 The CRA's disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.

2.8 The CRA should disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities. Where a CRA receives from a rated entity compensation unrelated to its ratings service, such as compensation for consulting services, the CRA should disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees the CRA receives from the entity for ratings services.

2.9 The CRA and its employees should not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with the CRA's rating activities.

2.10 In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to the CRA, the CRA should use different employees to conduct its rating actions than those employees involved in its oversight issues.

Come si evince dalla disciplina europea, il **dovere di indipendenza** acquista, **con il Regolamento UE n. 462/2013**, una sempre maggiore centralità e si chiarisce, in maniera più decisa, l'importanza di mettere l'organizzazione aziendale a servizio dell'indipendenza e dell'obiettività di giudizio dell'agenzia di rating.

Infatti, il considerando (8) del regolamento richiamato, chiarisce: ... Di conseguenza, l'indipendenza e l'integrità delle agenzie stesse e delle loro attività di rating del credito sono di particolare importanza per garantirne la credibilità nei confronti degli operatori del mercato, in particolare degli investitori e degli altri utilizzatori dei rating del credito.

Il regolamento (CE) n. 1060/2009 stabilisce che le agenzie di

rating del credito debbano essere registrate e soggette a vigilanza in ragione del considerevole impatto dei loro servizi sull'interesse pubblico.

I rating del credito, a differenza delle ricerche e raccomandazioni in materia di investimenti, non sono mere opinioni in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria.

Le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti.

I rating del credito hanno valore regolamentare per gli investitori soggetti a regolamentazione, quali gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e altri investitori istituzionali.

Benché si stiano riducendo gli incentivi all'eccessivo affidamento ai rating del credito, questi ultimi condizionano tuttora le scelte di investimento, in particolare a causa di asimmetrie informative e per obiettivi di efficienza.

In un tale contesto le agenzie di rating del credito devono essere indipendenti e percepite come tali dagli operatori del mercato e le loro metodologie di rating devono essere trasparenti e percepite come tali.,

Ma non solo, prosegue al considerando (10): Il regolamento (CE) n. 1060/2009 ha già introdotto una prima serie di misure finalizzate ad affrontare la questione dell'indipendenza e dell'integrità delle agenzie di rating del credito e delle loro attività di rating del credito.

Gli obiettivi di garantire l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e di rilevare, gestire e, nel limite del possibile, evitare ogni potenziale conflitto d'interesse sono già alla base di diverse disposizioni del suddetto regolamento.

La scelta e la remunerazione delle agenzie di rating del credito da parte dell'entità valutata (modello *issuer-pays*) comportano intrinsecamente dei conflitti di interesse.

Tale modello incentiva le agenzie di rating del credito ad emettere rating del credito compiacenti sull'emittente al fine di assicurarsi una relazione d'affari duratura al fine di garantire introiti o al fine di procurarsi attività ed introiti supplementari.

Inoltre, le relazioni tra gli azionisti di agenzie di rating e le entità valutate possono generare conflitti di interesse non considerati a sufficienza dalla normativa in vigore.

Di conseguenza, i rating del credito emessi secondo il modello «issuer-pays» potrebbero essere percepiti come orientati verso gli interessi dell'emittente piuttosto che volti a fornire informazioni necessarie all'investitore.

È fondamentale che siano rafforzate le condizioni in materia di indipendenza che si applicano alle agenzie di rating del credito al fine di aumentare il livello di credibilità dei rating del credito emessi nel quadro del suddetto modello.

L'organizzazione aziendale serve sicuramente a perseguire gli scopi accennati tanto per cui è senz'altro **possibile individuare un più generale dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati**, posto in funzione di un più generale obiettivo di correttezza gestionale che, a più riprese, ha accompagnato quello di indipendenza nell'ottica del legislatore europeo.

L'obiettivo di stabilità dei mercati finanziari e rischio sistemico derivanti da una negligente attività di rating che hanno guidato gli interventi di riforma dal 2009 ad oggi, è ancora al centro dell'attenzione.

Sono proprio tali preoccupazioni che portano a valutare il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati con una certa autonomia rispetto al dovere di indipendenza e che spingono ad attribuire rinnovata importanza alla correttezza gestionale di un intermediario quale l'agenzia di rating, la cui attività, al pari dell'attività bancaria, è in grado di avere importanti riflessi sulla stabilità dei mercati finanziari.

Se il codice IOSCO inizialmente si soffermava esclusivamente sulla previsione del dovere dell'agenzia di rating di curare l'adeguatezza, anche numerica, del personale deputato a fornire le valutazioni sul merito di credito, già il Regolamento CE n. 1060/2009 ha adottato, al riguardo, un maggior grado di dettaglio nel cercare, attraverso la previsione di requisiti organizzativi puntuali e stringenti, di garantire la correttezza gestionale delle società di rating.

Vengono, dunque, fin da subito in rilievo l'importanza di predisporre adeguati ed efficaci meccanismi di controllo

interno³⁶⁴, unitamente a solidi meccanismi di *governance* societaria³⁶⁵, e il dovere di *allocare risorse umane e finanziarie adeguate all'emissione, al monitoraggio e all'aggiornamento dei giudizi di rating*³⁶⁶, e, più in generale, il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi e di sorveglianza adeguati a garantire il buon governo dell'agenzia di rating.

L'agenzia di rating deve dotarsi obbligatoriamente di un consiglio di amministrazione responsabile della identificazione, gestione e trasparenza dei conflitti di interesse.

L'organizzazione societaria, guidata dall'organo amministrativo collegiale, deve essere strumentale all'indipendenza dell'agenzia e all'accuratezza dell'attività svolta e, a tal fine, sono previsti requisiti di indipendenza e competenza anzitutto dei componenti del consiglio di amministrazione.

Un terzo degli amministratori (e comunque almeno due di essi) deve essere indipendente e non deve essere coinvolto in alcun modo nello svolgimento dell'attività di rating.

La retribuzione degli amministratori indipendenti non deve essere parametrata ai risultati economici dell'agenzia e il loro incarico, per un periodo massimo di **cinque anni non rinnovabile**: detto incarico potrà interrompersi esclusivamente in caso di condotta scorretta o scarso rendimento professionale.

La maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza) deve essere in possesso di sufficienti conoscenze in materia di servizi finanziari e, se l'agenzia di rating si occupa della valutazione di prodotti finanziari strutturati, è necessario che almeno un membro del consiglio di amministrazione e un membro indipendente del medesimo possiedano conoscenze approfondite ed esperienze ad alto livello nei mercati degli strumenti finanziari strutturati.

Agli amministratori indipendenti sono attribuiti

³⁶⁴Cfr. art. 6, par. 4, del Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, e il considerando (22) di quest'ultimo regolamento. In questo senso si esprimeva già il considerando (26) del Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁶⁵Considerando (28), Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁶⁶Considerando (31), Regolamento CE n. 1060/2009.

principalmente compiti di controllo (sulla politica di rating del credito adottata dall'agenzia, sulle metodologie utilizzate nell'elaborazione delle valutazioni, sull'efficacia del sistema di controllo interno della qualità, sull'efficacia delle misure adottate in materia di conflitti di interesse, sulle procedure di *governance* e *compliance* predisposte dall'agenzia) e di consulenza, attraverso la predisposizione di pareri su alcune materie sottoposte al loro controllo³⁶⁷.

Il perseguimento *dell'obiettivo di correttezza gestionale e la predisposizione di procedure amministrative e contabili solide e di adeguati meccanismi di controllo interno*³⁶⁸ richiede, poi, *l'istituzione di una funzione di compliance indipendente deputata a monitorare l'adempimento da parte dell'agenzia degli obblighi derivanti dalla normativa europea, la documentazione dei fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia di rating, l'istituzione di una funzione di revisione deputata a controllare periodicamente le metodologie, i modelli e le ipotesi principali alla base dei giudizi di rating e l'adozione di adeguati meccanismi organizzativi per il controllo e la valutazione dell'efficacia delle procedure di controllo interno e delle altre procedure*³⁶⁹.

Il venir meno ai doveri organizzativi sopra menzionati comporta altrettante ipotesi di infrazione o inadempimento dell'agenzia di rating, alle quali, in presenza di un giudizio di rating inesatto, potrebbe essere, a seconda dei casi, ricollegata una responsabilità civile nei confronti degli investitori³⁷⁰.

88. Il dovere di accuratezza.

Come si legge nel considerando (7) del Reg. 432/2013: La rilevanza delle prospettive di rating per investitori ed emittenti e

³⁶⁷Cfr. nn. 1, 2 e 3 della sezione A dell'allegato I al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificata dal Regolamento UE n. 513/2011.

³⁶⁸Cfr. allegato I, sezione A, n. 4, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁶⁹Cfr. allegato I, sezione A, nn. 5, 6, 7, 9, 10, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁷⁰Cfr. allegato III, al Regolamento CE n. 1060/2009. Dai nn. 6-11 della sezione I dell'allegato III è possibile evincere un più generale dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati. Altre ipotesi di infrazione rilevanti nella materia di cui trattasi sono enucleate, ad esempio, dai n. 12, 13 e 18 del medesimo allegato.

i loro effetti sui mercati sono analoghi a quelli dei rating del credito.

Pertanto, è opportuno che tutti i requisiti di cui al regolamento (CE) n. 1060/2009 che mirano a garantire l'accuratezza, la trasparenza e l'assenza di conflitti di interesse delle attività di rating si applichino anche alle prospettive di rating.

In base all'attuale prassi di vigilanza, una serie di disposizioni di tale regolamento si applicano anche alle prospettive di rating.

Il presente regolamento dovrebbe chiarire le regole e garantire la certezza del diritto introducendo una definizione di prospettive di rating e chiarendo quali siano le disposizioni specifiche che si applicano a queste ultime.

È opportuno che la definizione di prospettive di rating includa anche i giudizi relativi alla probabile evoluzione a breve termine di un rating del credito, comunemente nota come credit watch.

La responsabilità dell'agenzia di rating potrebbe discendere, dal venir meno al dovere di accuratezza nello svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito.

L'accuratezza dell'attività di rating, così come l'indipendenza e l'obiettività di giudizio, che ne costituiscono il presupposto, è indubbiamente assicurata dalla predisposizione di adeguati presidi organizzativi e operativi, dei quali si è appena detto.

Tuttavia, il fine di garantire la qualità e l'accuratezza dei giudizi di rating e, di preservare la loro funzione informativa a beneficio degli investitori, è raggiunto attraverso la previsione di tutta una serie di prescrizioni attinenti, più specificamente, la qualità e il contenuto dell'attività di valutazione del merito di credito.

Il riferimento è a doveri puntuali che la normativa europea pone in capo alle agenzie di rating al fine di assicurare la qualità delle loro valutazioni.

Tali doveri consistono, principalmente, (i) nella predisposizione di procedure di valutazione e di metodologie di rating adeguate; (ii) nel rispetto delle metodologie di rating approvate dall'agenzia; (iii) nella revisione delle metodologie di rating se inadeguate o in caso di evoluzione e miglioramento

delle best practice di settore (in particolare in caso di innovazioni nel campo dell'analisi finanziaria); (iv) nel dovere delle agenzie di rating «di agire informate» e nel corrispondente

dovere di diniego del rating nel caso in cui non siano disponibili tutte le informazioni necessarie a pervenire ad un giudizio accurato; (v) nel dovere di selezione di fonti informative affidabili; (vi) nel dovere di monitoraggio costante dei rating già emessi e di aggiornamento in caso di variazioni nel merito di credito; (vii) nel dovere di tempestività nell'emissione dei giudizi e nella loro revisione ; (viii) nel dovere di correzione di eventuali errori³⁷¹ e, infine, (ix) nel dovere di puntuale documentazione dell'attività di rating³⁷².

Deve tuttavia tenersi presente che il dovere di tempestività nella revisione e nell'aggiornamento dei giudizi di rating non può essere inteso in maniera assoluta e decontestualizzata, anche alla luce dei rapidi riflessi che il mutamento del rating può avere sul prezzo degli strumenti finanziari e delle conseguenze per la stabilità dei mercati finanziari che possono discendere da continue e repentine variazioni di prezzo.

Del resto, proprio in forza di tali esigenze, i giudizi di rating di solito hanno dichiaratamente un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, in relazione al quale occorre parametrare il dovere di tempestività.

Rilevanza centrale il dovere di predisposizione di metodologie di rating adeguate, in quanto, da un lato, l'elaborazione di tali metodologie costituisce la parte principale dell'attività originale e del know how specifico di ciascuna agenzia di rating e che, dall'altro, è proprio attraverso l'utilizzo tali metodologie che viene in concreto eseguita l'attività di valutazione del merito di credito.

Il modello di compensazione pay for performance prevede

³⁷¹Cfr. art. 8, par. 7, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. In argomento si vedano anche la proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che sottolinea la necessità di garantire una maggiore affidabilità delle metodologie e dei processi di rating anche attraverso la correzione degli errori, disponibile su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>; e il *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, che, parimenti, si sofferma sul dovere di correzione degli errori in capo alle agenzie di rating.

³⁷²Considerando (42), Regolamento CE n. 1060/2009.

che ciascuna agenzia di rating del credito paghi una percentuale fissa dei suoi redditi a un fondo comune, che viene poi versato all'agenzia di rating del credito con le migliori prestazioni: ciò costituisce un incentivo affinché le agenzie di rating del credito migliorino l'accuratezza dei loro rating, ma nel contempo può comportare delle incertezze per quanto riguarda l'efficacia del meccanismo di incentivi.

I rating del credito potrebbero altresì essere prodotti da organizzazioni senza scopo di lucro o potrebbero essere finanziati dai governi.

Il coinvolgimento dei governi nell'assegnazione delle agenzie di rating del credito agli emittenti potrebbe accrescere il rischio di segmentazione dei mercati su base nazionale e potrebbe altresì innescare conflitti di interessi all'interno del settore, specialmente per quanto concerne l'emissione di rating sovrani e sub sovrani.

È dunque essenziale comprendere cosa si deve intendere per metodologie di rating adeguate e definire, nel rispetto della discrezionalità e dell'originalità dell'attività professionale svolta dalle società di rating, quali siano i parametri con i quali valutare se le metodologie predisposte siano tali da assicurare un sufficiente grado di accuratezza dei giudizi.

L'adeguatezza delle metodologie di rating e delle procedure di valutazione del merito di credito deve essere valutata in base alla loro conformità alle best practice di settore e, più nello specifico, in base alla loro aderenza alle regole dell'analisi finanziaria.

La valutazione del merito di credito di emittenti e emissioni obbligazionarie richiede la conoscenza e l'applicazione di regole proprie della finanza aziendale e dell'analisi finanziaria che vengono normalmente utilizzate per la valutazione di investimenti in strumenti finanziari.

Nel rispetto del margine di flessibilità, anche alla luce della componente discrezionale delle valutazioni, è intuitivo che qualora le metodologie di rating si pongano in aperto contrasto rispetto alle regole dell'analisi finanziaria comunemente accettate dalla comunità scientifica, vi sarà sicuramente spazio per dubitare della loro effettiva adeguatezza.

Inoltre, come chiarisce lo stesso legislatore europeo,

*l'adeguatezza delle metodologie adottate richiede altresì che esse siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base della pertinente esperienza storica e di test retrospettivi*³⁷³.

È necessario per il mantenimento di elevanti standard di qualità dei giudizi di rating, *oltre al dovere di predisporre metodologie adeguate e di aggiornare e rivedere periodicamente le metodologie, i modelli e le ipotesi di base utilizzati dall'agenzia nelle proprie valutazioni*³⁷⁴, sono anche il dovere di diniego del rating (o di ritiro del rating esistente) *qualora non vi siano (o non persistano) le condizioni per il rilascio di un rating affidabile*³⁷⁵, che si verificano, ad esempio, quando *la complessità della struttura di un nuovo tipo di strumento finanziario o la qualità insoddisfacente delle informazioni disponibili suscitano seri dubbi circa la capacità dell'agenzia di rating del credito di emettere un rating credibile*³⁷⁶, e il dovere dell'agenzia di rating di emettere e pubblicare i propri giudizi e pareri sul merito di credito solamente nel caso in cui essa disponga di sufficienti informazioni in tal senso (si tratta del c.d. dovere di «agire informata», cui si faceva riferimento pocanzi)³⁷⁷.

L'art. 8, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, precisa ***che le agenzie di rating devono adottare e garantire l'applicazione di misure adeguate a fare in modo che i rating e gli out look siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni rilevanti disponibili e provenienti, ovviamente, da fonti affidabili.***

³⁷³Cfr. il considerando (23), Regolamento CE n. 1060/2009, e il considerando (27) del

Regolamento UE n. 462/2013. Depone nel senso dell'esistenza di un dovere di svolgimento dell'attività di rating in modo continuo e regolare anche l'ipotesi di infrazione prevista al n. 16 dell'allegato III, sezione I, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁷⁴Cfr. considerando (37), Regolamento CE n. 1060/2009 e l'ipotesi di infrazione prevista al n. 17 dell'allegato III, sezione I, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁷⁵Cfr. considerando (34), Regolamento CE n. 1060/2009 e l'ipotesi di infrazione prevista al n. 51 dell'allegato III, sezione I, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁷⁶Cfr. allegato I, sezione D, n. 4, al Regolamento CE n. 1060/2009.

³⁷⁷Cfr. considerando (35), Regolamento CE n. 1060/2009.

Inoltre, la citata norma prevede che le agenzie devono stabilire procedure interne per il monitoraggio continuativo dei giudizi; motivare le circostanze in base alle quali si è deciso di assegnare a degli strumenti finanziari strutturati un rating diverso rispetto al giudizio già emesso da un'altra agenzia; e che la modifica delle metodologie di rating, dei modelli e delle ipotesi principali sottostanti ai giudizi deve avvenire a seguito di una procedura di consultazione delle parti interessate.

Essenziale per una maggiore accuratezza, e, più precisamente, a una maggiore chiarezza nei confronti del pubblico dei giudizi di rating è infine il dovere di tempestività nella comunicazione dell'emissione o dell'abbandono di un rating.

89. Il dovere di professionalità e competenza.

La qualità dei giudizi di rating dipende, ovviamente, non soltanto dalla validità dei processi utilizzati per l'elaborazione dei giudizi ma anche, in larga misura, dalla professionalità e competenza di tutti coloro che a vario titolo prestano la loro attività in seno all'agenzia di rating.

Per tale ragione, al dovere di accuratezza si accompagna un vero e proprio dovere di professionalità e competenza in capo all'agenzia di rating. Come si è più volte ricordato, infatti, l'attività di valutazione del merito di credito è un'attività di natura professionale per la quale è richiesto a tutti coloro che ne prendono parte un elevato grado di competenza: mantenendo tale standard si facilita il rispetto del ricordato dovere di accuratezza nella formazione dei giudizi.

Per tale ragione, anche le regole organizzative e di selezione del personale, sia esso composto da analisti, manager, dirigenti o dipendenti che lavorano presso l'agenzia, sono poste al servizio del dovere di professionalità di quest'ultima.

Se inizialmente, come si ricordava, l'unica prescrizione in materia di organizzazione e di professionalità dell'agenzia di rating, era contenuta nel codice IOSCO e prevedeva, tra l'altro, l'adeguatezza anche numerica del personale deputato a fornire le valutazioni sul merito creditizio; con il Regolamento CE n. 1060/2009 e i successivi interventi normativi, oltre a sottolineare l'importanza di garantire la competenza e la professionalità di coloro che si occupano dell'attività di rating, si sono poste le basi

per una più competa disciplina in materia³⁷⁸.

Infatti, nel **Dossier 86/DN 16 gennaio 2012 del Senato della Repubblica**, si legge: Le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante nei mercati finanziari e devono essere disciplinate da un adeguato quadro giuridico.

Il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito¹ (qui di seguito "il regolamento sulle agenzie di rating del credito"), che è entrato pienamente applicazione il 7 dicembre 2010, impone alle agenzie di rating di rispettare norme di comportamento rigorose per attenuare possibili conflitti di interesse e garantire che i rating e il processo di rating siano di elevata qualità e sufficiente trasparenza. Le agenzie di rating esistenti hanno dovuto registrarsi e conformarsi ai requisiti stabiliti dal regolamento entro il 7 settembre 2010.

Il regolamento ribadisce la necessità che l'agenzia di rating si doti di personale adeguato e che quindi provveda all'allocazione di risorse umane e finanziarie adeguate alla valutazione dell'emissione e al monitoraggio e all'aggiornamento del rating³⁷⁹, aggiungendo, altresì, come già si accennava, l'obbligo per i membri del consiglio di amministrazione (o di sorveglianza) di essere in possesso di conoscenze in materia di servizi finanziari e, in taluni casi, di conoscenze specifiche in materia di strumenti finanziari strutturati.

Un'agenzia di rating del credito 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 e aggiornamento di rating.

L'art. 7, Regolamento 1060/2009, come modificato dal

³⁷⁸Al riguardo si ricorda che, sia prima dell'approvazione del Regolamento CE n. 1060/2009, sia successivamente ad essa, due diverse risoluzioni della 6° commissione permanente del Senato italiano (Finanze e Tesoro) sottolineavano la necessità di prevedere, nei futuri interventi normativi ancora da attuarsi a livello europeo, requisiti più stringenti per i dipendenti, ponendo un nuovo accento sul dovere di professionalità nello svolgimento dell'attività di rating (cfr. Risoluzione 6° commissione permanente Senato, (Finanze e Tesoro), rispettivamente del 26 marzo 2009 e 26 luglio 2010, disponibili su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>).

³⁷⁹Cfr. considerando (31), Regolamento CE n. 1060/2009.

Regolamento UE n.462/2013, ribadisce poi *il dovere di professionalità degli analisti di rating, dei dipendenti e delle altre persone fisiche che partecipano all'elaborazione dei giudizi, richiedendo che tali soggetti siano in possesso di conoscenze e competenze adeguate ai compiti svolti.*

È compito dell'agenzia quello di assicurare il rispetto dei menzionati criteri sia nella selezione e nell'assunzione del personale deputato a condurre l'attività di rating³⁸⁰ che nel conferimento di incarichi di tipo direttivo in seno all'organizzazione³⁸¹.

90. Il dovere di trasparenza.

È necessario che le agenzie di rating del credito stabiliscano opportune procedure di revisione periodica delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi di base utilizzati dall'agenzia di rating del credito, per garantire che riflettano adeguatamente le condizioni variabili dei mercati delle attività sottostanti.

Al fine di garantire la trasparenza, è opportuno che la comunicazione di qualsiasi modifica sostanziale alle metodologie e pratiche, alle procedure e ai processi utilizzati dall'agenzia di rating del credito avvenga prima della sua applicazione, salvo che condizioni di mercato estreme richiedano la modifica immediata del rating.

Per rafforzare la trasparenza dei rating del credito e contribuire alla tutela degli investitori, il CESR dovrebbe tenere un registro centrale nel quale siano conservate informazioni relative ai dati storici delle agenzie di rating del credito nonché informazioni sui rating emessi in passato.

Le agenzie di rating del credito dovrebbero trasmettere informazioni a tale registro in forma standardizzata.

Il CESR dovrebbe rendere pubbliche tali informazioni e pubblicare annualmente informazioni sintetiche sui principali sviluppi osservati.

³⁸⁰L'allegato III, sezione I, n. 27, al Regolamento CE n. 1060/2009, prevede un'ipotesi di infrazione qualora l'agenzia di rating non garantisca la professionalità dei propri analisti e dipendenti.

³⁸¹L'allegato III, sezione I, n. 5, al Regolamento CE n. 1060/2009, prevede un'esplicita ipotesi di infrazione nei casi in cui l'agenzia di rating venga meno al dovere di selezionare dirigenti di buona reputazione adeguata professionalità.

L'Art. 1 del Reg. (CE) N. 1060/2009 stabilisce: *Il presente regolamento introduce un'impostazione regolamentare comune per migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito, contribuendo alla qualità dei rating emessi nella Comunità contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori.*

Esso 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.

Non meno importante, specie ai fini della funzione informativa attribuita ai giudizi di rating ai fini del ruolo di intermediarie dell'informazione che le agenzie di rating svolgono (o dovrebbero svolgere) a beneficio del mercato, è, infine, l'ultimo dei macro-doveri sussistenti in capo alle medesime alla luce della disciplina europea, ossia il dovere di trasparenza nei confronti del pubblico.

Il **dovere di trasparenza**, nell'ottica della disciplina del mercato finanziario, si giustifica in ragione del fatto che esso consente agli investitori di compiere scelte di investimento maggiormente consapevoli e, pertanto, si pone l'obiettivo di consentire una maggiore autonomia dell'investitore nel valutare se sia ragionevole o meno affidarsi, in una scelta di investimento, al giudizio dell'agenzia di rating (con evidenti riflessi sotto il profilo della responsabilità, poiché, come si vedrà a breve, l'investitore è onerato della prova di essersi ragionevolmente affidato al rating).

Il reg. 462/2013 al considerando (1) chiarisce: Il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio (4) impone alle agenzie di rating del credito di rispettare le regole di condotta per attenuare possibili conflitti di interesse e di garantire che i rating del credito e il processo di rating siano di elevata qualità e sufficiente trasparenza.

In base alle modifiche introdotte con il regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio (5), l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) (AESFEM), istituita dal regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio (6), ha il

potere di registrare e di sottoporre a vigilanza le agenzie di rating del credito.

Il presente regolamento integra il quadro normativo in vigore per le agenzie di rating del credito.

Alcune delle questioni più importanti, quali i conflitti di interesse dovuti al cosiddetto modello «issuer-pays» e la pubblicazione di informazioni in merito agli strumenti finanziari strutturati, sono state affrontate e il quadro dovrà essere sottoposto a riesame una volta trascorso un termine ragionevole dalla sua entrata in vigore per verificare che lo stesso risolva completamente tali questioni.

Nel frattempo, l'attuale crisi del debito sovrano ha evidenziato la necessità di rivedere i requisiti di trasparenza e procedurali, nonché la tempistica di pubblicazione inerenti in modo specifico ai rating sovrani.

Il dovere di trasparenza che la normativa europea pone in capo alle agenzie ha anzitutto ad oggetto gli assetti proprietari, i conflitti di interesse, le metodologie di rating, i loro eventuali aggiornamenti e le principali regole organizzative che governano la società.

Le regole IOSCO quanto alla **Transparency and Timeliness of Ratings Disclosure stabilisce:**

3.1 The CRA should distribute in a timely manner its ratings decisions regarding the entities and securities it rates.

3.2 The CRA should publicly disclose its policies for distributing ratings, reports and updates.

3.3 The CRA should indicate with each of its ratings when the rating was last updated.

3.4 Except for “private ratings” provided only to the issuer, the CRA should disclose to the public, on a non-selective basis and free of charge, any rating regarding publicly issued securities, or public issuers themselves, as well as any subsequent decisions to discontinue such a rating, if the rating action is based in whole or in part on material non-public information.

3.5 The CRA should publish sufficient information about its procedures, methodologies and assumptions (including financial statement adjustments that deviate materially from those contained in the issuer’s published financial statements)

so that outside parties can understand how a rating was arrived at by the CRA. This information will include (but not be limited to) the meaning of each rating category and the definition of default or recovery, and the time horizon the CRA used when making a rating decision.

3.6 When issuing or revising a rating, the CRA should explain in its press releases and reports the key elements underlying the rating opinion.

3.7 Where feasible and appropriate, prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the issuer of the critical information and principal considerations upon which a rating will be based and afford the issuer an opportunity to clarify any likely factual misperceptions or other matters that the CRA would wish to be made aware of in order to produce an accurate rating. The CRA will duly evaluate the response. Where in particular circumstances the CRA has not informed the issuer prior to issuing or revising a rating, the CRA should inform the issuer as soon as practical thereafter and, generally, should explain the reason for the delay.

3.8 In order to promote transparency and to enable the market to best judge the performance of the ratings, the CRA, where possible, should publish sufficient information about the historical default rates of CRA rating categories and whether the default rates of these categories have changed over time, so that interested parties can understand the historical performance of each category and if and how rating categories have changed, and be able to draw quality comparisons among ratings given by different CRAs. If the nature of the rating or other circumstances make a historical default rate inappropriate, statistically invalid, or otherwise likely to mislead the users of the rating, the CRA should explain this.

3.9 For each rating, the CRA should disclose whether the issuer participated in the rating process. Each rating not initiated at the request of the issuer should be identified as such. The CRA should also disclose its policies and procedures regarding unsolicited ratings.

3.10 Because users of credit ratings rely on an existing awareness of CRA methodologies, practices, procedures and processes, the CRA should fully and publicly disclose any material modification to its methodologies and significant

practices, procedures, and processes. Where feasible and appropriate, disclosure of such material modifications should be made prior to their going into effect. The CRA should carefully consider the various uses of credit ratings before modifying its methodologies, practices procedures and processes.

La disclosure sugli assetti proprietari e sui conflitti di interesse deve riguardare, ad esempio, i nomi dei clienti dai quali proviene più del 5% del fatturato dell'agenzia di rating, l'esistenza e la natura di un conflitto di interesse potenziale che, secondo la valutazione del legislatore, in determinati casi espressamente individuati, potrebbe compromettere l'accuratezza di un rating precedentemente diffuso al mercato, l'elenco dei servizi ausiliari prestati dall'agenzia, quale sia la politica adottata in materia di pubblicazione del rating e delle informazioni collegate, e, infine, quali siano le regole in materia di retribuzione adottate dalla società³⁸².

Appaiono chiare anche le prescrizioni contenute nei regolamenti europei e nei loro allegati circa la trasparenza delle metodologie di rating.

La normativa europea richiede, di comunicare al pubblico quali sono le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzate nell'attività di rating; se sia avvenuta una loro eventuale revisione; quali siano i rischi riscontrati; quali siano le eventuali particolarità relative alle valutazioni sul merito di credito dei prodotti finanziari strutturati; e se vi siano (e quali siano) gli eventuali errori riscontrati nelle metodologie di rating o nella loro applicazione, qualora essi abbiano avuto un impatto sui giudizi³⁸³.

È richiesta inoltre la tempestiva comunicazione dell'avvenuta emissione di un giudizio di rating o del suo abbandono, unitamente ai motivi che ne siano alla base, così come la

³⁸²Cfr. il considerando (27), Regolamento CE n. 1060/2009; e i nn. 1, 2, 3, sezione B, allegato I al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013. Cfr. art. 11, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013. Si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento n. 1060/2009, come successivamente modificato.

³⁸³Cfr. gli art. 8 e 11, del Regolamento CE n. 1060/2009, come modificati dal Regolamento UE n. 462/2013; e i considerando (25), (37), (38), (40) del Regolamento CE n. 1060/2009. In argomento si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato.

*comunicazione al pubblico dell'eventuale natura unsolicited di un voto di rating*³⁸⁴.

A ciò si aggiungono le prescrizioni che richiedono *l'indicazione del nome e della funzione dell'analista principale di rating in una determinata attività di rating del credito e del nome e della posizione del responsabile principale della approvazione del rating o dell'outlook; l'indicazione delle principali fonti informative rilevanti utilizzate e del tipo di metodologia adoperata; la spiegazione del significato di ciascuna categoria di rating e della nozione di insolvenza utilizzata nella scala di valutazione adottata dall'agenzia; l'indicazione della data di emissione del rating e degli outlook e del loro ultimo aggiornamento; l'indicazione della natura strutturata degli strumenti valutati e della circostanza che questi siano stati valutati per la prima volta; l'indicazione dell'arco di tempo in cui si prevede la variazione del merito di credito e del conseguente voto di rating; la pubblicazione dei tassi storici di inadempimento; la comunicazione di informazioni «che illustrano le ipotesi, i parametri, i limiti, le incertezze riguardo ai modelli e alle metodologie di rating utilizzati, con le simulazioni di scenari di stress operate dall'agenzia di rating del credito al momento di stabilire i rating del credito» e di «informazioni sulle analisi dei flussi di cassa da essa stessa svolte o su altre analisi sulla base delle quali si fonda il suo giudizio e, nel caso, [di] indicazioni in merito a eventuali aspettative di variazione del rating del credito» in maniera chiara e facilmente comprensibile; l'indicazione delle modalità attraverso le quali l'agenzia ha eventualmente verificato le informazioni fornitele dall'entità valutata o da un terzo ad essa collegato e, infine, la spiegazione, nei comunicati stampa o nelle relazioni che accompagnano l'emissione dei giudizi, dei fattori fondamentali sottesi al rating e all'eventuale outlook*³⁸⁵.

Per quanto riguarda, invece, le regole organizzative è prevista, ad esempio, la comunicazione dell'eventuale adozione da parte dell'agenzia di un codice di condotta interno, ovvero l'avvenuta effettuazione di modifiche ai sistemi, alle risorse e alle

³⁸⁴Cfr. art. 10, Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n.462/2013.

³⁸⁵Cfr. allegato I, sezione D, al Regolamento CE n. 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013.

procedure interne³⁸⁶.

Come è evidente, dunque, gli obblighi di trasparenza in capo alle agenzie di rating sono estremamente pervasivi e coprono trasversalmente tutto lo spettro delle attività svolte, nonché la loro organizzazione, partendo dalla struttura interna e dall'eventuale sussistenza dei conflitti di interesse fino ad arrivare alle regole che presiedono alla valutazione del merito di credito e alla performance complessiva dell'agenzia nello svolgimento della propria attività, valutata attraverso i tassi di inadempimento³⁸⁷.

Lo strumento più importante dell'informazione è la c.d. **relazione di trasparenza** che, tra l'altro, contiene informazioni dettagliate sulla struttura giuridica e gli assetti proprietari della società, la descrizione dei meccanismi di controllo interno, le statistiche sull'allocazione del personale nei vari compiti, la descrizione *delle politiche di conservazione della documentazione, una serie di informazioni di natura finanziaria sull'agenzia, la politica di rotazione del management e degli analisti e una dichiarazione sulla governance societaria*³⁸⁸.

In definitiva, dunque, può dirsi che, oltre alla ovvia trasparenza su quali siano i giudizi di rating emessi, che a seguito delle modifiche introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013, avverrà anche attraverso la loro pubblicazione nella c.d. «piattaforma europea del rating» (cfr. art. 11-bis), *le regole sopra elencate, mediante la precisa individuazione di tutti gli obblighi di trasparenza e comunicazione gravanti in capo all'agenzia di rating, hanno l'obiettivo di migliorare l'intelligibilità e l'accessibilità del complesso di informazioni sottostanti ai giudizi, al fine di favorire l'assunzione di scelte di investimento maggiormente consapevoli da parte degli*

³⁸⁶Cfr. art. 11, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009. In argomento si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato.

³⁸⁷Il considerando (4) del Regolamento UE n. 462/2013 prevede al riguardo il dovere dell'agenzia di rating di informare il pubblico circa la probabilità di *default* dei rating del credito e delle prospettive di rating (*outlook*) basata sulle *performance* storiche.

³⁸⁸Cfr. gli artt. 11 e 12, Regolamento CE n. 1060/2009. Si veda anche l'allegato I, sezione E, al Regolamento CE n. 1060/2009, come successivamente modificato.

*investitori*³⁸⁹.

Si può dunque concludere, che la normativa europea pone in capo alle agenzie di rating operanti sui mercati finanziari europei un complesso di doveri che spaziano dal dovere di indipendenza e di predisposizione di assetti organizzativi adeguati, al dovere di accuratezza, professionalità, competenza e trasparenza nei confronti del mercato, al fine, principalmente, di consentire agli investitori di valutare autonomamente l'accuratezza e la qualità dei giudizi emessi e di decidere se affidarsi o meno a tali valutazioni.

Dalla violazione dei doveri sopraelencati, nelle loro diverse e puntuali specificazioni, discendono altrettante ipotesi di inadempimento dell'agenzia di rating, espressamente previste dall'allegato III al Regolamento 1060/2009, come modificato dal Regolamento UE n. 462/2013, ma comunque ricavabili dal complesso normativo esistente.

Tali infrazioni, unitamente all'inesattezza del giudizio di rating diffuso al mercato, sono, quindi, in grado di integrare il

³⁸⁹Cfr. il considerando (7), Regolamento n. 513/2011, e le indicazioni in materia di aumento della trasparenza contenute nella risoluzione della 6° commissione permanente del Senato italiano (Finanze e tesoro) e nel parere della 14° commissione permanente del Senato italiano (Politiche dell'Unione Europea) del 28 luglio 2010, consultabili su <http://www.senato.it/documenti/repository/dossier/affariinternazionali/2012/Dossier%2086DN.pdf>. Tali indicazioni sono state recepite nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che sottolineava l'importanza di garantire una maggiore trasparenza sul rating, specie degli strumenti finanziari strutturati, e illustrate nella relazione alla proposta pubblicata nella medesima data. Anche il Parlamento Europeo e la Banca Centrale Europea si erano espresse sulla necessità di garantire una maggiore trasparenza del processo di elaborazione dei giudizi di rating, rispettivamente nella *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future*, (2010/2301 (INI)), 8 giugno 2011, disponibile sul sito

<http://www.europarl.europa.eu>; e con il *Parere del 19 novembre 2010 in merito ad una proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 19 novembre 2010, disponibile su https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_33720101214it00010009.pdf. Infine, il Comitato Economico e Sociale Europeo, nel *Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, 2012/C 181/13, del 29 marzo 2012, disponibile su <http://eur-lex.europa.eu>, aveva espressamente suggerito una maggiore trasparenza delle metodologie di rating.

primo elemento costitutivo dell'illecito aquiliano, poiché costituiscono la condotta o il comportamento illecito produttivo del danno e determinano in negativo lo standard di diligenza attraverso il quale valutare la sussistenza del dolo o della colpa (grave) dell'agenzia di rating.

91. La diligenza dell'agenzia di rating.

È ora necessario affrontare le regole che presiedono alla determinazione dello standard di diligenza esigibile dalle agenzie di rating e alla definizione del contenuto dell'elemento soggettivo dell'illecito (i.e. del dolo e della colpa).

Come ricorda **FORCHIELLI**³⁹⁰, **posto che a perfezionare le fattispecie di illecito (contrattuale ed extracontrattuale) basta la sola colpa e che, in ogni caso, salvo quanto prevede, per il solo illecito contrattuale, l'art. 1225 c.c., gli effetti legali che discendono dall'illecito sono i medesimi sia in caso di dolo che in caso di colpa «è naturale che il discorso civilistico sull'elemento soggettivo verta quasi esclusivamente sulla colpa».**

Considerato, del resto, che il fine della presente ricerca è, principalmente, quello di individuare in quali casi possa ravvisarsi la responsabilità dell'agenzia di rating, la prospettiva dalla quale si muoverà nelle pagine successive sarà, inevitabilmente, quella di un'indagine sul contenuto di un'ipotizzabile condotta colposa dell'agenzia di rating, poiché è la presenza della colpa in capo a quest'ultima a delimitare i casi di responsabilità dai casi in cui la responsabilità non sussiste.

Come si è più volte ricordato, i giudizi di rating costituiscono il momento finale di una complessa valutazione del merito creditizio di un emittente o di uno strumento finanziario, condotta alla stregua di criteri e regole fissati dalle metodologie di rating, metodologie adottate da ciascuna agenzia e rese pubbliche.

Le metodologie di rating individuano le informazioni e i dati necessari all'emissione del giudizio e ne disciplinano le modalità di raccolta, interpretazione, analisi ed elaborazione da parte dei singoli analisti o gruppi di analisti, all'interno di un quadro

³⁹⁰ P. FORCHIELLI, Responsabilità civile, Padova, 1983, 34

normativo che ne impone il rispetto, l'aggiornamento e la revisione e che è volto, innanzitutto, a garantire il corretto svolgimento dell'attività di rating attraverso la predisposizione di presidi organizzativi, di meccanismi di gestione e valutazione dei rischi, di *compliance* e anche di procedimenti di identificazione, gestione e *disclosure* dei conflitti di interesse.

In un primo momento, dunque, ai fini di una valutazione in termini di diligenza dell'operato dell'agenzia di rating, viene in rilievo il rispetto delle norme europee in materia di organizzazione dell'agenzia di rating, composizione dei suoi organi e organismi, indipendenza, gestione dei conflitti di interesse e trasparenza.

A ciò si aggiunge l'indagine volta ad accertare il corretto svolgimento dell'attività valutativa che, come è facilmente immaginabile, si fonda, innanzitutto, sull'adeguatezza e sul rispetto delle metodologie di rating.

Non occorre soltanto l'adozione, la pubblicazione e la revisione periodica delle metodologie adottate, ma, come si è già accennato, il buon esito dell'attività di valutazione del merito di credito e la correttezza, sia pure relativa, del giudizio di rating, dipendono, in buona approssimazione, dalla validità e dalla correttezza della metodologia utilizzata, la quale deve rispecchiare le regole proprie del settore professionale di riferimento.

Nonostante non vi siano dei veri e propri principi di categoria espressamente riconosciuti, le regole generali che presiedono all'attività di valutazione del merito di credito sono, infatti, ben lontane dall'essere ignote al di fuori delle agenzie di rating, ***come, forse, erano in principio, quando la metodologia di rating era considerata parte fondamentale del know how di ciascuna agenzia e perciò del tutto segreta – posto che se ne servono in qualche misura anche altri soggetti, intermediari finanziari in primis, nell'ambito dell'attività loro propria***³⁹¹.

³⁹¹Un valore quantomeno orientativo, ai fini della valutazione della condotta dell'agenzia di rating, possono assumere le indicazioni contenute nei codici di condotta, come il Codice IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), denominato *Code of Conduct. Fundamentals for Credit Rating Agencies*, adottato nel 2004, quando ancora non vi era una disciplina dell'attività di rating né negli Stati Uniti né all'interno dell'Unione Europea, e rivisto successivamente nel maggio del 2008, nonostante le prescrizioni contenute in tale

Basti pensare, al riguardo, agli intermediari bancari che, secondo quanto prevede l'accordo di Basilea II, possono elaborare al proprio interno le valutazioni sul rischio di credito, al fine di ponderare i requisiti di capitale sulla scorta del rischio assunto con gli investimenti effettuati.

Si fa riferimento, in particolare, al fatto che dalla metà degli anni '90 del secolo scorso, al fine di valutare il rischio di credito di investimenti di natura finanziaria, accanto ai rating emessi dalle agenzie, sono correntemente utilizzate anche altre misure del merito di credito.

Si tratta dei c.d. rating impliciti, ossia desunti dai dati di mercato del debitore pubblicamente disponibili, e dei c.d. rating interni, emessi dalle banche con proprie metodologie, cui fa appunto riferimento l'accordo Basilea II.

Sono quindi note e utilizzate altre tecniche di valutazione del rischio di credito associato agli investimenti in titoli di debito.

Tuttavia, per ragioni di completezza si ricorda che i rating impliciti e i rating interni non sono perfettamente sovrapponibili e comparabili ai rating emessi dall'agenzie.

In particolare, i rating impliciti, calcolati, ad esempio, sulla base dei prezzi dei credit default swap, mostrano di essere meno affidabili dei rating delle agenzie per assumere decisioni di investimento non di brevissimo termine e generano molti falsi allarmi sull'eventuale default di alcuni emittenti, mentre i rating interni delle banche sono comunque elaborati sulla base di procedure che variano da banca a banca e, a differenza dei rating pubblicati dalle agenzie specializzate, sono basati prevalentemente su metodologie statistiche di natura oggettiva, che, per tale ragione, mostrano una minore lungimiranza e stabilità dei giudizi delle agenzie.

Occorre quindi determinare come la violazione delle prescrizioni contenute nella normativa europea, nelle metodologie di rating e nelle regole professionali di riferimento, e, più in generale, la violazione dei doveri sussistenti in capo alle agenzie di rating, debba essere inquadrata all'interno della teoria della colpa.

Come è noto, pur non trattandosi di una distinzione

codice non presentino il grado di dettaglio proprio, ad esempio, dei principi di revisione internazionali.

univocamente riconosciuta dalla dottrina civilistica, alla colpa derivante dalla violazione di leggi, regolamenti e altri atti ad essi equiparati, cui fa riferimento il terzo comma dell'art. 43 c.p., norma dell'ordinamento penale che fornisce una definizione di colpa sovente richiamata anche dalla dottrina civilistica, detta anche colpa «specificata» o «oggettiva», si affianca la c.d. colpa «generica» o «colpa-negligenza», riconducibile a situazioni in cui si riscontra il venir meno della dovuta perizia, prudenza e, appunto, diligenza .

CIAN³⁹², ritiene che l'art. 43 c.p. in ambito civilistico abbia una portata più esemplificativa che descrittiva del concetto di colpa, in quanto il contenuto della colpa deve comunque essere interpretato sulla scorta della tradizione dogmatica, dei principi giuridici generali, e del canone di diligenza fissato dall'art. 1176 c.c.

Da tale considerazione l'Autore fa derivare un ulteriore corollario, che sembrerebbe in contrasto con il tenore letterale dell'art. 43 c.p., rappresentato dal fatto che *l'osservanza o l'inosservanza delle norme di comportamento potranno rappresentare un indice assai rilevante per affermare la diligenza o, rispettivamente, la negligenza della condotta, ma non saranno mai assolutamente decisive per tale giudizio, potendosi sempre dimostrare che il comportamento prescritto era nel caso concreto inadeguato o addirittura pericoloso, oppure, nell'ipotesi inversa, che era assolutamente imprevedibile che dalla violazione della norma di condotta potesse derivare una lesione dell'altrui diritto.*

Ebbene, posto che nel primo caso è la semplice dimostrazione della violazione del precetto a integrare la colpa, una vera e propria indagine sul rispetto dei canoni di diligenza nello svolgimento della prestazione sarà, di regola, richiesta ogniqualvolta non si abbia a che fare con l'inosservanza di precise norme giuridiche.

FRANZONI, il quale ricorda che *per poter ragionare in termini di colpa propria, occorre che il divieto normativo sia vigente al momento del fatto; altrimenti occorre valutare se la condotta sia ugualmente illecita alla stregua della prevedibilità*

³⁹²CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, 187 s.

dell'evento, propria della colpa negligenza.

Per tale ragione, di colpa specifica dell'agenzia di rating con riferimento alle infrazioni previste dall'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009 si potrà parlare solamente se, nel momento in cui l'infrazione è stata compiuta, la norma giuridica era già in vigore. In caso contrario occorrerà valutare se la condotta dell'agenzia sia censurabile sotto il profilo della colpa generica, poiché comunque difforme dallo standard di diligenza che discenderebbe dall'applicazione al caso in esame dell'art. 1176, comma 2, c.c.

In questo senso, posto che la colpa altro non è che *la deficienza dello sforzo diligente dovuto nell'interesse altrui* e che essa si determina, quando non vi sia una puntuale violazione di una norma giuridica, mediante il raffronto tra la condotta in concreto tenuta e quella dovuta dal soggetto agente *secondo adeguati parametri sociali o professionali di condotta*³⁹³, il punto di partenza di ogni indagine in materia di responsabilità non può che attenere al fatto e alla sua rispondenza ai canoni sociali o professionali di riferimento.

Al riguardo, volendo applicare tali categorie alla materia di cui trattasi, si rammenta che non tutte le infrazioni enumerate dall'allegato III riguardano il corretto svolgimento del servizio di rating.

Alcune attengono, infatti, come si accennava pocanzi, alla corretta predisposizione di adeguati presidi organizzativi e di controllo e alla identificazione e gestione dei conflitti di interesse.

In tali ipotesi risulta senza dubbio più agevole dimostrare la colpa dell'agenzia, poiché essa discende dalla semplice inosservanza di precise norme di rango primario, specificamente volte a tutelare la trasparenza del mercato e gli investimenti che hanno luogo al suo interno.

Più complessa diviene, invece, la prova della negligenza dell'agenzia con riferimento agli aspetti che attengono allo svolgimento dell'attività di rating, proprio perché in tali casi non può prescindere da un'indagine volta ad accertare quale sia lo standard di diligenza al quale l'agenzia si sarebbe dovuta attenere e dal raffronto tra tale standard e la condotta da essa in

³⁹³C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, 575 s.

concreto posta in essere.

In altre parole, sono inadempimenti che danno luogo a responsabilità sia quelli riguardanti previsioni *organizzative* in senso lato, sia quelli nascenti dalla mancata adozione di metodologie di rating atte a garantire un'accurata selezione delle informazioni e delle fonti sulle quali basare il giudizio di rating e, soprattutto, una loro attenta elaborazione.

Tuttavia, nel primo caso la prova della negligenza sembrerebbe *in re ipsa*, poiché la prova della violazione in sé e per sé considera esauriente la valutazione in termini di colpevolezza della condotta, secondo una nozione oggettiva del concetto di colpa sulla quale ci si soffermerà in seguito; mentre, nel secondo caso, l'accertamento della sussistenza di una negligenza in capo all'agenzia di rating è tutt'altro che immediata, occorrendo nella maggioranza dei casi una valutazione più approfondita circa il contenuto e l'operare delle metodologie di rating nel caso concreto, secondo i parametri accennati.

La presenza di una delle infrazioni elencate all'allegato III è quindi sufficiente ad integrare la colpa (specifica) dell'agenzia e, in ragione del contenuto delle violazioni ivi indicate, si tratterà principalmente di casi relativi al mancato rispetto dei presidi organizzativi e operativi che la legislazione europea ha previsto a garanzia del corretto svolgimento dell'attività di rating.

Qualora non fosse possibile riscontrare una specifica infrazione, la colpa dell'agenzia, questa volta *generica*, dovrebbe essere invece valutata tenendo a mente i più generali doveri di condotta sussistenti in capo alla medesima, sui quali ci si è appena soffermati.

Con tutta probabilità, la colpa generica dell'agenzia di rating assumerà particolare rilevanza con riferimento al rispetto dei doveri di accuratezza e professionalità, data la maggiore ampiezza delle prescrizioni che li riguardano (e la genericità delle infrazioni elencate dall'allegato III ad essi riferibili).

In sintesi, dunque, qualora non sia ravvisabile una particolare violazione della normativa europea da parte dell'agenzia di rating e non possa, pertanto, contestarsi una colpa specifica, la colpa generica sarà rappresentata dalla violazione dei doveri che la normativa europea pone in capo alle agenzie, dovendo

valutarsi se la condotta tenuta dalla agenzia possa considerarsi o meno coerente con il loro rispetto.

In concreto, qualora la condotta illecita dell'agenzia riguardi prescrizioni puntuali concernenti la trasparenza della propria attività, la struttura organizzativa, la composizione degli organi societari, l'identificazione e la gestione dei conflitti di interesse e via dicendo, la colpa sembra potersi riscontrare nel mero scostamento tra la condotta tenuta dall'agenzia e il modello regolamentare, anche alla luce della natura schiettamente precauzionale delle disposizioni normative in parola e della tipizzazione delle possibili infrazioni.

Nella prova della violazione di tali disposizioni è insita la prova della negligenza dell'agenzia di rating.

Diversamente, con riferimento a inadempimenti che attengano direttamente allo svolgimento dell'attività di rating, occorrerà con tutta probabilità un'indagine maggiormente approfondita che tenga conto dello standard di riferimento rinvenibile dal corpus normativo richiamato, dalle metodologie di rating e dalle prassi di settore, al fine di accertare se le agenzie di rating abbiano fruito di informazioni provenienti da fonti affidabili e abbiano corrispondentemente emesso valutazioni sul merito di credito accurate, corrette e aggiornate.

È chiaro che un giudizio di questo tipo presenta, inevitabilmente, rispetto alle altre ipotesi summenzionate, maggiori margini di incertezza, richiedendo di valutare non soltanto se l'agenzia di rating si sia pedissequamente attenuta alle regole sulle valutazione del merito di credito da essa elaborate, adottate e pubblicate, ma anche se tali regole siano idonee a pervenire, alla luce delle *best practice* di settore, a un giudizio di rating credibile e affidabile.

Al fine di una corretta comprensione dello standard di diligenza al quale sono tenute le agenzie e del ruolo che le metodologie giocano nell'elaborazione delle valutazioni, pare opportuno, a questo punto, distinguere due fasi dell'attività di rating.

Da un lato vi è, infatti, la raccolta di dati e informazioni, dal mercato e da altri soggetti operanti sul mercato (tra i quali figura l'emittente), e dall'altro l'analisi e l'elaborazione di tali dati ai fini dell'emissione vera e propria del voto di rating.

Anche con riferimento al primo dei profili summenzionati, la diligenza nello svolgimento dell'attività di rating deve essere innanzitutto determinata alla luce del contenuto delle metodologie di rating della singola agenzia, in considerazione del fatto che sono previste specifiche ipotesi di infrazione per il caso in cui l'agenzia non applichi misure adeguate ad assicurare che i giudizi emessi siano basati su un'attenta e accurata analisi di tutte le informazioni a disposizione ovvero per l'eventualità che le informazioni utilizzate, rilevanti ai fini del giudizio sulla base delle metodologie di rating applicabili, non possano essere considerate attendibili (v. allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009, nn. 42 e 42- bis).

L'art. 8, par. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, recentemente modificato, prevede, infatti, il preciso obbligo in capo alle agenzie di rating di adottare misure adeguate a garantire l'accurata analisi delle informazioni rilevanti in conformità alle metodologie di rating e, soprattutto, che i dati e le informazioni utilizzate «siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili» (enfasi aggiunta).

Al riguardo si è già detto che, solitamente, le agenzie di rating si servono di dati e informazioni anche provenienti da altri soggetti, tra i quali si annoverano le società di revisione, gli analisti finanziari, il management dell'emittente e l'emittente stesso.

Diventa dunque cruciale, in un eventuale giudizio di responsabilità nei confronti dell'agenzia di rating, determinare se le fonti utilizzate dall'agenzia, quali possono essere quelle appena elencate, possano essere considerate affidabili e in che termini l'agenzia sia tenuta a controllare l'attendibilità e la correttezza delle informazioni ricevute.

Anche alla luce delle novità normative introdotte dal Regolamento UE n. 462/2013, non esiste un vero e proprio dovere di controllo e verifica in capo alle agenzie di rating delle informazioni ricevute dalle proprie fonti, non essendo, tra l'altro, ad esse attribuito alcun penetrante potere d'indagine o ispettivo.

Soltanto in presenza di circostanze in grado di far dubitare un operatore professionale della veridicità e correttezza delle informazioni ricevute l'agenzia dovrà effettuare ulteriori verifiche sulle proprie fonti, le quali, tuttavia, di regola si

tradurranno nella richiesta di ulteriori informazioni e delucidazioni o di ulteriore documentazione e, nel caso in cui tale richiesta venisse disattesa, comporteranno semmai l'impossibilità per l'agenzia di emettere il giudizio³⁹⁴.

A maggior ragione, non potendo ravvisarsi alcun generico obbligo di controllo in capo all'agenzia di rating, non potrà tantomeno ritenersi sussistente alcun obbligo di scoperta di eventuali frodi poste in essere dall'emittente e/o dai suoi organi direttivi³⁹⁵.

L'agenzia potrà, invece, fare affidamento sui controlli effettuati dai soggetti a ciò deputati (collegio sindacale, società di revisione, autorità di vigilanza e via dicendo), essendo tenuta a svolgere una verifica maggiormente approfondita – che, nella maggior parte dei casi, si risolverà, come appena accennato, in una ulteriore richiesta di informazioni – solamente laddove abbia ragionevole motivo di ritenere carente o inesatta la documentazione ricevuta o qualora emergano univoci indizi di frode.

Sembrirebbe sostenere una posizione analoga **FRANZONI**³⁹⁶, che relativamente alla colpa delle agenzie di rating, osserva che è *richiesto un elevato grado di perizia tanto nel reperire i dati che servono per esprimere il voto, quanto per controllarne la veridicità e confluenza durante il loro trattamento. Le agenzie, infatti, non devono diventare garanti della veridicità delle informazioni contabili fornite dell'emittente, né può essere chiesto loro di accertare analiticamente la veridicità delle informazioni e dei dati forniti dall'emittente. Tuttavia, nell'ipotesi in cui i dati e le informazioni fornite siano all'evidenza inconciliabili tra loro, oppure qualora vi siano indizi che facciano dubitare della loro genuinità il committente incaricato del rating ha l'obbligo di cautelarsi, prima di procedere all'assegnazione, con controlli,*

³⁹⁴C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, 820 s.

³⁹⁵L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 203; ID., *Il rating tra crisi e riforma dei mercati finanziari*, cit., 715; G. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, cit., 450; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 652.

³⁹⁶M. FRANZONI, *L'illecito*, 348 s.

riscontri, accertamenti e richieste di ulteriori informazioni, al fine di verificare l'attendibilità dei dati forniti dall'emittente e vincere così ogni dubbio ed incertezza prospettabile in ordine ad essa³⁹⁷.

In questo senso, alla luce del quadro normativo attualmente vigente, con riferimento alla diligenza nella selezione delle fonti informative sulle quali basare il giudizio di rating, sembra potersi escludere che assuma speciale rilevanza la colpa omissiva dell'agenzia di rating, intesa ***come mancanza di un comportamento che l'agente aveva l'obbligo giuridico di tenere, nelle circostanze nelle quali si verificò l'evento*** al fine di impedirlo, poiché la disciplina dell'attività di rating non prevede alcun obbligo di controllo o di verifica al fine di prevenire la realizzazione di illeciti da parte dell'emittente, dei suoi dirigenti e dei componenti dei suoi organi.

Ovviamente, anche per quanto riguarda la fase di raccolta dei dati e delle informazioni necessarie all'elaborazione dei giudizi potranno riscontrarsi delle omissioni nella condotta dell'agenzia di rating, quali, ad esempio, l'insufficiente raccolta di informazioni, l'omessa considerazione di alcuni dati quantitativi e/o qualitativi rilevanti, l'omesso rispetto di una regola di elaborazione delle informazioni ricevute e via dicendo, tuttavia ciò non basta a qualificare la colpa come **omissiva** in senso stretto, poiché ***è implicito nella stessa nozione di negligenza, imperizia ed imprudenza il non aver osservato una regola di comportamento: aver omesso una cautela la quale avrebbe evitato l'evento***³⁹⁸.

Ciò, tuttavia, non esclude la rilevanza della colpa omissiva con riferimento ad altre ipotesi di scostamento tra la condotta in concreto tenuta all'agenzia di rating e lo standard di diligenza desumibile dalla normativa europea, specie, ad esempio, per quanto attiene alle ipotesi di colpa specifica.

La violazione, ad esempio, di prescrizioni di natura organizzativa, che impongono l'adozione di particolari presidi

³⁹⁷In senso analogo anche G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, 341; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, 131.

³⁹⁸M. FRANZONI, *L'illecito*, 216, il quale precisa successivamente che «si ha colpa omissiva in senso tecnico, quando l'evento è derivato dalla *mancata attività del responsabile che aveva l'obbligo giuridico di attivarsi*»

di controllo all'interno della struttura societaria o una particolare composizione dell'organo amministrativo, determina, infatti, senza dubbio l'insorgenza di una colpa (specificata) in forma omissiva dell'agenzia di rating.

La violazione, ad esempio, di prescrizioni di natura organizzativa, che impongono l'adozione di particolari presidi di controllo all'interno della struttura societaria o una particolare composizione dell'organo amministrativo, determina, infatti, senza dubbio l'insorgenza di una colpa (specificata) in forma omissiva dell'agenzia di rating.

Venendo, invece, all'elaborazione vera e propria del giudizio di rating, una volta completata l'attività di raccolta e selezione delle informazioni rilevanti, si osserva che *riveste cruciale importanza sia la predisposizione di metodologie di rating in conformità alle regole comunemente accettate nel settore professionale di riferimento, sia la loro costante osservanza, pur con le debite differenze tra agenzia e agenzia e senza che con ciò venga del tutto meno la discrezionalità valutativa di chi elabora i giudizi*³⁹⁹.

Specie con riferimento alle componenti qualitative della valutazione sul merito di credito, infatti, è difficile immaginare un qualche sindacato esterno sul concreto esercizio della discrezionalità valutativa da parte dell'analista, una volta accertato il rispetto delle *regulae artis* in materia, generalmente riconducibili, come si anticipava, alle regole della finanza aziendale e dell'analisi finanziaria.

Questo implica che, se ai fini di una corretta valutazione del merito di credito l'agenzia di rating non potrà non tenere conto, ad esempio, dei dati quantitativi attinenti all'indebitamento e alla struttura del debito esistente, difficilmente potrà sindacarsi sul peso relativo attribuito a fattori più propriamente qualitativi, quali le prospettive di crescita dell'emittente alla luce di una

³⁹⁹L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, 196; e P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, 161, che riconosce la possibilità di configurare una negligenza dell'agenzia di rating quando non siano rispettate le *leges artis*, le prassi di settore, anche a livello internazionale, e i principi deontologici, pur riconoscendo un'ampia discrezionalità all'attività valutativa delle agenzie di rating. In giurisprudenza, si veda Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, 471; in *Danno e resp.*, 183.

nuova strategia industriale.

In altre parole, i principi di settore richiedono generalmente di tenere in considerazione, nell'elaborazione del giudizio di rating, determinati dati e informazioni sia di natura qualitativa che quantitativa; tuttavia, all'interno di tale quadro di regole e prassi, sono certamente ammissibili deviazioni dai criteri valutativi comunemente utilizzati, al fine di meglio rispecchiare le peculiarità del caso concreto.

Pertanto, in un siffatto contesto, ben potrebbe distinguersi tra dati e informazioni assolutamente necessari, che non possono non essere presi in considerazione e che se ignorati danno senz'altro luogo a colpa dell'agenzia, come le già ricordate informazioni sull'indebitamento dell'emittente, e altri dati e informazioni che, alla luce delle peculiarità del caso concreto, potrebbero essere tralasciati.

Se, in base alla prassi di settore, determinati dati e fattori, quantitativi e/o qualitativi, costituiscono il perno attorno al quale solitamente si elabora il giudizio di rating, ci si potrà attendere che essi rivestano un qualche rilievo anche con riferimento alla singola valutazione presa in considerazione e potrà ravvisarsi un'ignoranza colpevole in capo all'agenzia che li abbia negligenemente trascurati.

Ciò non toglie, tuttavia, che, in ragione dell'elevato margine di discrezionalità che connota ogni parere professionale sul merito di credito, ben potrà l'agenzia argomentare in favore della maggiore o minore attenzione attribuita a tali dati rispetto allo standard di riferimento, alla luce delle peculiarità del caso concreto.

La deviazione dalle metodologie di rating e/o dalle prassi di settore consente, dunque, di regola, di ravvisare una condotta negligente dell'agenzia di rating.

Tuttavia, lo stesso concetto di diligenza impedisce di ravvisare nella sola osservanza di determinate regole di condotta l'esistenza di un procedere prudente ed accorto, dal momento che il variare delle circostanze di fatto potrebbe ben far risultare inadeguato o addirittura pericoloso un comportamento che dalla norma è stabilito in vista di

*situazioni tipiche e generali*⁴⁰⁰.

Pertanto, uno scostamento dalle metodologie di rating e dalle prassi di settore ben potrebbe essere ritenuto giustificabile se sorretto da una valida motivazione.

Nonostante sia proprio la disciplina europea a prevedere la predisposizione, l'adozione e la revisione delle metodologie di rating da parte delle agenzie, non può del resto trascurarsi che esse sono pur sempre elaborate dalla medesima agenzia che è chiamata ad applicarle, ravvisandosi in questo una importante differenza rispetto, ad esempio, ai principi di revisione internazionali ISA (*International Standards on Auditing*), la cui osservanza è oggi espressamente richiesta dal d.lgs. n. 39/2010.

Non può, dunque, ritenersi, analogamente a quanto si sostiene per i principi ISA, che sono pur sempre elaborati da un organismo internazionale a ciò competente (lo IAASB – *International Auditing and Assurance Standards Board*)⁴⁰¹, che ogni scostamento dalle metodologie di rating e/o dalle prassi di settore integri necessariamente un comportamento illecito ai sensi della disciplina europea⁴⁰², dovendo, invece, verificarsi se tale scostamento possa rientrare nel legittimo esercizio della discrezionalità valutativa dell'analista.

Alla luce delle considerazioni svolte finora si può, dunque, determinare quale sia la diligenza esigibile dalle agenzie di rating, secondo uno standard che dovrà, di volta in volta, essere specificato e aggiornato in ragione delle *best practice* di settore⁴⁰³.

⁴⁰⁰G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, 199.

⁴⁰¹G. STRAMPELLI, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art. 11 – Principi di revisione*, 139.

⁴⁰²In precedenza si riteneva che anche i principi di revisione avessero una funzione più che altro integratrice del dato legale. Tuttavia, come ricorda G. BALP, *La revisione dei conti annuali e dei conti consolidati. Art.12 – Elaborazione dei principi*, 149 s., attualmente «l'inosservanza dei principi di revisione rappresenta violazione diretta del contenuto specifico dell'obbligazione legale cui è oggi tenuto il revisore, e non invece – come sostenuto prima del d.lgs. 39/10 – parametro di riferimento c.d. di *best practice* strumentale alla verifica della diligenza professionale usata nella sua condotta». Tale è, invece, ancora il ruolo attribuibile alle metodologie di rating e alle relative prassi di settore

⁴⁰³M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, 640.

Proprio tali regole di condotta andranno, del resto, a riempire il canone di diligenza individuato, in termini generali, dall'art. 1176, comma 2, c.c. Posto, infatti, che l'attività di rating è, senza dubbio, un'attività di tipo professionale, la norma di riferimento in materia sembra dover essere in ogni caso ravvisata nell'art. 1176, comma 2, c.c., secondo il quale ***nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata***⁴⁰⁴.

Come è noto, infatti, l'art. 1176 c.c., lungi dal definire, in termini precisi, quale sia il livello di diligenza richiesto al debitore, ***rinvia, per la determinazione (qualitativa e quantitativa) del tipo di condotta prescritta, a più specifiche norme contenute in altri testi legali oppure, addirittura, ad altri ordinamenti o principi, giuridici o anche metagiuridici (usi, costumi, regole associative, prassi); talché la prescrizione legale è solo indiretta o, come sul dirsi, in “in bianco”***.

È inoltre ravvisabile non soltanto nel primo comma dell'art. 1176 c.c., che richiede al debitore di usare, nell'adempimento della prestazione, la diligenza ***del buon padre di famiglia***⁴⁰⁵, ma anche nel secondo comma della norma in parola, là dove prescrive che la diligenza professionale debba essere valutata con riferimento alla natura dell'attività esercitata, facendo implicitamente riferimento al tipo di attività svolta e ai canoni e alle regole professionali di riferimento.

Secondo l'Autore da ultimo citato, tale precisazione ***non rappresenta che un corollario, sostanzialmente superfluo, del relativo primo comma*** poiché ***[c]on esso il legislatore non intende imporre all'agente professionale una diligenza più severa, ma intende solo solennizzare, richiamandoli espressamente, i doveri imposti dalla “regola dell'arte”***⁴⁰⁶.

⁴⁰⁴L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, 202; e sembrerebbe anche M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, 649.

⁴⁰⁵Cfr. P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, 35 s.

⁴⁰⁶Al riguardo si veda anche M. FRANZONI, *L'illecito*, 252 s., che ribadisce come l'art. 1176, comma 2, c.c., non richieda al professionista un grado di diligenza più elevato rispetto a quello richiesto dal riferimento al buon padre di famiglia di cui al primo comma, posto che il riferimento alla natura dell'attività esercitata avrebbe, semmai, riguardo all'aspetto della *perizia*, ossia alle regole dell'arte che il professionista è tenuto a conoscere. Chiaramente in tal senso anche

BIANCA, precisa che l'art. 1176, comma 2, c.c., *impone al professionista una diligenza particolarmente qualificata dalla perizia e dall'impiego degli strumenti tecnici adeguati al tipo di attività dovuta. Sotto questo aspetto può dirsi che l'impegno del professionista è superiore a quello del comune debitore. Va però tenuto presente che il criterio applicabile è pur sempre quello della normale diligenza, in quanto il professionista deve impiegare la perizia e i mezzi tecnici adeguati allo standard professionale della sua categoria*⁴⁰⁷.

92. Ambito di operatività dell'art. 2236 c.c.

L'art. 35-bis, par. 1, del Regolamento CE n. 1060/2009, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, limita la responsabilità delle agenzie di rating ai soli casi di violazione intenzionale (i.e. dolosa) o per colpa grave delle prescrizioni contenute nel regolamento stesso.

Un primo problema che si pone con riguardo allo standard di diligenza al quale sono tenute le agenzie di rating è, dunque, quello di coordinare tale limitazione con la tipizzazione delle infrazioni che possono far insorgere la responsabilità.

Più nello specifico, la difficoltà maggiore sembra essere rappresentata dalla necessità di conciliare il sistema di tipizzazione delle violazioni che possono essere contestate all'agenzia di rating con la colpa in senso stretto, posto che il dolo può essere individuato nella intenzionalità – quale rappresentazione e volizione – della violazione in questione.

L'art. 35-bis non contiene una definizione di dolo o, *rectius*, dell'espressione violazione *intenzionale*, utilizzata dal legislatore europeo al fine di individuare uno dei presupposti della responsabilità, a differenza, invece, dell'art. 36-bis, Regolamento CE n.

1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 513/2011 e successivamente modificato, che, nel disciplinare le sanzioni amministrative pecuniarie che l'ESMA può comminare alle agenzie di rating in presenza di una violazione intenzionale o per negligenza del regolamento, inclusa nell'elenco di cui

A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, Milano, 1979, 196 s.;

⁴⁰⁷C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, 28.

all'allegato III, considera sussistente l'intenzionalità della violazione qualora vi siano ***fattori oggettivi che dimostrano che l'agenzia di rating del credito o i suoi alti dirigenti hanno agito deliberatamente per commettere la violazione***, utilizzando una nozione di dolo in buona sostanza riconducibile al c.d. ***dolo specifico***.

Certamente, anche ai fini della responsabilità civile delle agenzie di rating assumerà rilievo il fatto che l'agenzia o i suoi dirigenti abbiano tenuto una determinata condotta al fine di commettere una particolare violazione. Tuttavia, sia in forza dell'assenza nel testo dell'art.35-bis di una definizione di intenzionalità quale quella adottata dall'art. 36-bis o di un suo richiamo, sia, più convincentemente, in forza del fatto che l'agenzia di rating comunque risponde per colpa (grave) e che il dolo generico rappresenta un livello di colpevolezza ad essa superiore (senz'altro generatore di responsabilità qualora basti la colpa, anche grave), il dolo generico può ritenersi senz'altro sufficiente a determinare l'insorgenza della responsabilità anche laddove l'intenzionalità rivesta semplicemente l'oggetto della condotta descritta nelle infrazioni elencate dall'allegato III, senza che sia necessaria l'intenzione di commettere la violazione stessa.

Per ragioni di completezza occorre rilevare che l'ESMA può comminare sanzioni amministrative, ai sensi dell'art. 36-*bis*, anche in caso di semplice negligenza dell'agenzia di rating.

Pertanto, per ragioni analoghe a quelle esposte nel testo, non può assolutamente escludersi l'insorgenza di una responsabilità *amministrativa* dell'agenzia di rating in caso di dolo generico.

Nonostante una certa difficoltà interpretativa sicuramente discendente dalla scelta del legislatore europeo di confinare il dolo ai casi di dolo specifico pur prevedendo la responsabilità amministrativa anche in presenza di una semplice negligenza, essa

può forse spiegarsi con il fatto che l'intenzionalità della violazione (ossia la sussistenza del dolo specifico) sembra rilevare ai fini del calcolo della sanzione amministrativa pecuniaria che l'ESMA può eventualmente comminare all'agenzia.

L'art. 36-*bis* prevede infatti un ammontare minimo e massimo

per ciascuna sanzione pecuniaria associata alle singole violazioni.

La determinazione del preciso ammontare della sanzione deve essere poi effettuata tenendo in considerazione una serie di fattori ulteriori, tra i quali si annoverano il fatturato dell'agenzia e l'eventuale presenza di circostanze aggravanti o attenuanti che determinano l'applicazione di alcuni coefficienti (aggravanti o attenuanti).

L'allegato IV al Regolamento CE n. 1060/2009, introdotto dal Regolamento UE n. 513/2011, tra le circostanze che determinano l'applicazione di un coefficiente aggravante, al punto n. 2, prevede, appunto, l'intenzionalità della violazione (secondo la definizione di cui all'art. 36-*bis*).

Venendo ora alla colpa in senso stretto, si è più volte ricordato che le agenzie di rating rispondono nei confronti degli emittenti e degli investitori per i danni cagionati a seguito di una delle violazioni previste dall'allegato III al Regolamento CE n. 1060/2009.

Un esempio di infrazione generatrice di responsabilità è dato dal punto n. 7 dell'allegato III, secondo il quale sussiste una violazione dell'art. 6, par. 2, del Regolamento CE n. 1060/2009, ogniqualvolta un'agenzia di rating preveda *un sistema retributivo per i membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza che è collegato ai risultati economici dell'agenzia di rating del credito o che non è impostato a garantire l'indipendenza del loro giudizio, o fissa una durata dell'incarico dei membri indipendenti del consiglio di amministrazione o di sorveglianza superiore a cinque anni o per un periodo rinnovabile; ovvero licenzia un membro indipendente del consiglio di amministrazione o di sorveglianza, salvo in caso di negligenza o insufficiente prestazione professionale.*

Pertanto, qualora, in ipotesi, l'agenzia di rating preveda un sistema retributivo basato sui propri risultati economici a favore degli amministratori indipendenti, ovvero l'incarico dei membri indipendenti dell'organo gestionale si estenda oltre il termine di cinque anni, può ravvisarsi una violazione delle disposizioni del Regolamento CE n. 1060/2009 in materia di prevenzione dei conflitti di interesse, dalla quale può senz'altro discendere la responsabilità dell'agenzia.

Ebbene, con riferimento a infrazioni analoghe a quella appena descritta, che riguardano la violazione delle norme volte alla predisposizione di una adeguata struttura organizzativa e di adeguati presidi di controllo e compliance all'interno della società, pare superfluo discorrere di colpa semplice e colpa grave, posto che pare difficilmente ravvisabile una violazione per colpa «grave» di tali disposizioni normative.

In definitiva: la retribuzione degli indipendenti può essere o non essere ancorata ai risultati economici dell'agenzia di rating; il mandato degli indipendenti è o non è superiore al termine legislativo di cinque anni, e, pertanto, l'agenzia di rating viola o non viola una precisa norma giuridica di fonte europea.

Non vi è una zona grigia all'interno della quale distinguere tra violazione per colpa semplice e violazione per colpa grave, proprio perché, in questi casi, *tertium non datur*.

Pare, invece, più corretto discorrere di colpa generica e colpa specifica, secondo quanto si diceva nel paragrafo precedente, e inquadrare una infrazione di tal genere nell'ambito della seconda, poiché trattasi di una palese inosservanza di una precisa norma giuridica.

La rilevanza della colpa grave riveste, invece, un ruolo di maggior rilievo con riferimento ad infrazioni di altra natura, relative alla violazione di norme giuridiche dal contenuto più ampio, attinenti principalmente alla predisposizione, all'elaborazione, all'adozione e all'aggiornamento delle metodologie di rating e allo svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito.

Si pensi ad esempio alle più volte ricordate infrazioni previste ai nn. 42 e 42-bis dell'allegato III, come recentemente modificati dal Regolamento UE n. 462/2013, ravvisabili ogniqualvolta, rispettivamente, l'agenzia di rating non analizzi accuratamente tutte le informazioni di cui dispone, ovvero non utilizzi informazioni provenienti da fonti affidabili.

È evidente, infatti, che, con riferimento alla sussistenza di tali infrazioni ben potrebbe distinguersi tra una colpa semplice dell'agenzia di rating e una colpa grave, tra una diligenza media e una diligenza minima.

Se l'agenzia di rating non ha svolto il benché minimo

accertamento sulla provenienza delle informazioni che utilizza per l'elaborazione del rating – si pensi, ad esempio, all'utilizzo di informazioni di cui non si sa nemmeno quale sia la provenienza – può ritenersi non rispettata la diligenza minima esigibile e si sarà in presenza di una violazione per colpa grave delle previsioni contenute all'art. 8 del Regolamento CE n. 1060/2009.

Diversamente, qualora pur avendo svolto alcuni accertamenti, le verifiche poste in essere siano comunque insufficienti secondo un parametro di diligenza media, ben potrebbe ravvisarsi una colpa (semplice) dell'agenzia, la quale, tuttavia, ai sensi dell'art. 35-bis non sarebbe sufficiente per affermarne la responsabilità.

In queste ipotesi è evidente che, quantomeno astrattamente, vi sarebbe spazio anche per una responsabilità per semplice colpa, poiché un conto è, ad esempio, omettere del tutto i controlli sulla provenienza delle informazioni utilizzate e un conto è, invece, non porre in essere i controlli che il professionista medio svolgerebbe in ragione della natura dell'attività esercitata.

Nel primo caso si sarebbe senza dubbio in presenza di una colpa grave dell'agenzia, nel secondo, invece, potrebbe distinguersi tra colpa grave e colpa semplice alla luce delle circostanze del caso concreto e, in particolare, del tipo di controllo omesso.

Quanto detto finora non esaurisce però la riflessione sul contenuto del concetto di colpa grave dell'agenzia di rating, ma circoscrive semmai le ipotesi in relazione alle quali una riflessione intorno ai confini (del dolo e) della colpa grave può avere un qualche rilievo.

Sono note, del resto, le difficoltà che si incontrano nel voler definire, in termini assoluti e statici, il concetto di colpa «grave». In generale può dirsi che essa rappresenta *l'omissione di una cautela che di solito nessuno trascura*, nonostante anche questa definizione presti il fianco a numerose critiche nella sua applicazione pratica, mostrandosi alle volte eccessivamente restrittiva, *poiché troppo limitante nel confinare la colpa grave ai soli casi di negligenza macroscopica*⁴⁰⁸.

In questo senso, dunque, *se le negligenze macroscopiche rientrano senz'altro nel concetto di colpa grave, occorre*

⁴⁰⁸P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, 44.

precisare che anche negligenze non così manifeste possono rappresentare una violazione della soglia di diligenza minima nella quale, solitamente, si ravvisa la colpa grave⁴⁰⁹, secondo una valutazione da farsi, ancora una volta, alla luce delle circostanze del caso concreto.

Tuttavia, nonostante il concetto di colpa grave rischi di risultare superabile se non si tengono presenti le specifiche circostanze di fatto, occorre rilevare che qualche indicazione su come debba intendersi la colpa grave dell'agenzia di rating viene fornita direttamente dal nuovo Regolamento UE n. 462/2013 che, all'art. 35-bis, par. 4, si cura di precisare che il termine «colpa grave», unitamente ad altri termini utilizzati nella medesima disposizione (quali, ad esempio, ***danno, intenzione e affidamento ragionevole***) ma non espressamente definiti, «sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato».

Ebbene, è chiaro che, se fosse il diritto italiano ad essere applicabile al caso esaminato, ***il concetto di colpa grave, di cui si serve l'art. 35-bis, non potrebbe che essere interpretato alla luce di quanto prevedono l'art. 1176, c. 2, e, specialmente, l'art. 2236 c.c. in materia di diligenza e perizia nello svolgimento di attività professionali***⁴¹⁰.

È utile, infatti, rammentare che l'art. 35-bis adotta una soluzione analoga a quella prevista, nel nostro ordinamento, dall'art. 2236 c.c., in materia di contratto d'opera intellettuale.

Tale norma prevede, infatti, che ***se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà, il prestatore d'opera non risponde dei danni, se non in caso di dolo o colpa grave***.

Da questo punto di vista, la limitazione contenuta all'art. 35-bis, si sovrapporrebbe a quella prevista dall'art. 2236 c.c. in un numero ben nutrito di ipotesi.

⁴⁰⁹C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 579, definisce la colpa grave come «la violazione della diligenza minima» richiesta al soggetto agente.

⁴¹⁰L'espressione «colpa grave» ex art. 35-bis debba essere interpretata conformemente all'art. 2236 c.c. anche M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 160.

Nonostante, infatti, la *subscription* al sito internet dell'agenzia di rating non sia riconducibile al tipo del contratto d'opera intellettuale, tale norma parrebbe comunque astrattamente applicabile all'attività di rating in ragione della sua natura schiettamente professionale.

L'art. 2236 c.c. è, infatti, da sempre ritenuto applicabile anche in ambito extracontrattuale qualora l'illecito aquiliano derivi dallo svolgimento di un'attività professionale⁴¹¹ e lo è, a maggior ragione, in presenza di un rapporto obbligatorio tra investitore e agenzia di rating, a prescindere dalla qualificazione data al contratto, poiché viene comunque in rilievo la professionalità di una delle parti.

Per tale motivo, in assenza dell'art. 35-bis, o qualora questa norma dovesse ritenersi inapplicabile, la responsabilità dell'agenzia di rating sarebbe comunque limitata ai soli casi di dolo o colpa grave, laddove però l'attività in concreto svolta implichi la soluzione di problemi di speciale difficoltà.

La portata della limitazione contenuta all'art. 35-bis sembrerebbe, in questo senso, quantomeno stando al suo tenore letterale, più ampia di quella prevista dall'art. 2236 c.c., posto che la prima norma esclude sempre la responsabilità dell'agenzia di rating per semplice colpa e non soltanto quando questa si trovi ad affrontare ***problemi tecnici di speciale difficoltà***, come invece richiede l'art. 2236 c.c.

Ad ogni modo, anche volendo dare all'art. 35-bis, par. 1, un'interpretazione che vada oltre (ma non contro) il suo tenore letterale, quale quella che verrà proposta subito appresso, è evidente la limitata autonoma rilevanza dell'art. 2236 c.c. nella materia che ci occupa, posto che, secondo quanto si è appena osservato, l'ambito di operatività della disposizione richiamata rimane, nella maggior parte dei casi, sostanzialmente assorbito alla previsione del primo comma del nuovo art. 35-bis.

A ben vedere, però, la ratio sottostante alle due norme citate sembra essenzialmente la medesima, tanto da far sorgere l'interrogativo se si possa utilmente fare ricorso all'elaborazione dottrinale formatasi intorno alla prima al fine di comprendere meglio quali possano essere i riflessi pratici dell'operare della

⁴¹¹G. CATTANEO, *La responsabilità medica nel diritto italiano*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 11.

seconda e, in particolare, quando sia ravvisabile una colpa grave dell'agenzia di rating per violazione delle disposizioni contenute nel Regolamento CE n. 1060/2009.

È noto, al riguardo, che limitazione di responsabilità di cui all'art. 2236 c.c. trova la sua giustificazione nell'esigenza di fornire una maggiore tutela a coloro che svolgono professioni comportanti l'assunzione di particolari rischi, ovvero *l'esecuzione di attività particolarmente complesse, al fine di evitare che, per paura di incorrere troppo facilmente in responsabilità, il professionista decida di rifiutare l'esecuzione della prestazione o comunque di non accettare l'incarico*⁴¹².

Ebbene, non pare potersi dubitare che l'attività di rating si presti a essere astrattamente ricondotta tra le attività che possono comportare l'assunzione di un elevato livello di rischio, o comunque una certa incertezza circa il buon esito dell'incarico, dato l'elevato grado di perizia richiesto per il suo svolgimento, analogamente a quanto accade per le professioni intellettuali di cui agli artt. 2229 ss. c.c.

Come si è accennato in precedenza, l'attività di rating, anche quando abbia ad oggetto strumenti finanziari di ridotta complessità (si pensi, ad esempio, ad un'obbligazione *plain vanilla*) presenta, infatti, elevati margini di incertezza ed è comunque in grado di produrre un rilevante impatto sull'andamento dei prezzi sul mercato finanziario.

Da un lato, il rispetto delle metodologie di rating e delle più avanzate tecniche in materia di valutazione del merito di credito di emittenti e asset non è di per sé in grado di garantire la correttezza del giudizio di rating, dall'altro, il giudizio di rating ben potrebbe essere corretto nonostante la presenza di errori e

⁴¹²Ritiene che il limite della colpa grave di cui all'art. 2236 c.c. sia giustificato dal fatto che esistono determinati mestieri particolarmente rischiosi, che «esigono particolare coraggio» e che non devono essere disincentivati per la paura di incorrere in responsabilità, anche P. FORCHIELLI, *Il problema della determinazione della colpa medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 106. Il medesimo Autore, in un successivo lavoro, precisa inoltre che «[l']unico ragionevole tentativo per spiegare (non nel segno di un privilegio corporativo) il favore verso il professionista sembra dunque quello di supporre che il legislatore non voglia scoraggiare troppo il professionista dall'adottare nuove tecniche particolarmente delicate, e questo discorso può valere in modo speciale per la sperimentazione» (cfr. P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, cit., 45 s.). In argomento anche M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 226 ss.

negligenze nell'espletamento dell'incarico.

In ogni caso, il rating viene valutato dal mercato quale nuova informazione e, pertanto, può essere riflesso nel prezzo dei titoli dell'emittente.

A ciò si aggiunga che la continua evoluzione dei prodotti finanziari in relazione ai quali è stata o è richiesta una valutazione sul merito di credito – si pensi, ad esempio, a quando hanno fatto ingresso nei mercati finanziari i prodotti finanziari strutturati oggetto delle prime operazioni di cartolarizzazione – costringe le agenzie di rating a un costante aggiornamento e investimento per lo sviluppo di tecniche e metodologie adatte alle mutevoli esigenze del mercato e idonee a riflettere, in un servizio sempre aggiornato, l'accresciuta complessità dei prodotti finanziari in questione, con la conseguenza di rendere l'attività di rating particolarmente rischiosa.

Sotto questo profilo, infatti, l'attività di rating non pare presentare significative differenze rispetto, ad esempio, all'attività medica, da sempre ricondotta nell'ambito di applicazione dell'art. 2236 c.c., sebbene, di primo acchito, la valutazione del merito di credito di imprese e strumenti finanziari possa sembrare quanto di più lontano ci sia dalla scienza medica.

In entrambi i casi, infatti, il professionista (l'analista di rating o il dirigente sanitario) può trovarsi a dover fronteggiare problemi tecnici di speciale difficoltà per i quali le tecniche e le regole professionali di riferimento non offrono soluzioni univoche o prospettano l'adozione di accorgimenti tecnici ancora poco sperimentati e collaudati, in modo tale da giustificare, a livello normativo, un regime di responsabilità più favorevole al professionista, il quale non deve essere dissuaso, per paura di incorrere in responsabilità, dall'espletamento del proprio compito.

Sulla scorta di tali considerazioni può dunque facilmente individuarsi, in maniera analoga a quanto si afferma in relazione all'art. 2236 c.c., la ragione che ha condotto all'introduzione nella disciplina europea della limitazione al dolo e alla colpa grave della responsabilità delle agenzie di rating.

Quando venga svolta correttamente, infatti, l'attività di rating è in grado di rivestire un'importante funzione a beneficio degli

emittenti, degli investitori e del mercato in generale, poiché aiuta gli emittenti a reperire capitali sul mercato, consentendogli di segnalare facilmente il proprio merito di credito; è d'ausilio all'assunzione di scelte di investimento sia da parte di investitori qualificati che da parte di piccoli investitori; contribuisce a colmare le asimmetrie informative naturalmente presenti sul mercato e ne incrementa la trasparenza, favorendo la corretta formazione dei prezzi e il generale buon andamento delle negoziazioni.

È, dunque, l'esigenza di non scoraggiare lo svolgimento di un'attività potenzialmente molto importante per il corretto funzionamento dei mercati (e parimenti molto rischiosa) a giustificare, in un'ottica di politica del diritto, la limitazione della responsabilità delle agenzie di rating ai soli casi di violazione dolosa o colposa delle regole che presiedono all'esercizio della loro attività professionale⁴¹³.

Così ricostruita la ratio sottostante all'art. 35-bis, par. 1, rimane comunque da chiarire come operi in concreto tale limitazione e, specialmente, che riflessi abbia sul contenuto della diligenza richiesta all'agenzia.

La principale questione che si pone riguarda l'estendibilità alla responsabilità per colpa grave delle agenzie di rating delle considerazioni sviluppate dalla riflessione giuridica italiana in relazione all'art. 2236 c.c., in base alle quali il limite della colpa grave dovrebbe essere inteso non tanto come requisito di una diligenza superiore alla media, ma in relazione alla perizia richiesta per espletare l'incarico di cui trattasi.

Se la ragione che giustifica la limitazione di responsabilità è, appunto, quella di evitare che l'agenzia di rating rifiuti di emettere le proprie valutazioni sul merito di credito per l'eccessiva rischiosità e complessità dell'attività che è chiamata a svolgere, così come è stato fatto in relazione all'art. 2236 c.c., anche con riferimento all'art. 35-bis potrebbe essere utile distinguere tra negligenza in senso stretto e perizia⁴¹⁴, pur in

⁴¹³Cfr. considerando (33) al Regolamento UE n. 462/2013.

⁴¹⁴La distinzione tra diligenza in senso stretto e perizia è chiara nella riflessione giuridica civilistica, non solo italiana. Al riguardo, anche per riferimenti, cfr. L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 122 ss. L'Autore, in particolare, ricorda che, nonostante non manchino coloro i quali negano autonomia al concetto di perizia,

assenza della precisazione contenuta nella norma codicistica, volta a circoscrivere la limitazione di responsabilità ai soli casi di risoluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà.

Sulla scorta del fatto che *ciò che (...) caratterizza la colpa professionale è quella particolare qualità della diligenza debitoria che non si limita alla mera tensione volitiva ad adempiere, ma si allarga al possesso ed all'applicazione di quelle attitudini e cognizioni tecniche che, normalmente, nelle comuni prestazioni è irrilevante*⁴¹⁵, si è sostenuto che, mentre l'art. 1176, comma 2, c.c., non distingue tra diligenza e perizia, poiché si limita a fare riferimento alle «qualità tecniche che l'obbligazione richiede nel debitore per essere adempiuta», l'art. 2236 c.c. richiederebbe una valutazione meno rigorosa esclusivamente con riferimento alla perizia⁴¹⁶: nel caso in cui la prestazione da rendere sia particolarmente difficile, infatti, si comprende perché si valuti con minor rigore la padronanza delle regole e delle tecniche della professione in questione e non tanto la mera diligenza.

Un'interpretazione di questo tipo sul significato del sintagma «colpa grave» nel dettato dell'art. 35-bis è, tuttavia, limitativa del dato testuale che, come si è più volte ricordato, non prevede che l'agenzia di rating risponda per dolo o colpa grave solamente quando l'agenzia si trovi a risolvere problemi di speciale difficoltà.

È pur vero che essa sembrerebbe confortata dalla prima parte del considerando (33) al Regolamento UE n. 462/2013, là dove

considerandolo ricompreso nel concetto di diligenza, può utilmente distinguersi, sulla scorta di quanto avviene, ad esempio, in Francia, Germania e Stati Uniti, tra la perizia, che sarebbe rappresentata dal non conoscere bene le modalità attraverso le quali svolgere la prestazione, e la negligenza vera e propria, che consisterebbe nel non svolgere correttamente la prestazione, pur sapendo come farlo. Nella giurisprudenza costituzionale si segnala la sentenza del 28 novembre 1973, n. 166, in banca dati *de jure*, che, sulla scorta della distinzione tra diligenza e perizia, riconduce solo quest'ultima all'ambito di applicazione dell'art. 2236 c.c. In argomento per brevissimi cenni C. GIAMMARINARO, *Gravità della colpa, perizia e diligenza nell'attività medica*, in AA.VV., *La responsabilità medica*, Milano, 1982, 117. In argomento si veda anche M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 226 ss., secondo il quale nell'ambito delle professioni intellettuali «la colpa risulta dalla mancanza della professionalità necessaria» e, quindi «dall'assenza della perizia richiesta per eseguire il compito»

⁴¹⁵L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, 122.

⁴¹⁶L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, 125 ss.

precisa che il criterio di colpevolezza adottato pare appropriato «in quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie» le quali possono *tradursi in risultati differenti senza che nessuno possa considerarsi errato*.

Tuttavia, è altresì vero che l'esigenza di non esporre le agenzie di rating a una responsabilità potenzialmente illimitata, se non nei casi di dolo e colpa grave, parimenti menzionata dal considerando (33), contribuisce a sorreggere un'interpretazione letterale dell'art. 35-bis, e che, sulla scorta di tale considerazione, potrebbe ritenersi ragionevole interpretare la colpa grave non solo come mera grave imperizia, ma anche come grave imprudenza e negligenza.

Ciò nonostante, pare comunque preferibile un'interpretazione che, senza tradire il dato testuale, limiti la rilevanza della colpa grave dell'agenzia di rating alla sola imperizia grave, in conformità alla ricordata lettura dell'art. 2236 c.c., poiché meglio rispondente, da un lato, all'obiettivo di deterrence di possibili condotte illecite dell'agenzia di rating, che è alla base, unitamente a quello della compensazione del danneggiato, della generale previsione di fattispecie di responsabilità per illeciti che si realizzano sui mercati finanziari, dall'altro, a un altro dei principali obiettivi della disciplina europea dell'attività di rating che, come chiarisce il considerando (32) al Regolamento UE n. 462/2013, è rappresentato dall'esigenza di garantire che «i rating del credito emessi siano indipendenti e di qualità adeguata».

La colpa grave dell'agenzia può, dunque, essere rappresentata da una grave negligenza intesa quale grave imperizia, in ragione della natura marcatamente professionale dell'attività di valutazione del merito di credito.

Ai fini del raggiungimento dei summenzionati obiettivi di deterrence e qualità dei giudizi di rating è preferibile, infatti, interpretare la limitazione di responsabilità di cui all'art. 35-bis tenendo conto della distinzione teorica tra diligenza e perizia, esonerando l'agenzia da responsabilità per colpa semplice solamente nel caso in cui ad essa sia rimproverabile una grave incompetenza e un'insufficiente padronanza delle regole tecniche che presiedono allo svolgimento della propria attività professionale, dando quindi rilievo alla colpa grave solo in

relazione alla componente della perizia, ossia alla *conoscenza tecnica, ch'è in costante evoluzione ed ha un ulteriore elemento di incertezza e d'imprevedibilità nella sperimentalità della sua evoluzione*»⁴¹⁷.

93. Il criterio della colpa oggettiva.

Quanto all'illecito dell'agenzia di rating si deve adottare una nozione oggettiva di colpa, riconducibile all'inosservanza della diligenza richiesta nello svolgimento dell'attività di valutazione del merito di credito, sia pure con il limite della responsabilità per i soli casi di dolo e colpa grave.

Anche a non voler considerare le difficoltà cui andrebbe incontro l'adozione, quanto alla c.d. nozione soggettiva della

⁴¹⁷L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, cit., 127. In argomento, sia pure per brevi cenni, cfr. anche M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 160, i quali osservano che, poiché l'espressione «colpa grave» di cui all'art. 35-bis, del Regolamento CE n. 1060/2009, dovrebbe interpretarsi conformemente all'art. 2236 c.c., «secondo l'orientamento oggi prevalente e condivisibile, [...] il fornitore del servizio [n.d.A. l'agenzia di rating] è in colpa se ha affrontato il proprio impegno senza adeguata perizia e senza piena diligenza, ma in caso contrario, non può essere chiamato a rispondere dell'eventuale mancato raggiungimento del risultato sperato». Inoltre, anche R. ROSAPEPE, *Intervento*, cit., 177, osserva, sia pure con riferimento all'analogia previsione contenuta nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che ha poi dato origine al Regolamento UE n. 462/2013, come la limitazione della responsabilità operata dall'art. 35-bis ai casi di negligenza grave, se strettamente intesa, parrebbe poco convincente. Pur senza suggerire un'interpretazione diversa della norma richiamata, l'Autore ritiene, infatti, che sarebbe stata preferibile l'adozione da parte del legislatore europeo di una norma affine al nostro art. 2236 c.c., poiché, la limitazione della responsabilità alla sola negligenza grave sembrerebbe sottintendere che, secondo la previsione dell'art. 35-bis, l'attività di valutazione del merito di credito sarebbe «sempre particolarmente difficile anche quando – tanto per fare un esempio – si sottopongono a valutazione titoli di un emittente ben noto all'agenzia». Si veda, infine, anche M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicitarie ed enforcement privatistico*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 268, secondo il quale, al fine di scongiurare il pericolo che, in ragione di un regime di responsabilità troppo severo, l'agenzia di rating si trincerò dietro fenomeni di «defensive rating» si potrebbe ipotizzare «una fattispecie di responsabilità aquiliana la quale, pur lasciando intatti i canoni del dolo e della colpa grave quali criteri di imputazione dell'illecito (e quindi con soluzione assimilabile a quella domestica dell'art. 2236 c.c.) sia costruita tenendo conto, in ossequio al principio di vicinanza della prova, della normale difficoltà dell'investitore di accedere alle informazioni necessarie per articolare compiutamente la propria domanda processuale».

colpa, è indubbia la problematicità di un'indagine volta ad accertare lo stato psicologico dei soggetti, operanti in seno all'agenzia di rating, ai quali sia riferibile la condotta o l'omissione dalla quale è scaturito il rating errato, anche in ragione degli ostacoli alla loro identificazione: la nozione obiettiva di colpa, disancorata dalla volontà del soggetto agente e dalla sua capacità e propensione a tenere lo sforzo diligente dovuto, è ormai largamente predominante (554).

L. ORSI, M. LIBERTINI e P. FABBIO, osservano che, poiché l'espressione *colpa grave* di cui all'art. 35-*bis*, del Regolamento CE n. 1060/2009, dovrebbe interpretarsi conformemente all'art. 2236 c.c., *secondo l'orientamento oggi prevalente e condivisibile, [...] il fornitore del servizio [n.d.A. l'agenzia di rating] è in colpa se ha affrontato il proprio impegno senza adeguata perizia e senza piena diligenza, ma in caso contrario, non può essere chiamato a rispondere dell'eventuale mancato raggiungimento del risultato sperato*⁴¹⁸.

Anche **R. ROSAPEPE**⁴¹⁹, osserva, sia pure con riferimento all'analoga previsione contenuta nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, che ha poi dato origine al Regolamento UE n. 462/2013, come la limitazione della responsabilità operata dall'art. 35-*bis* ai casi di negligenza grave, se strettamente intesa, parrebbe poco convincente.

Pur senza suggerire un'interpretazione diversa della norma richiamata, l'Autore ritiene, infatti, che sarebbe stata preferibile l'adozione da parte del legislatore europeo di una norma affine al nostro art. 2236 c.c., poiché, la limitazione della responsabilità alla sola negligenza grave sembrerebbe sottintendere che, secondo la discutibile previsione dell'art. 35-*bis*, l'attività di valutazione del merito di credito sarebbe *sempre particolarmente difficile anche quando – tanto per fare un esempio – si sottopongono a valutazione titoli di un emittente ben noto all'agenzia*.

⁴¹⁸L. ORSI, *Riflessioni intorno al concetto di colpa professionale*, cit., 127. In argomento, sia pure per brevi cenni, cfr. anche M. LIBERTINI – P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, cit., 160

⁴¹⁹R. ROSAPEPE, *Intervento*, cit., 177,

Infine, anche **M. MAUGERI**⁴²⁰, ritiene che al fine di scongiurare il pericolo che, in ragione di un regime di responsabilità troppo severo, l'agenzia di rating si trincerò dietro fenomeni di *defensive rating* si potrebbe ipotizzare *una fattispecie di responsabilità aquiliana la quale, pur lasciando intatti i canoni del dolo e della colpa grave quali criteri di imputazione dell'illecito (e quindi con soluzione assimilabile a quella domestica dell'art. 2236 c.c.) sia costruita tenendo conto, in ossequio al principio di vicinanza della prova, della normale difficoltà dell'investitore di accedere alle informazioni necessarie per articolare compiutamente la propria domanda processuale.*

In passato la dottrina ha vivacemente discusso sull'opportunità di adottare una nozione oggettiva ovvero una nozione soggettiva del concetto di colpa.

Quest'ultima, prevalente nella dottrina più risalente, ha ormai lasciato il passo alla prima. Secondo tale tesi la colpa «prescinde dalla cattiva volontà dal soggetto e dalla sua attitudine ad emettere lo sforzo diligente dovuto» e deve essere determinata dalla «inosservanza di un'obiettiva regola di condotta» che può derivare da una norma giuridica o dai canoni sociali e professionali ai quali dovrebbe conformarsi la condotta.

Per **C.M. BIANCA**⁴²¹: *La concezione soggettiva della colpa, alla quale si deve l'espressione «elemento soggettivo» dell'illecito, volto, appunto, a indicare il dolo e la colpa nell'illecito aquiliano*, è stata, invece, sostenuta, seppur secondo differenti sfumature e accezioni, tra gli altri, da **A. DE CUPIS**⁴²², *che definisce la colpa un quid soggettivo, e più precisamente un modo di essere psicologico e, ancora, uno stato d'animo difforme da quello che suole ricorrere negli individui provvidi ad evitare gli effetti perniciosi (danni).*

Pertanto, *può dirsi esservi colpa così quando non è stata impiegata quella tensione delle facoltà mentali che avrebbe fatto prevedere il danno prevedibile, come quando, pur essendosi*

⁴²⁰M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicistiche ed enforcement privatistico*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 268

⁴²¹C.M. BIANCA, *Diritto civile. V. La responsabilità*, cit., 575 s.

⁴²²A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, I, cit., 139 s.

previsto il danno, non si è dato alla propria energia volitiva quell'indirizzo che, al fine di evitare il danno, sarebbe stato necessario.

In tal senso sembra anche **G. CIAN**⁴²³, il quale, pur ammettendo che «rimane largamente predominante l'opinione che la diligenza debba essere determinata oggettivamente, cioè prescindendo dalle caratteristiche psicofisiche del soggetto agente», ritiene che non dare rilievo alle doti individuali nella valutazione della diligenza crei, in sostanza, una forma di responsabilità oggettiva e che le doti individuali, specie se sono inferiori a quelle dell'uomo medio, impongano *al soggetto di agire diversamente da come avrebbe agito l'individuo mediamente dotato, o inibendogli del tutto certi comportamenti o permettendogli solo con l'ausilio di ulteriori cautele, poiché, in sostanza, colpevolezza significa rimproverabilità dell'atto.*

In argomento per **M. BUSSANI**, e **P. FORCHIELLI**, sarebbe solamente apparente poiché andrebbe risolto non affermando l'esistenza di una responsabilità debitoria assoluta e oggettiva, ma a favore dell'art. 1176 c.c. *attesa la preminente collocazione sistematica di questa norma sull'altra*⁴²⁴.

Sul punto **S. BRUNO**⁴²⁵, si sofferma in particolare sulla possibilità di configurare il dolo e la colpa in capo alla società, persona giuridica, alla quale è addebitabile la diffusione di informazioni inesatte al mercato.

Se la teoria dell'immedesimazione organica tra gli amministratori, organo della società, e la società stessa, conduce ad ascrivere alla seconda il dolo e la colpa ravvisabile in capo ai primi, la questione si complica notevolmente ogniqualvolta la negligenza, o comunque la condotta colposa, non sia ascrivibile a tutti gli amministratori (e, pertanto, all'organo strettamente inteso), poiché, ad esempio, la diffusione di determinate informazioni richiede la conoscenza di fatti dischiusi

⁴²³G. CIAN, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, cit., 185 ss.

⁴²⁴M. BUSSANI, *La colpa soggettiva. Modelli di valutazione della condotta nella responsabilità extracontrattuale*, cit., 27 ss., e P. FORCHIELLI, *Responsabilità civile*, cit., 53s., secondo il quale il conflitto tra art. 1218 c.c. e art. 1176 c.c.

⁴²⁵S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 189 ss.

esclusivamente ad alcuni di essi.

Una soluzione volta ad ovviare il problema dell'imputabilità alla società della diffusione dell'informazione inesatta al mercato, in presenza di tali circostanze, sarebbe rappresentata dall'adozione di una concezione elastica della teoria organica, che *consente di imputare alla società di appartenenza la conoscenza di ogni suo amministratore delegato cui siano stati attribuiti i poteri di volta in volta rilevanti, nel senso che possano essere considerati fonte delle funzioni il cui esercizio possa concretamente dare luogo alla conoscenza di un fatto determinante ai fini dell'applicazione del dovere di informazione continua o di altro dovere che presuppone la conoscenza di determinati fatti.*

Con riferimento all'attività dell'agenzia di rating, è evidente, in ogni caso, che in forza dell'applicazione degli **artt. 1228 e 2049 c.c.** l'agenzia di rating risponderà dell'illecito commesso dai propri dipendenti e da ogni soggetto persona fisica di cui essa si avvalga nello svolgimento del proprio servizio e che, in ogni caso, in applicazione della teoria organica, essa risponde altresì dell'illecito compiuto dai propri amministratori che abbiano svolto un qualche ruolo nella pubblicazione e/o diffusione di un giudizio di rating errato o inesatto.

Tuttavia, si rammenta che ben è possibile che le persone fisiche (dipendenti, amministratori etc.) ai quali è imputabile la condotta in concreto negligente rimangano non identificate e che ciò non preclude in alcun caso l'affermazione di una responsabilità in capo all'agenzia di rating.

Sul punto l'Autrice citata osserva che *[s]e un'informazione è riferibile ad un determinato emittente indistintamente, il soggetto danneggiato potrà agire nei confronti dell'emittente a prescindere dalla individuazione della persona fisica responsabile materialmente della condotta illecita.*

È adesso importante individuare le norme che si assumono in concreto violate.

Se si ritiene, la colpa dell'agenzia di rating *specificata*, in quanto data dalla inosservanza di una precisa norma giuridica, in presenza della prova di siffatta violazione, e della sua incidenza causale rispetto al danno verificatosi, **il giudice non potrà escludere la responsabilità dell'agenzia di rating.**

Sotto il profilo extracontrattuale, anche se risultato è sostanzialmente il medesimo, qualora possa ritenersi sussistente un rapporto obbligatorio tra agenzia di rating e investitore, ***il danneggiato deve dimostrare la norma violata ed il giudice deve constatare la inosservanza del precetto, senza procedere oltre nell'indagine sulla negligenza o sugli altri elementi della colpa***⁴²⁶.

In assenza di una colpa specifica sarà necessaria una ulteriore indagine volta ad accertare quali regole di diligenza possano ritenersi non rispettate dall'agenzia di rating e quali doveri in concreto disattesi.

È su tale giudizio che emerge la rilevanza delle prescrizioni contenute nella normativa europea volte a regolare l'attività di rating, e la corretta predisposizione, tenuta e revisione delle metodologie di rating e il loro rispetto, poiché esse costituiscono il parametro di riferimento da utilizzare nel valutare se la condotta dell'agenzia di rating ha rispettato i parametri *obiettivi* di condotta diligente esigibile.

E ciò in quanto la colpa generica ***«esprime un giudizio di sintesi risultante dalla “qualificazione giuridica di un insieme di fatti” che è eseguito ponendo in rapporto il comportamento richiesto e quello tenuto, una volta verificatosi l'evento di danno» e «non è mai espressivo di un giudizio di riprovevolezza del comportamento soggettivo***⁴²⁷.

Dunque, la colpa dell'agenzia di rating deve necessariamente essere intesa come colpa obiettiva, che può ritenersi integrata sia quando, sulla scorta di quanto prevede nell'ordinamento penale l'art. 43 c.p., sia ravvisabile la diretta violazione di una norma giuridica in quanto ***l'accertamento di una violazione di legge è considerato di per sé naturalmente colposo senza che sia necessario avere riguardo alle condizioni psicologiche del danneggiante, in quanto la violazione di una norma che prescriva o vieti un determinato comportamento con funzione preventiva porta con sé un automatico giudizio di colpa***⁴²⁸; inoltre la condotta tenuta dall'agenzia di rating possa ritenersi

⁴²⁶M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 184.

⁴²⁷M. FRANZONI, *L'illecito*, cit., 193.

⁴²⁸S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, cit., 195 s.

obiettivamente distante dallo standard di diligenza ad essa applicabile alla luce della normativa di riferimento, delle metodologie di rating e delle regole e prassi di settore.

È proprio sotto l'angolo visuale della colpa oggettiva che, del resto, può apprezzarsi meglio la scelta del nuovo **art. 35-bis, par. 1, del Regolamento CE n. 1060/2009**, di ricollegare la risarcibilità del danno da rating a un insieme di violazioni specifiche enumerate dall'allegato III, le quali rappresentano, infatti, singole ipotesi di scostamento dal modello di condotta delineato dal Regolamento stesso⁴²⁹.

94. Il nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore.

L'art. 35-bis non affronta il problema del nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno all'investitore.

Ciò che si ricava dal testo normativo afferisce alla sfera della causalità e della sua prova sono infatti quelle che richiedono all'investitore di provare l'impatto dell'infrazione commessa dall'agenzia da rating sul rating medesimo, attraverso **elementi informativi precisi e dettagliati**, soprattutto, quelle che richiedono all'investitore di provare di aver ragionevolmente riposto affidamento su un rating del credito nell'assunzione della decisione di investire, detenere o cedere lo strumento finanziario oggetto del rating (cfr. art. 35-bis, parr. 1 e 2).

Anche la proposta di regolamento del 15 novembre 2011 conteneva una previsione analoga che, secondo **A. DARBELLAY**⁴³⁰, in tale previsione sarebbe ravvisabile l'elemento della causalità (*as for the causality element, the propose darticle requiresth atthein fringementh as an impact on the credit rating*).

⁴²⁹Del resto, già prima dell'emanazione del Regolamento UE n. 462/2013, che ha previsto la responsabilità delle agenzie di rating per le violazioni individuate dal neo-introdotta allegato III al Regolamento CE 1060/2009, P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 161, aveva osservato che la violazione delle puntuali disposizioni in materia di organizzazione e svolgimento attività di rating dettate dal Regolamento CE n. 1060/2009 indicava di regola la negligenza dell'agenzia.

(559) Anche la proposta di regolamento del 15 novembre 2011 conteneva una previsione analoga

⁴³⁰. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 83.

Indubbiamente, laddove la negligenza dell'agenzia sia consistita nell'emissione di un rating errato e quindi il rating diffuso al pubblico non corrisponda a quello che sarebbe stato emesso se l'attività di valutazione del merito di credito fosse stata corretta, rientra nell'ambito di accertamento dell'elemento della causalità, ma tuttavia non lo esaurisce.

Ciò costituisce, una premessa, dato che l'inadempimento dell'agenzia, per arrecare danno all'investitore, deve riverberarsi sul giudizio di rating, sul quale poi l'investitore farà affidamento o del quale, comunque, il mercato terrà conto nella formazione dei prezzi.

Pervero, non sembra che il semplice impatto dell'inadempimento dell'agenzia sul giudizio in concreto pubblicato sia sufficiente a esaurire il discorso in materia di causalità tra condotta della società di rating e danno patito dall'investitore.

La formulazione attuale della norma non appare esaustiva sul punto infatti, una compiuta analisi del problema del nesso di causalità tra giudizio di rating e danno all'investitore non può che prescindere, quantomeno in un primo momento, dalle indicazioni fornite dal legislatore europeo e prendere le mosse dall'esame dei meccanismi di produzione del danno da rating sul mercato finanziario.

La norma in commento, sembrerebbe aver inteso la prova del nesso di causalità principalmente quale prova dell'affidamento riposto dall'investitore sulla correttezza del giudizio di rating, così da risentire, dell'influenza di concezioni dottrinali sia statunitensi che italiane, che **ricondono il danno da rating al danno da informazione (finanziaria) inesatta e che enfatizzano l'elemento della *reliance* (i.e. dell'affidamento) nella struttura del legame eziologico: tale tesi, tuttavia non pare convincere.**

Nell'impostazione giuridica italiana in materia di diffusione di informazioni inesatte prima e danno da rating poi, l'affidamento dell'investitore sulla correttezza dell'informazione (o del giudizio di rating), posto alla base della scelta di acquistare, vendere o detenere uno strumento finanziario, è sempre stato considerato elemento fondante del nesso di causalità tra la condotta di chi fornisce l'informazione o il rating al mercato e il danno patito dall'investitore.

Secondo la normativa in materia finanziaria, la banca è tenuta ad un duplice obbligo informativo di natura attiva e passiva.

Sotto il **profilo attivo** la banca ha l'obbligo di illustrare i rischi dell'operazione mentre sotto il **profilo passivo**, essa deve raccogliere dal cliente le informazioni utili a valutare l'adeguatezza dell'operazione richiesta (in realtà sempre offerta!) dal cliente. In conseguenza di ciò, e a seguito di attenta valutazione da parte della banca, essa deve astenersi dall'eseguire le operazioni ove inadeguate per quel cliente: **tutto questo, nei confronti degli attori è stato fuorviato.**

Sotto il profilo attivo l'intermediario deve riferire alla all'investitore le caratteristiche del titolo e la relativa rischiosità, determinata anche dal rating.

Sotto il profilo passivo, l'intermediario deve anche attraverso la sottoscrizione di appositi moduli verificare la propensione al rischio del cliente e le sue conoscenze al fine di poter operare scelte consapevoli. Infine non è stato indicato come titolo in conflitto di interesse nonostante si trattasse di "negoziazione per conto proprio"⁴³¹.

⁴³¹ *Tribunale Milano, sez. VI, 04 dicembre 2008, n. 14444* In caso di cessione di beni in contropartita diretta ci si trova di fronte ad un autonomo contratto di compravendita di titoli, come già affermato in giurisprudenza (trib. Venezia 30 maggio 2007). Ed effettivamente l'art. 32 reg. Consob si preoccupa di dare una disciplina in qualche misura specifica a tale situazione e, fermo restando che sia gli uni che gli altri "vanno eseguiti alle migliori condizioni possibili con riferimento al momento, alle dimensioni e alla natura delle operazioni stesse" (art. 32, comma 3) statuisce al comma 5 che "nella prestazione del servizio di negoziazione per conto proprio gli intermediari autorizzati comunicano all'investitore, all'atto della ricezione dell'ordine, il prezzo al quale sono disposti a comprare o a vendere gli strumenti finanziari ed eseguono la negoziazione contestualmente all'assenso dell'investitore; sul prezzo pattuito non possono applicare alcuna commissione". Come si può notare in questo caso è normativamente prevista una fase ulteriore e più complessa rispetto al mero ricevimento dell'ordine ed al suo inserimento nel circuito telematico al fine di far incontrare la domanda con l'offerta: in questo caso l'intermediario, ricevuto l'ordine, deve rendere manifesto il suo prezzo, cioè il prezzo a cui sarebbe disposto a cedere o acquistare, e può procedere alla esecuzione dell'operazione una volta ottenuto l'assenso dell'investitore. La griglia normativa sembra chiaramente rientrare negli schemi generali della proposta e della accettazione, ovvero della proposta, controproposta (anche nella forma della accettazione non conforme alla proposta) ed accettazione (art. 1326 e ss. c.c.). E tutto questo è in qualche misura contrapposto a quello che succede nella negoziazione in conto terzi, caratterizzata dalla fissità del prezzo che l'intermediario può addebitare al cliente ("Nella prestazione del servizio di negoziazione per conto terzi, ferma restando

All'uopo si richiama la nota sentenza del Tribunale Milano, sez. VI, 04 dicembre 2008, n. 14431 che così recita:

L'avvertimento all'investitore relativo ad una operazione inadeguata che si presenti eccessivamente generico, in quanto non richiama espressamente le categorie di inadeguatezza disciplinate dalla normativa vigente, non è tale da porre il cliente in grado di comprendere l'effettiva portata dell'operazione posta in essere e la sua inadeguatezza rispetto al proprio profilo di rischio. Inoltre la sottoscrizione da parte dei clienti di una banca del modulo d'ordine di titoli, del mercato mobiliare contenente la dicitura prestampata: "dichiaro di essere stato esaustivamente informato sulla natura, sui rischi e sulle implicazioni dell'operazione riportata nel presente ordine e di averne richiesto l'esecuzione nella più completa consapevolezza", pur integrando la prova documentale che un'attività d'informazione nei confronti dei potenziali investitori è stata effettuata, ritenuta esaustiva e sufficiente dagli stessi investitori, non vale però ad escludere la necessaria opera di verifica al fine di statuire se tale informazione fu effettivamente esaustiva in relazione al tipo specifico di operazione da eseguirsi, ai sensi dell'art. 29 reg. Consob n. 11522/1998, ovvero se l'espressione riportata a stampa sull'anzidetto modulo deve invece ritenersi null'altro se non una mera formula di stile, a tutela dello stesso operatore finanziario che ebbe a predisporre il relativo modulo: il conseguente inadempimento della banca è fonte di responsabilità contrattuale. Tutto ciò ha trovato un autorevole avallo nella recente sentenza Cass. 26 giugno 2008 n. 17340, n. 604058⁴³² che, nel cassare la decisione

l'applicazione delle commissioni e delle spese, il prezzo praticato all'investitore è esclusivamente quello ricevuto o pagato dall'intermediario": art. 32 comma 6). È ben vero che in genere, ed è così anche nel caso di specie, il documento che il cliente firma è lo stesso e non specifica se l'intermediario dovrà operare per conto terzi o in conto proprio; questo però deriva semplicemente dal fatto che per il cliente è sostanzialmente indifferente che si segua l'una e l'altra via, purché ci sia un consenso specifico sul prezzo, e comunque l'ordine ove completo di tutti gli elementi, ed in particolare dello strumento finanziario richiesto e del prezzo, ha tutto per poter valere come proposta contrattuale.

⁴³² **Cassazione civile, sez. I, 25 giugno 2008, n. 17340** In tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente, e, a fronte di

di merito, ha affermato che "In tema di servizi di investimento, la banca intermediaria, prima di effettuare operazioni, ha l'obbligo di fornire all'investitore un'informazione adeguata in concreto, tale cioè da soddisfare le specifiche esigenze del singolo rapporto, in relazione alle caratteristiche personali e alla situazione finanziaria del cliente e a fronte di un'operazione non adeguata (nella specie, avente ad oggetto obbligazioni Mexico 10%), può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola - applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nell'esecuzione di ordini, non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio (nella specie, obbligazioni Telecom Argentina), perché ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob".

Ma non solo: " L' informativa prevista dall'art. 21 t.u.f. e 28-29 Reg. Consob 11522/98 è finalizzata a garantire un consenso informato dell'investitore non operatore qualificato nel momento in cui pone in essere operazioni di investimento in strumenti finanziari, che sono ritenute dal quadro normativo (art. 6 t.u.f. e regolamento Consob, in particolare l'art. 28 comma 1 lett. b) Reg. Consob 11522/98 non a caso parla di informativa sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari) attività rischiosa, pericolosa finanziariamente. L'informativa non serve obiettivamente a limitare il verificarsi del rischio dello strumento finanziario, ma serve ad evitare che l'investitore assuma un determinato e concreto rischio (variabile da strumento finanziario a strumento finanziario) senza che ne sia consapevole. Per il sistema normativo l'investitore non professionista assume legittimamente il rischio

un'operazione non adeguata (nella specie, avente ad oggetto obbligazioni Mexico 10%), può darvi corso soltanto a seguito di un ordine impartito per iscritto dall'investitore in cui sia fatto esplicito riferimento alle avvertenze ricevute. All'operatività di detta regola - applicabile anche quando il servizio fornito dall'intermediario consista nell'esecuzione di ordini - non è di ostacolo il fatto che il cliente abbia in precedenza acquistato un altro titolo a rischio (nella specie, obbligazioni Telecom Argentina), perché ciò non basta a renderlo operatore qualificato ai sensi della normativa regolamentare dettata dalla Consob.

dell'investimento in strumenti finanziari solo se è stato informato dal soggetto abilitato. In mancanza di tale informativa non sopporta il rischio qualora in concreto esso si verifichi. L'art. 29 vieta all'intermediario di compiere operazioni inadeguate se non dopo la specifica informativa e l'acquisizione di un consenso scritto. Il divieto di compiere operazioni inadeguate attiene alla fase esecutiva del contratto quadro e costituisce, al pari del dovere di informazione, una specificazione del primario dovere di diligenza, correttezza e professionalità nella cura degli interessi del cliente. Tali obblighi si inseriscono nella fase di esecuzione del contratto quadro e la loro violazione non può dare luogo alla risoluzione del singolo negozio di investimento che, sebbene di natura negoziale, si qualifica come momento attuativo del contratto quadro.” **(Tribunale Milano, sez. VI, 22 gennaio 2008, n. 872)**

In questi casi viene diffusamente sostenuto, ad esempio, che *l'investitore dovrebbe provare che sarebbe stato disincentivato se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, e non avrebbe quindi acquistato gli strumenti finanziari dell'emittente.*

Sia **G. FACCI**⁴³³ che **M. MARIANELLO**⁴³⁴, ritengono sussistente la responsabilità nei confronti degli investitori *che in buona fede avevano fatto affidamento sull'attendibilità della relativa valutazione, intraprendendo investimenti che non avrebbero effettuato – o avrebbero effettuato a diverse condizioni – qualora avessero realmente conosciuto l'effettiva situazione economico-patrimoniale della società valutata.*

Così anche **P. SANNA**⁴³⁵, osserva, che *l'affidamento sembra [...] acquistare rilievo sul piano del nesso di causalità.*

Allo stesso modo riconduce la responsabilità per danno da rating alla responsabilità **da affidamento** anche **C. SCARONI**⁴³⁶.

⁴³³G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335.

⁴³⁴M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 646

⁴³⁵P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 162.

⁴³⁶C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., spec. 765 e 774.

Parte della giurisprudenza, orientate nel senso di ritenere che il nesso di causalità tra condotta dell'agenzia di rating e danno patito dall'investitore faccia perno sull'affidamento riposto da quest'ultimo nella valutazione dell'agenzia di rating, si veda **Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685**⁴³⁷: secondo la Corte, infatti, *l'investitore deve provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario poi risultato negativo.*

Il nesso di causalità viene dunque ravvisato nel fatto che l'informazione inesatta ovvero il rating errato, hanno indotto l'investitore a compiere una particolare scelta di investimento, quindi acquistare, cedere o continuare a detenere uno strumento finanziario già in suo possesso, ovvero a fare ciò che egli non avrebbe assunto in presenza di un'informazione o di un rating corretto.

Tale interpretazione sembra risentire delle riflessioni in materia elaborate dalla dottrina e dalla giurisprudenza nord americane.

*La reliance è infatti uno dei sei elementi fondamentali della responsabilità per securities fraud prevista dalla Section 10(b) del Securities Exchange Act e, in particolare, dalla Rule 10b-5. Come si è ricordato in precedenza, al fine di far valere la responsabilità per violazione della Rule 10b-5 nell'ordinamento statunitense, occorre infatti: (i) un material misstatement, (ii) avvenuta in connessione con l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari; (iii) che l'informazione inesatta (o l'omissione) sia stata fornita con dolo (scienter); (iv) che su di essa l'investitore abbia ragionevolmente fatto affidamento(reliance); (v) che possa ritenersi sussistente il nesso di causalità tra informazione e danno; e(vi) che vi sia un danno per l'investitore*⁴³⁸.

⁴³⁷in *Giur. comm.*, cit., 470 s.; in *Danno e resp.*, cit., 183.

⁴³⁸D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, in 68 *Fordham L. Rev.* 1781, 2000, 1786; M.J. KAUFMAN –J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, in 63 *Ala. L. Rev.* 275, 2012, 277 ss. (spec. nota 20); A. MORALESOLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, in *Berkeley Business Law Journal*, vol. 3, no. 2, 2006,

Anche nell'ordinamento statunitense, dunque, l'elemento della *reliance* sull'informazione inesatta diffusa al mercato costituisce un punto di contatto tra disciplina del mercato finanziario e disciplina della responsabilità civile, *essendo un portato della più risalente tradizione giuridica di common law in materia di diffusione di informazioni inesatte, cristallizzata nel Restatement (Second) of Torts, che prevede espressamente il requisito dell'affidamento del soggetto danneggiato*⁴³⁹.

Più nello specifico, l'elaborazione giurisprudenziale statunitense in materia di danno da *informazione inesatta* è approdata a una netta bipartizione del nesso di causalità basata sulla distinzione tra *transaction causation* e *loss causation*, entrambe necessarie ai fini della sussistenza del legame causale⁴⁴⁰.

A titolo meramente esemplificativo, si insegna all'investitore neofita che “il rischio può essere idealmente scomposto in due componenti: **il rischio specifico** ed il **rischio generico** (o sistematico)”; inoltre, si mette in guardia lo stesso investitore del fatto che *il rischio sistematico per i titoli di capitale trattati su un mercato organizzato si origina dalle variazioni del mercato in generale; variazioni che possono essere identificate nei movimenti dell'indice del mercato*.

Ovvero che *il rischio sistematico dei titoli di debito (...) si origina dalle fluttuazioni dei tassi d'interesse di mercato che si ripercuotono sui prezzi (e quindi sui rendimenti) dei titoli in modo tanto più accentuato quanto più lunga è la loro vita residua (...)*.

343, disponibile anche su <http://www.ssrn.com>; M.A. KITSON, *Controversial Orthodoxy: the Efficient Capital Market Hypothesis and Loss Causation*, in 18 *Fordham J. Corp. & Fin. L.* 191, 2012,199; J.M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, in 67 *La. L. Rev.*257, 2006, 261 ss. In argomento cfr. anche la nota sentenza della Corte Suprema degli Stati Uniti resa in relazione al caso *Dura Pharmaceutilcals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336, 341 s.; 125 S. Ct. 1627, 1631; 161 L. Ed. 2d577, 585 (2005).

⁴³⁹Cfr. § 552 del *Restatement (Second) of Torts* del 1977, *Information Negligently Supplied for the Guidance of Others*. Si veda anche *supra*, Capitolo 2, § 2.2., nota 135.

⁴⁴⁰M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, in *Journal of Corporation Law*, 2006,834, disponibile anche su <http://lesliecaton.com/wordpress/wpcontent/uploads/2012/01/5-Fox-FINAL.pdf>.

È agevole comprendere come, nella maggior parte dei casi, l'investitore non professionale non abbia gli strumenti cognitivi per poter metabolizzare informazioni così complesse e, in particolare, per funzionalizzarle nell'elaborazione delle strategie di investimento.

Rischio sistematico, rischio di cambio, divisa, opzioni di tipo americano etc. sono termini che non appartengono al vocabolario dell'investitore comune, il quale, dinnanzi alla complessità attuale dell'ingegneria finanziaria, sente sempre più l'esigenza di investire nella fiducia della controparte, minimizzando i costi, soventi proibitivi, della **conoscenza**.

L'obbligo dell'intermediario di consegnare il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari deve essere considerato esclusivamente come una delle tante tecniche utilizzate dall'ordinamento giuridico per colmare il *gap* informativo tra le parti; e non, quindi, come una *diabolica* presunzione di consapevolezza del risparmiatore.

È chiaro quindi che laddove il documento informativo non esiste, o non è stato consegnato, gli obblighi e le responsabilità della banca sono ancor più gravosi in quanto dovrà fornire con esattezza tutte quelle informazioni necessarie a rendere il risparmiatore consapevole dell'operazione finanziaria che va a porre in essere. Siffatta chiave di lettura, accolta da una parte della giurisprudenza, conduce ad escludere che il mero rispetto da parte dell'intermediario dell'obbligo in questione trasformi – miracolosamente - il cliente non professionale in investitore consapevole, capace di tutelare da sé il proprio interesse e, in ultima analisi, in grado di assumersi i rischi dell'investimento compiuto.

L'intermediario deve comunque assicurare all'investitore la propria assistenza e la propria guida nella scelta delle operazioni da compiere, anche al di là delle asettiche e standardizzate informazioni riportate nel documento.

In tale ottica viene in rilievo il concetto di adeguatezza delle informazioni che riecheggia all'art. all'art. 21, comma 1 lett. b) del TUF; il quale stabilisce, per l'appunto, che nella prestazione dei servizi di investimento e accessori gli intermediari finanziari devono operare in modo che i clienti siano sempre *adeguatamente informati in rapporto alle*

caratteristiche del risparmiatore.

Il concetto di adeguatezza delle informazioni, che trova la propria fonte nell'art. 11, punto 5 della direttiva n. 93/22/CEE, consente, infatti, a prescindere dalle aprioristiche specificazioni della Consob, valutazioni discrezionali circa la definizione degli obblighi informativi, rimesse in prima battuta all'intermediario e in secondo luogo all'interprete.

Vi è, quindi, spazio - anche in Italia - per un'interpretazione elastica della disciplina dell'informazione, in grado di evitare sia di circoscrivere l'informazione richiesta a quella prevista a livello regolamentare, sia di *travolgere il cliente sotto un flusso magmatico e incontrollato di dati di ogni sorta, con conseguenti, inevitabili, effetti distorsivi.*

In altri termini, il riferimento alle informazioni adeguate può essere utilizzato come strumento per rafforzare le regole informative previste a livello regolamentare e allo stesso tempo per attenuarne la rigidità.

Il concetto di adeguatezza costituisce infatti nel settore in esame l'anello di congiuntura con i principi generali, così che gli **obblighi informativi** possono far leva sul **principio di buona fede oggettiva e di professionalità** ed essere applicati con gradazioni e intensità diverse in tutte le fasi del rapporto tra le parti⁴⁴¹.

⁴⁴¹ Sul punto è interessante richiamare un passo particolarmente significativo delle Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia (tit. X, cap. I, sez. I). Sebbene, infatti, il documento si riferisca alla normativa in tema di trasparenza bancaria, le stesse conclusioni possono essere ripetute *mutatis mutandis* in *subjecta materia*. "La disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari persegue l'obiettivo di rendere noti ai clienti gli elementi essenziali del rapporto contrattuale e le loro variazioni, quale mezzo di promozione e salvaguardia del regolare esplicarsi della concorrenza nei mercati bancari e finanziari nonché di tutela dei "contraenti deboli", senza limitare sostanzialmente l'autonomia negoziale delle parti del rapporto. (...) La disciplina sulla trasparenza stabilisce principi e regole minimali. Essa diviene strumento efficace di concorrenza e di tutela della clientela col concorso di un comportamento degli operatori informato al corretto svolgimento dei rapporti con la clientela. A tal fine *non è sufficiente, soprattutto nei confronti della clientela meno consapevole, la formale adesione alle prescrizioni normative, ma occorre il rispetto di regole deontologiche fondate su criteri di buona fede e correttezza nelle relazioni di affari.* Questo comportamento, connaturato al carattere fiduciario del rapporto banca-cliente, consente nel lungo termine alla banca di fronteggiare le sollecitazioni provenienti

Il riferimento all'adeguatezza presuppone naturalmente che le informazioni debbano essere modellate dall'intermediario alla luce delle peculiarità del rapporto con il cliente, in guisa che, a seconda della controparte, l'operatore finanziario dovrà calibrare diversamente gli obblighi informativi, soddisfacendo le specifiche esigenze informative proprie del singolo rapporto.

Da quanto accaduto agli attori, quindi è rilevabile una discrasia tra l'aspetto del profilo di rischio e dell'esperienza dello stesso in materia finanziaria – il componente ha sempre investito in titoli a basso rischio e il profilo di rischio dei titoli acquistati – altamente speculativi.

La *transaction causation* è, riconducibile al **requisito dell'affidamento** riposto dall'investitore nell'informazione inesatta, sulla base della quale viene assunta la scelta di investimento o disinvestimento.

L'affidamento è, dunque, *causa* della **transazione di cui trattasi**: una delle prime sentenze a definire cosa debba intendersi per *affidamento (reliance)*, ai fini della *Rule 10b-5* è stata resa in relazione al caso *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d 457, 462 (2d Cir. 1965), dove la Corte ha specificato che *the test of "reliance" is whether "the misrepresentation is a substantial factor in determining the course of conduct which results in (the recipient's) loss"*⁴⁴²...

In una prima fase della riflessione giuridica statunitense, la prova della *transaction causation* era ritenuta in grado di soddisfare quel minimo di legame causale necessario a provare che dalla diffusione o comunicazione di un'informazione inesatta fosse derivato un danno per l'investitore; infatti, già nel caso *Globus v. Law Research Serv., Inc.*, 418 F.2d 1276 (2d Cir. 1969), la Corte d'Appello aveva confermato le istruzioni al riguardo impartite dal giudice di prime cure alla giuria, secondo le quali, ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento del danno, questa avrebbe dovuto verificare che parte attrice avesse fornito la prova del fatto che **he or she suffered damages as a**

dalla concorrenza e di rafforzare il grado di fidelizzazione della clientela, con benefici per la banca in termini di reputazione sul mercato".

⁴⁴²M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., 262; e C.R. KORSMO, *Mismatch: The Misuse of Market Efficiency in Market Manipulation Class Actions*, in 25 *Wm. & Mary L. Rev.* 1111, 2011, 1122.

proxima teresult of the alleged misleading statements and purchase of stock in reliance to them⁴⁴³.

Dal momento che la perdita di valore dell'investimento poteva essere causato anche da fattori estranei all'oggetto dell'informazione diffusa al mercato, **la giurisprudenza statunitense ha introdotto l'ulteriore requisito della *loss causation***, poi riconosciuto a livello legislativo dal PSLRA del 1995⁴⁴⁴, ai fini della sussistenza del nesso eziologico tra ***false and misleading information*** e danno: **la prima sentenza statunitense a introdurre la distinzione, anche terminologica, tra *transaction causation* e *loss causation* è stata resa nel caso *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374 (2d Cir. 1974)**⁴⁴⁵.

*La prova della **loss causation**, che richiama la nozione di **proximate cause** (causa prossima) richiesta dal diritto dei torts statunitense ai fini della sussistenza del diritto al risarcimento*

⁴⁴³R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, in 44 *Loyola University of Chicago Law Journal* 1509, 2013, 1514; A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 343. M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 835, ricorda che i primi segnali del fatto che la mera *transaction causation* non era più ritenuta sufficiente ai fini della sussistenza del nesso di causalità arrivarono immediatamente dopo la pronuncia resa in *List v. Fashion Park, Inc.*, 340 F.2d457 (2d Cir. 1965).

⁴⁴⁴Cfr. l'introduzione dell'art. 21D(b)(4) da parte del *Private Securities Litigation Reform Act* del 1995 nel testo del *Securities Exchange Act* del 1934, J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, in 60 *Bus. Law.* 533, 2005,

535; R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1518 s.; A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 347 ss.; A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, in 63 *Bus. Law.* 163, 2007, 163 s.; M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 869. Sul tema diffusamente anche D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the*

Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA"), cit., 1809 ss. La disposizione in parola, rubricata «Losscausation» richiede espressamente che parte attrice «shall have the burden of proving that the act or omission of the defendant [...] caused the loss for which the plaintiff seeks to recover damages».

⁴⁴⁵Per un commento alla decisione citata si vedano, ad esempio, A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 343 ss.; e D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, cit., 1793 ss..

del danno, richiede infatti all'investitore di dimostrare che il danno è stato effettivamente causato alla messa in circolazione dell'informazione inesatta e che pertanto la perdita subita è ad essa in qualche modo riconducibile.

Nel caso *Schlick v. Penn-Dixie Cement Corp.*, 507 F.2d 374, 380 (2d Cir. 1974), si afferma che la *loss causation* sarebbe ravvisabile quando *the misrepresentations or omissions caused the economic harm*, mentre la *transaction causation* sarebbe integrata laddove *the violations in question caused the appellant to engage in the transaction in question*.

Sono le prime definizioni dai confini estremamente sfuggenti, che la giurisprudenza ha poi cercato di focalizzare.

Lo studio **giurisprudenziale e dottrinale statunitense** sul significato e sul contenuto della **prova della *loss causation*** è molto vasto: di solito si ritiene che la prova della *transaction causation* si risolva nella prova del fatto che l'investitore non avrebbe acquistato se non fosse stato a ciò indotto dalla diffusione di informazioni false o inesatte.

Diversamente, la prova della *loss causation* richiederebbe la prova aggiuntiva del fatto che la diminuzione del prezzo eccessivo pagato per l'acquisto del titolo, o l'innalzamento del prezzo successivamente a una vendita in perdita, sono *in someway reasonably related to the falsity of the statement that induced the purchase*⁴⁴⁶.

In tal senso si è pronunciata anche la Corte Suprema degli Stati Uniti in *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, 544 U.S. 336; 125 S. Ct. 1627; 161 L. Ed. 2d 577 (2005)⁴⁴⁷, in relazione al danno asseritamente subito da alcuni investitori, che avevano acquistato azioni della società Dura Pharmaceuticals, i quali ritenevano di essere stati lesi dalla diffusione da parte della società della notizia della presunta imminente approvazione per

⁴⁴⁶M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the Market Actions*, cit., 837.

⁴⁴⁷Per un comment alla decisione e una ricostruzione dei fatti di causa si vedano A. MORALES OLAZÁBAL, *Loss Causation in Fraud-on-the-Market Cases Post-Dura Pharmaceuticals*, cit., 352 ss.; A. FERRELL – A. SAHA, *The Loss Causation Requirement for Rule 10b-5 Cause of Action: The Implications of Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo*, cit., 163 ss.; R.A. PRENTICE, *Behavioral Economics Applied: Loss Causation*, cit., 1519 ss.; J.M. KANTROW, *Dura Pharmaceuticals, Inc. v. Broudo: Not Really a Loss Causation Case*, cit., spec. 270 ss.

la messa in commercio di un nuovo strumento di terapia per l'asma, autorizzazione poi negata.

La pronuncia della Corte era stata sollecitata da numerose decisioni discordanti di corti inferiori che interpretavano in maniera differente il contenuto dell'onere della prova gravante in capo all'investitore circa il nesso di causalità richiesto dalla *Rule 10b-5*⁴⁴⁸.

Anche nella dottrina e giurisprudenza statunitense, è emersa la difficoltà di adattare il modello appena descritto in tutti quei casi in cui il danno da diffusione di informazioni inesatte si produce sui mercati finanziari, anche in considerazione del fatto che l'informazione inesatta difficilmente è in grado da sola di indurre un investitore a compiere una determinata scelta di investimento, specie sul mercato secondario.

M.B. FOX⁴⁴⁹, relativamente alla *transaction causation* e alla *loss causation*, osserva che *these concepts had been originally developed in connection with causation determinations in cases based untraditional reliance. Traditional reliance-based cases, unlike fraud-on-the-market cases, involve the plaintiff establishing that defendant's misstatement induced the plaintiff to enter into what has turned out to be a losing transaction» e, proseguendo, chiarisce che «the twin concepts of transaction causation and loss causation are reasonably serviceable in helping to determine when causation is, and is not, present in an action for fraud based on traditional reliance. These twin concepts simply do not make sense in an action for fraud based on the fraud-on-the-market theory, however, because of the difference between the two kinds of actions in terms of the causal connections between misstatements and injury. The transaction causation*

⁴⁴⁸La somiglianza tra il concetto di *loss causation* e la *proximate cause* nel *tort of negligence* è ricordata anche da M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 840; e da D.S. ESCOFFERY, *A Winning Approach to Loss Causation Under Rule 10b-5 in Light of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 ("PSLRA")*, cit., 1794, secondo il quale l'associazione tra *loss causation* e *proximate cause*, nozione propria della *common law* statunitense, avrebbe creato particolare confusione nella determinazione di quali circostanze siano in grado di soddisfare il nesso di causalità nei casi di *securities fraud*.

⁴⁴⁹M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 831 ss. (spec. 840).

requirement makes no sense in a fraud-on-the-market action since plaintiff is not required to show that she would not have purchased but for the defendant's misstatement. In deed, often she would have

Si deve poi aggiungere la difficoltà di adattare il requisito dell'affidamento allo strumento processuale della *class action*.

L'affidamento, infatti, non può che essere individuale poiché riferito **all'effettiva conoscenza dell'informazione da parte dell'investitore** e all'influenza della stessa sul processo decisionale del singolo e, pertanto, esso mal si concilia con l'istituto della *class action*, tramite il quale vengono solitamente fatte valere le pretese risarcitorie fondate su una violazione della *Rule 10b-5*.

La giurisprudenza nordamericana ha spinto verso l'adozione di una presunzione relativa, nota sotto il nome di *fraud-on-the-market theory*, in base alla quale è dato presumere l'elemento della *reliance* ogni qual volta l'informazione inesatta abbia avuto un impatto sul prezzo del titolo acquistato, detenuto o venduto, e questo sia negoziato in un mercato efficiente, a riprova delle difficoltà che si incontrano nell'applicare categorie concettuali tradizionali, quale quella della *reliance*, alle negoziazioni di mercato⁴⁵⁰.

La Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)⁴⁵¹, ricorda che parte attrice può limitarsi a dimostrare *rethat the misstatement caused the price the plaintiff paid at time of purchase to be too high, an effect that can be presumed in the case of a material misstatement by an official of an issuer whose shares trade in an efficient market*: la *reliance*, dunque, sarebbe dimostrata *just in the form of "reliance on the integrity of [the market] price" instead of reliance on the misstatement itself*.

⁴⁵⁰D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, Georgetown Law and Economics Research Paper No. 1026361, 2007, 6, disponibile su http://scholarship.law.georgetown.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1042&context=fwps_papers, e su <http://www.ssrn.com>, ritiene infatti che la Corte Suprema nel caso *Basic v. Levinson* non si sia volute affrancare dal requisito della *reliance* in relazione ai casi di danno verificatosi sul mercato finanziario «because this was now a time [...] by which 10b-5's roots in the common law of deceit were fairly deep, and fraud orthodoxy insists on proof of reliance».

⁴⁵¹M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 839.

In caso di operazioni di compravendita effettuate in un mercato efficiente sarebbe dato presumere l'affidamento poiché, considerato che in un mercato efficiente i prezzi incorporano le informazioni pubblicamente disponibili, gli investitori compiono di regola le proprie scelte di investimento facendo affidamento sull'integrità dei prezzi di mercato, integrità che verrebbe compromessa dalla diffusione di informazioni inesatte.

Invero, le soluzioni adottate dalla giurisprudenza e dalla dottrina statunitensi hanno senza dubbio influenzato, anche per ragioni di anteriorità, gli studi della **dottrina italiana in materia di danno da informazione finanziaria inesatta**, sia nel senso di attribuire valore fondante all'elemento dell'affidamento nella sussistenza del nesso di causalità, *sia nel senso di consentire richiami e adattamenti alla fraud-on-the-market theory quale meccanismo agevolativo dell'onere probatorio del nesso eziologico a favore dell'investitore*.

L'inquadramento dogmatico nell'ambito del danno da informazione finanziaria inesatta, queste considerazioni sono state riflesse nei primi studi che hanno affrontato il delicato tema del nesso di causalità nel danno da rating.

Inoltre secondo le Sezioni Unite, permane attuale durante l'intera fase esecutiva del rapporto, l'obbligo dell'intermediario di tenersi informato sulla situazione del cliente, in quanto funzionale al dovere di curarne diligentemente e professionalmente gli interessi del cliente⁴⁵².

Tale obbligo si rinnova inoltre ogni qualvolta la natura o l'entità della singola operazione lo richieda in quanto la **posizione del cliente deve essere vista sotto il profilo dinamico e non statico in quanto suscettibile di evolversi nel tempo**.

È opinione di chi scrive che ogniqualvolta vengano prospettate violazioni di doveri comportamentali che, in forza del contratto quadro (che agli attori non fu fatto sottoscrivere) e delle norme di settore, gravano sull'intermediario nell'esecuzione delle prestazioni alle quali egli è

⁴⁵² *SS.UU., n. 26725 del 2007. Ex Plurimis: CASSAZIONE CIVILE, Sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773 - Pres. Vitrone - Rel. Didone - P.M. (parzialmente diff.) - Tizio c. Banca S. s.p.a.; Appello Roma, 11 Giugno 2019. Est. Assunta Marini; Tribunale di Pistoia - I sez. civ. - sentenza n. 794 del 10-10-2018; Cassazione civile, sez. I, 18 Giugno 2018, n. 15936. Est. Di Marzio.*

contrattualmente tenuto, possono ritenersi applicabili i generali principi in materia di responsabilità⁴⁵³ contrattuale, con la

⁴⁵³ *Cassazione civile, sez. I, 17 febbraio 2009, n. 3773* In materia di contratti di intermediazione finanziaria, allorché risulti necessario accertare la responsabilità contrattuale per danni subiti dall'investitore, va accertato se l'intermediario abbia diligentemente adempiuto alle obbligazioni scaturenti dal contratto di negoziazione nonché, in ogni caso, a tutte quelle obbligazioni specificamente poste a suo carico dal d.lg. 24 febbraio 1998 n. 58 (T.U.F.) e prima ancora dal d.lg. 23 luglio 1996 n. 415, nonché dalla normativa secondaria, risultando, quindi, così disciplinato, il riparto dell'onere della prova: l'investitore deve allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di prescrizioni; l'intermediario, a sua volta, deve provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempite dalla controparte, e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito «con la specifica diligenza richiesta». *Tribunale Milano, sez. VI, 22 gennaio 2008, n. 872* La S.C. ha affermato il principio per cui l'illegittimità, per violazione delle obbligazioni poste dall'art. 21 t.u.f., norma di carattere imperativo, della condotta tenuta dal soggetto abilitato alla prestazione del servizio di investimento, sia nella fase precontrattuale (obblighi informativi), sia in quella di esecuzione del contratto quadro (divieto di compiere operazioni in conflitto di interesse o non adeguate, se non previa specifica informazione e conseguente autorizzazione scritta del cliente), è inidonea a cagionare la nullità del contratto perché la nullità ex art. 1418 comma 1 c.c. postula violazioni attinenti ad elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto, mentre la condotta illegittima del soggetto che presta il servizio di investimento deriva dalla violazione di norme di comportamento, non di validità ed attiene alla fase precedente alla stipulazione del negozio o alla sua attuazione. *Tribunale Milano, sez. VI, 22 gennaio 2008, n. 872* La banca violando la disposizione di cui all'art. 21 t.u.f. e 29 reg. Consob 11522/98 non si rende inadempiente delle obbligazioni che le derivano dal negozio, di cui è parte, anche per fattori tecnici connessi alle caratteristiche del mercato dei valori finanziari (la negoziazione è stata in contropartita diretta, di vendita dalla banca alla cliente delle obbligazioni argentine), ma si rende inadempiente alle obbligazioni che trovano la fonte nel contratto quadro e che la legge da esso fa discendere. Pertanto la domanda di risoluzione del negozio di acquisto delle obbligazioni argentine è infondata. Configurandosi l'inadeguatezza dell'investimento la banca, ponendola in essere, viola l'obbligazione di cui all'art. 29 reg. Consob 11522/98 che le impone di astenersi dal compiere la suddetta operazione, con la conseguenza che la violazione di tale obbligazione genera una responsabilità contrattuale risarcitoria della banca per i danni che sono conseguiti alla cliente dall'investimento posto in essere. *Tribunale Milano, sez. VI, 22 gennaio 2008, n. 872*. La questione dell'inadempimento della banca agli obblighi, posti dall'art. 21 t.u.f. e 27, 28 e 29 Reg. Consob 11522/98 per legge, ai quali è tenuta nell'ambito dell'adempimento del mandato ricevuto con il contratto quadro, genera una responsabilità contrattuale risarcitoria della banca per i danni che sono conseguiti alla cliente dall'investimento posto in essere. (Nel caso di specie è risultata la violazione da parte della banca del divieto di porre in essere operazioni non adeguate se non dopo aver reso la specifica informativa di cui all'art. 29 ed aver ottenuto l'ordine scritto della cliente).

conseguente possibilità di pervenire, in presenza del presupposto di cui all'art. 1455 c.c. alla risoluzione del contratto per inadempimento⁴⁵⁴ oltre che al risarcimento del danno subito⁴⁵⁵

⁴⁵⁴ **Tribunale Trani, 30 aprile 2008, n. 529** È applicabile la disciplina del d.lg. n. 58 del 1998 ove sia accertata – con una indagine sostanziale – la natura aleatoria del prodotto oggetto di intermediazione ovvero l'assenza di rischio per la società assicuratrice, indipendentemente dal "nomen iuris" utilizzato. La violazione delle regole comportamentali e di diligenza imposte dall'art. 21 d.lg. 58 del 1998, attenendo alla fase precontrattuale, è sanzionata con l'azione risarcitoria ex art. 1338 c.c. L'azione di annullamento sarà esperibile ove la violazione dei precetti di cui all'art. 21 d.lg. n. 58 del 1998 integri gli estremi di cui agli art. 1427 c.c. ss. Sul piano processuale incombe sull'intermediario, a norma dell'art. 23 ultimo comma d.lg. n. 58 del 1998, l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta. Sull'investitore incombe invece l'onere di provare il danno. La banca che abbia ceduto titoli obbligazionari ad un proprio cliente, ove non dimostri di aver ottemperato agli obblighi prescritti dalla normativa sulla prestazione dei servizi di investimento, è responsabile per inadempimento e, previa risoluzione del contratto di acquisto dei titoli, va condannata a rifondere al cliente, a titolo di risarcimento del danno conseguente all'assoluta incertezza in ordine al recupero del capitale investito, il relativo controvalore, oltre gli interessi al saggio legale a far tempo dal giorno dell'esborso (nella specie, in relazione all'acquisto di obbligazioni Cirio finance, si è ritenuto che l'operazione, non fosse adeguata alla situazione patrimoniale e al profilo di rischio del cliente, essendo irrilevante al riguardo il fatto che l'investitore: a) avesse ricevuto un documento sui rischi generali degli investimenti finanziari; b) avesse apposto una seconda sottoscrizione sull'ordine di acquisto dei titoli, in calce ad una dichiarazione con cui si dava genericamente atto della inadeguatezza dell'operazione; c) avesse in precedenza operato sul mercato borsistico). *Tribunale Genova, 15 marzo 2005*

⁴⁵⁵ **Cass. S.U. 19.12.2007 n.26724**; **Cass. S.U. 19.12.2007 n. 26725**; Trib. Milano 24.09.2008 n. 11247; Trib. Forlì 10.06.2008 n. 544; Trib. Monza 4.06.2008 n. 1649; Trib. Chiavari 3.03.2008 n. 121; Trib. Ancona 20.02.2008 n. 246; Trib. Benevento 6.02.2008 n. 47; Trib. Parma 22.01.2008 n. 120; Trib. Forlì 16.01.2008 n. 47; Trib. Rovigo 16.01.2008 n. 25 Trib. Parma 9.01.2008 n. 6; Trib. Livorno 21.11.2007 n. 1180; Trib. Alba 5.10.2007 n. 417; App. Brescia 24.09.2007 n. 739; App. Torino 30.07.2007 n. 1245; Trib. Napoli 19.07.2007 n. 8362; Trib. Milano 10.07.2007 n. 8602; Trib. Firenze 6.07.2007 n. 2970; Trib. Oristano 12.06.2007 n. 268; Trib. Ivrea 6.06.2007 n. 310; Trib. Rimini 6.06.2007 n.564; Trib. Venezia 30.05.2007 n. 1114; Trib. Parma 24.05.2007 n. 696; Trib. Chiavari 17.05.2007 n. 268; Trib. Prato 11.05.2007 n. 395; Trib. Milano 18.04.2007 n.4680; Trib. Catania 8.02.2007 n.518; Trib. Lodi 12.01.2007 n. 54.n **Corte appello Lecce, 03 marzo 2009** La violazione delle norme che pongono a carico degli Istituti di credito precisi obblighi di informazione in merito alle caratteristiche del prodotto finanziario, comporta la risoluzione del contratto con conseguente diritto del risparmiatore al risarcimento del danno. **Tribunale Palermo, sez. III, 25 febbraio 2009, n. 1004** Dalla violazione dell'obbligo informativo previsto a carico degli intermediari finanziari consegue l'applicazione di sanzioni penali ed amministrative nei confronti dell'intermediario nonché l'esperibilità, da parte del cliente investitore, del rimedio della risoluzione e/o del

finalizzato a consentire al contraente adempiente di “conseguire la riparazione del pregiudizio patrimoniale non eliminabile attraverso le dovute restituzioni”⁴⁵⁶.

Chi scrive, **condivide la struttura bifasica di tale rapporto è ipotizzabile la risoluzione del contratto quadro**, dal momento che gli obblighi di comportamento la cui violazione conduce al rimedio di cui all’art. 1453 ss. c.c. traggono origine da detto contratto perché, sebbene formalmente dettati da norme di legge o dal regolamento intermediario, sono pur sempre stati trasfusi in esso, o comunque sono divenuti parte integrante del regolamento contrattuale per via di integrazione ai sensi dell’art. 1374 c.c..

Ne consegue pertanto che la violazione dei predetti obblighi integri inadempimento del master agreement e ciò anche nel caso in cui tali standard di condotta siano funzionali alla conclusione dei contratti particolari o comunque delle operazioni di negoziazione attuative del predetto contratto quadro⁴⁵⁷.

L. PROSPERETTI⁴⁵⁸, ritiene che, nonostante le critiche avanzate da più parti circa *il fondamento economico della fraud-on-the-market theory, essa sia comunque da ritenersi valida e che la presunzione di affidamento ad essa ricollegabile possa essere invocata anche con riferimento alla diffusione dei giudizi di rating sul mercato.*

L. PICARDI⁴⁵⁹, ritiene inoltre *che l'affidamento degli investitori potrebbe presumersi dall'influenza del rating sul prezzo degli strumenti finanziari e che tale presunzione potrebbe essere disattesa qualora si mostri l'assenza di una correlazione tra prezzo di mercato del titolo e danno. Inoltre, ulteriori limiti all'operatività di tale presunzione potrebbero essere dati*

rimedio risarcitorio non già la nullità del contratto di acquisto dei titoli obbligazionari per violazione di norme imperative.

⁴⁵⁶ **Cass. S.U. 4.12.1992 n. 12942.**

⁴⁵⁷ Cass. S.U. 19.12.2007 n.26724; Cass. S.U. 19.12.2007 n. 26725; Trib Ferrara 28.09.2007; Trib Firenze 6.07.2007 n. 2970; Trib Firenze 23.10.2006 n. 3778; Trib Firenze 21.06.2006 n. 2419.

⁴⁵⁸Cfr., al riguardo, L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, cit., 465 ss. (spec. 467).

⁴⁵⁹L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 209.

dall'efficacia temporale del rating, che non è indeterminata, e dal livello di efficienza del mercato di riferimento.

Il nesso eziologico⁴⁶⁰, da un lato, è stato ricondotto alla circostanza che il rating inesatto possa aver indotto l'investitore a compiere una scelta di investimento che altrimenti non avrebbe compiuto, dall'altro, è stata riconosciuta la difficoltà di provare un legame causale così strutturato, tanto da suggerire l'adozione di meccanismi presuntivi di agevolazione dell'onere probatorio⁴⁶¹; da lì a invocare l'applicabilità della fraud-on-the-market theory al danno da rating, come è evidente, il passo è davvero breve.

Per L. PICARDI⁴⁶², l'accertamento del nesso causale non può prescindere dalla dimostrazione [...] dell'appropriazione da parte dell'investitore del giudizio reso dall'agenzia di rating e dell'influenza esercitata sul suo comportamento finanziario», potendosi tuttavia fare riferimento «al presumibile comportamento ipotetico del soggetto appartenente a quella data tipologia di operatori di volta in volta presa in esame.

Sulla base della dottrina e giurisprudenza maturata l'art. 35-bis, ai fini della sussistenza della responsabilità dell'agenzia di rating, richiede l'esistenza di un ragionevole affidamento dell'investitore sul giudizio rilasciato da quest'ultima.

⁴⁶⁰G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 420 s. M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 650, osserva al riguardo che il «far ricadere sugli investitori la dimostrazione che il comportamento dell'agenzia è stato causa immediata e diretta del pregiudizio patrimoniale subito assumerebbe [...] i veri e propri contorni di una *probatio diabolica*».

⁴⁶¹Cfr. L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, cit., 286 s., là dove afferma che «la prova del ragionevole affidamento riposto dall'investitore nel giudizio dell'agenzia, per assumere la decisione di investire, detenere o cedere lo strumento finanziario valutato, è *condicio sine qua non* per dare fondamento giuridico alla richiesta risarcitoria». L'Autore, in un precedente lavoro (ID., *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, cit., 420), aveva, tuttavia, fatto riferimento non soltanto all'influenza del rating sulla scelta di investimento ma anche all'influenza del medesimo sul valore del titolo. Si vedano, inoltre, G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 335

⁴⁶²L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, cit., 208 s.

Invero, la scelta normativa europea e la riflessione giuridica condotta finora all'interno dei confini nazionali non soddisfa, in particolare se si considerano le criticità che l'adozione di una regola analoga ha evidenziato nell'ambito dell'ordinamento statunitense.

La necessità *dell'affidamento dell'investitore*, a prescindere dal contesto nel quale si verifica l'operazione di acquisto o di vendita degli strumenti finanziari, evidenzia, non soltanto di non tenere conto dei reali processi decisionali degli investitori, ma anche di sottovalutare quale può essere l'effettiva incidenza causale della diffusione di un'informazione inesatta sul mercato rispetto al danno.

È pacifico che l'effettivo affidamento da parte dell'investitore su informazioni *e rating inesatti diffusi al mercato è solo eventuale ed è ben possibile che il danno sia determinato esclusivamente da dinamiche di prezzo*⁴⁶³, influenzate o meno dal giudizio dell'agenzia di rating.

Non impossibile, dunque, che gli investitori non vengano a conoscenza di tutte le informazioni pubblicamente disponibili in relazione all'investimento che si accingono ad effettuare.

È noto del resto che una vera e propria reliance è configurabile quasi esclusivamente in contesti di mercato nei quali il prezzo dello strumento finanziario non possa essere considerato un adeguato segnale del valore dell'investimento, poiché, ad esempio, il titolo non è stato ancora negoziato.

È dunque possibile che in relazione a offerte pubbliche di sottoscrizione, relative a strumenti finanziari di nuova emissione, la ricerca di informazioni relative all'emittente, o allo strumento finanziario considerato, sia maggiore, poiché in tali situazioni il prezzo dello strumento finanziario è fissato all'atto dell'emissione e non dipende in alcun modo da dinamiche di mercato.

Per quanto riguarda invece le operazioni di investimento effettuate sul mercato secondario, invece, il ruolo rivestito dalla *reliance* sembra, invero, particolarmente ridotto, se non addirittura nullo.

L'affidamento su fonti informative quali il prospetto, le

⁴⁶³Cfr. J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 535.

notizie diffuse dall'emittente o dalla stampa finanziaria, i comunicati stampa e i giudizi di rating, è, naturalmente maggiore in relazione a transazioni che hanno luogo sul mercato primario, come nel caso di offerta pubblica di sottoscrizione, o qualora la compravendita del titolo avvenga tra parti ben determinate, generalmente al di fuori di uno scambio di mercato.

Secondo M.B. FOX⁴⁶⁴, *Fraud-on-the-market actions [...] are very different from traditional reliance-based actions. The plaintiff in a traditional reliance-based action is typically a purchaser involved in either a face-to-face transaction in shares of a non publicly traded issuer or an IPO. These are the only situations where plaintiffs are likely to be able to show traditional reliance. These are situations where there is no reason to assume that the price is an efficient one. In contrast, plaintiffs in fraud-on-the-market actions [...] are purchasers in active public secondary markets, where prices can be assumed to be efficient.*

Secondo l'Autore richiamato, il requisito della *loss causation* non avrebbe ragion d'essere in un caso di danno sul mercato finanziario secondario, perché il danno deriva direttamente dalla diffusione dell'informazione inesatta.

Inoltre la rilevanza di fonti informative quali il prospetto e i giudizi di rating potrebbe essere maggiore qualora l'emissione sul mercato primario abbia ad oggetto titoli azionari invece che titoli di debito.

Studi empirici relativi al mercato statunitense hanno, ad esempio, dimostrato che il prezzo dei titoli azionari al momento dell'emissione tende a essere inferiore rispetto al valore effettivo del titolo, mostrando quindi una minore efficienza informativa del mercato azionario stesso.

Diversamente, nel caso di emissioni obbligazionarie, altri studi empirici, sempre relativi ai mercati nordamericani, avrebbero dimostrato che la differenza tra prezzo di emissione e prezzo formatosi a seguito delle negoziazioni sul mercato secondario sarebbe ridotta e talvolta attribuibile più a una tendenza al rialzo dei prezzi sul mercato secondario che a una

⁴⁶⁴M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 831 s.

non corretta formazione del prezzo nel mercato primario⁴⁶⁵

Nonostante tali studi abbiano esaminato mercati con caratteristiche anche profondamente diverse rispetto a quello italiano, le loro risultanze paiono comunque indicative della necessità di adoperare particolare cautela nel condurre una riflessione circa i possibili gradi e stadi di efficienza dei mercati del debito rispetto ai mercati azionari.

Tuttavia, per quanto qui di interesse, anche qualora le risultanze di tali studi fossero interamente trasponibili sui mercati italiani ed europei, parrebbe potersi osservare che, nonostante un buon grado di efficienza informativa nel mercato primario, un ruolo importante verrebbe comunque rivestito da tutte quelle informazioni che vengono per la prima volta comunicate al pubblico al momento dell'emissione, proprio perché il titolo è del tutto **nuovo** sul mercato.

L'affidamento a un rating inesatto o a un'informazione inesatta è, più adatto ad operazioni di investimento sul mercato primario.

Quando invece il titolo sia già negoziato su un mercato, l'investitore è possibile che fondi le proprie scelte di investimento sull'andamento del prezzo di mercato e eventualmente si affidi non tanto a una particolare informazione diffusa al mercato, quanto piuttosto a soggetti professionali, in grado di assisterlo nelle proprie decisioni di investimento.

Sotto questo profilo, pare, dunque, importante evidenziare che la c.d. *reliance* o *affidamento*, da un punto di vista strettamente logico, non è elemento *necessario* alla sussistenza del nesso di causalità tra rating errato e danno per l'investitore, bensì elemento *sufficiente*.

Affidamento e influenza del rating inesatto sul prezzo del titolo, oltre che elementi tra di loro sovrapponibili, paiono infatti da soli sufficienti a ritenere integrato il legame eziologico tra rating errato e danno, poiché il nesso di causalità può ravvisarsi sia nel caso in cui l'investitore sia stato indotto dal rating a compiere una scelta di investimento, rivelatasi pregiudizievole, che egli altrimenti non avrebbe assunto, sia nel caso in cui, pur

⁴⁶⁵Cfr. M. KAHAN, *The Qualified Case Against Mandatory Terms in Bonds*, in 89 *Nw. U. L. Rev.* 565, 1995, 576 s.

senza alcun affidamento da parte dell'investitore sul rating e, nelle ipotesi più estreme, senza che questi ne sia nemmeno venuto a conoscenza, il giudizio abbia influito sul prezzo del titolo acquistato, o venduto, comportando un esborso maggiore (o un profitto minore).

Sempre **M.B. FOX**⁴⁶⁶, riconosce, che **la presunzione introdotta dalla *fraud-on-the-market theory* non ha nulla a che fare con l'affidamento vero e proprio, anche in ragione del fatto che nei *fraud-on-the-market cases*, gli investitori di regola avrebbero comunque compiuto la scelta di investimento dalla quale è derivato il danno, anche se fossero stati a conoscenza dell'informazione in questione.**

Mancherebbe quindi un condizionamento vero e proprio delle scelte di investimento perché anche una vera e propria *reliance* sull'informazione non avrebbe presumibilmente indotto l'investitore ad agire diversamente⁴⁶⁷.

*L'affidamento sulla correttezza del giudizio di rating è, dunque, solo uno dei possibili modi di manifestazione del nesso di causalità tra voto inesatto e danno all'investitore; e sotto questo profilo appare criticabile la scelta del legislatore europeo di menzionare esclusivamente la *reliance* nel testo dell'art. 35-bis.*

Significativa è l'opinione espressa da **D.C. LANGEVOORT**⁴⁶⁸, in merito al commento sulla decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti nel caso *Basic v. Levinson*, che **aveva ribadito la centralità della *reliance* nelle azioni promosse ai sensi della *Rule 10b-5*.**

Facendo riferimento in generale alla diffusione di informazioni inesatte e, in particolare, al caso affrontato dalla Corte, l'Autore osserva infatti che ***the Court could have said that causation was the only requirement, with reliance as one (but not necessarily the only) way of demonstrating a causal***

⁴⁶⁶M.B. FOX, *After Dura: Causation in Fraud-on-the-Market Actions*, cit., 841.

⁴⁶⁷Cfr. J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse Broudo*, cit., 535, dove concorda con il prof. Fox nel ritenere che la «transaction causation is logically irrelevant to this open market context (and, in fact, courts have quietly dispensed with it)».

⁴⁶⁸D.C. LANGEVOORT, *Basic at Twenty: Rethinking Fraud-on-the-Market*, cit., 6.

link between the lie and harm to the plaintiff: pensiero condiviso anche da M.J. KAUFMAN –J.M. WUNDERLICH⁴⁶⁹.

Tale profilo, sembra condiviso **nella dottrina italiana**, da A. PERRONE⁴⁷⁰, il quale, osserva che *il risultato finale tende parimenti a non cambiare anche prescindendo dalla prospettiva dell'affidamento e assumendo, piuttosto, l'angolo visuale dell'incidenza dei ratings sulla formazione del prezzo degli strumenti finanziari e della conseguente possibilità dell'investitore di esperire il rimedio aquiliano nei confronti di quanti abbiano contribuito alla formazione di un prezzo di mercato difforme rispetto al "valore intrinseco" dello strumento finanziario negoziato*.

Similmente anche A. MAZZONI⁴⁷¹, il quale in riferimento, all'attività professionale degli analisti finanziari, osserva *che essa è in grado di produrre l'uno o l'altro o entrambi questi risultati (i) una percettibile incidenza sulla formazione del prezzo del titolo cui la dichiarazione o comunicazione si riferisce; e/o (ii) una induzione, rilevante per il diritto, a investire o disinvestire con riferimento a quel titolo*.

È pur vero che anche qualora il rating inesatto abbia influito sul prezzo del titolo sia parimenti configurabile un rapporto causale tra il giudizio e il danno.

Basti pensare all'ipotesi di diffusione di un rating eccessivamente ottimista che determini un innalzamento del prezzo al di sopra del suo valore *reale*: in tal caso, l'investitore si troverebbe a pagare un prezzo più alto rispetto a quello che avrebbe pagato se il rating fosse stato corretto e, anche qualora l'investitore non fosse stato a conoscenza del giudizio, è possibile che l'alterazione del prezzo dovuta al rating abbia prodotto un danno per il medesimo.

Il danno per l'investitore può dunque essere cagionato sia dall'essersi affidato ad un giudizio di rating inesatto, sia dalla distorsione del prezzo del titolo causata dalla sua emissione, senza che le due circostanze appena descritte debbano

⁴⁶⁹M.J. KAUFMAN –J.M. WUNDERLICH, *Fraud Created the Market*, cit., 297.

⁴⁷⁰A. PERRONE, *Le società di rating*, cit., 1042.

⁴⁷¹A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 213.

*necessariamente coesistere*⁴⁷².

Qualora coesistano entrambe le cause dovrebbe affermarsi la sussistenza del nesso di causalità.

Condivide tale tesi **G. FACCI**⁴⁷³, là dove afferma che, nel caso in cui si possa ritenere che l'investitore avrebbe comunque acquistato i titoli pur in presenza di un rating negativo, *l'investitore potrebbe invocare un nesso causale tra l'erronea valutazione dell'agenzia e la non corretta formazione del prezzo, e conseguentemente richiedere il risarcimento del danno, derivante dal pregiudizio per aver acquistato titoli ad un prezzo non corrispondente al loro "valore intrinseco", in quanto "alterato" dalla condotta negligente di coloro che hanno rilasciato il rating*, pur non sviluppando ulteriormente questo concetto.

In tal senso sembra anche **C. SCARONI**⁴⁷⁴, che però si limita a osservare che *l'investitore deve provare il nesso causale e cioè che non avrebbe investito (in tutto o in parte) nei titoli di quel determinato emittente se la valutazione diffusa dall'agenzia di rating fosse stata diversa da quella effettivamente comunicata ovvero che egli ha investito o disinvestito a condizioni diverse (e per lui pregiudizievoli) rispetto a quelle che sarebbero prevalse nel mercato, qualora il giudizio di rating, rivelatosi errato, non avesse inciso sul mercato stesso*.

Tale tesi non concorda con chi ha ritenuto che l'affidamento non sia da solo sufficiente a stabilire un legame causale tra diffusione di un'informazione inesatta e danno, sulla base del fatto che il danno potrebbe essere del tutto slegato dal contenuto dell'informazione in questione, come accadrebbe nell'ipotesi in cui il *default* dell'emittente sia cagionato non già da una situazione economica e finanziaria instabile, precedentemente celata da un giudizio di rating eccessivamente ottimista, ma da elementi esterni all'emittente e del tutto accidentali, come, per assurdo, lo scoppio di una guerra.

Le ipotesi nelle quali la perdita di valore dell'investimento

⁴⁷² A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 250.

⁴⁷³ G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, cit., 336 s.

⁴⁷⁴ C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., 815.

non è dovuta tanto all'informazione inesatta diffusa, **quanto piuttosto a circostanze di altra natura, dimostrerebbero, infatti, secondo questa opinione, che la *transaction causation* non è da sola sufficiente a stabilire il nesso di causalità necessario a fondare la pretesa risarcitoria.**

J.C. COFFEE JR⁴⁷⁵., ad esempio, ritiene *necessaria la prova della loss causation anche nei casi di danno sul mercato, dove non è ravvisabile alcun affidamento vero e proprio sull'informazione inesatta diffusa, posto che il deprezzamento del titolo ben potrebbe essere dovuto a fattori diversi rispetto alla sua diffusione.*

Ebbene, in realtà ciò non è dovuto ad una presunta intrinseca insufficienza dell'affidamento e, corrispondentemente, della *transaction causation*, a stabilire un qualche nesso eziologico, quanto piuttosto al fatto che in ipotesi come quelle ricordate si assiste, a ben vedere, ad una interruzione del nesso causale e all'inserimento di una nuova serie causale da sola sufficiente a determinare il danno.

Inoltre, nel nostro ordinamento, già la regola generale posta dall'art. 1223 c.c. in materia di causalità, applicabile sia in ambito contrattuale che in ambito extracontrattuale in forza del richiamo contenuto all'art. 2056 c.c., vale a escludere la risarcibilità di danni non *immediati* né *diretti* in quanto cagionati da cause troppo *remote*, i quali, pertanto, sia pure ricollegabili a un determinato evento per via di un legame di causalità materiale, non sono di certo da ricomprendere nell'ambito di operatività della causalità giuridicamente rilevante a fini risarcitori.

Dunque, alla luce delle regole generali in materia di causalità, che impongono di attribuire a ogni serie causale autonoma, inseritasi nell'evoluzione della fattispecie e da sola sufficiente a cagionare il danno, valore interruttivo del legame eziologico, sia alla luce dell'applicazione dell'art. 1223 c.c., nel nostro ordinamento sembrano perdere di rilievo gli argomenti che, nell'ordinamento statunitense, hanno condotto la dottrina e la giurisprudenza prevalenti a ritenere insufficiente la sola *transaction causation* ai fini

⁴⁷⁵ J.C. COFFEE JR., *Causation by Presumption? Why the Supreme Court Should Reject Phantom Losses and Reverse* Broudo, cit., 537 s.

dell'integrazione del nesso causale.

L'affidamento riposto nell'informazione inesatta o nel rating errato è, da solo sufficiente a stabilire il nesso di causalità tra la condotta di chi diffonde l'informazione e il danno patito dall'investitore, senza che sia necessaria un'ulteriore indagine volta ad accertare, ad esempio, se il danno effettivamente costituisca una concretizzazione del rischio celato dal rating inesatto o se la rettifica del giudizio precedentemente diffuso al mercato sia propriamente la causa della diminuzione del prezzo dell'investimento effettuato, fatta salva la prova dell'interruzione del nesso causale o dell'insussistenza di un danno immediato e diretto⁴⁷⁶.

Allo stesso modo, può immaginarsi la sussistenza del nesso di causalità anche quando l'investitore non fosse a conoscenza del giudizio di rating, se la sua emissione o revisione abbia prodotto un'alterazione del prezzo del titolo.

La possibilità più evidente, è quello in cui un rating eccessivamente favorevole abbia determinato un aumento fittizio del prezzo del titolo, poi diminuito a seguito della revisione del rating o dell'emergere di circostanze incompatibili con il voto rilasciato: tuttavia è ipotizzabile anche lo scenario opposto, nel quale un rating eccessivamente pessimista abbia depresso il prezzo del titolo.

Oltre al danno eventualmente patito dall'emittente, potrebbe, infatti, configurarsi un danno per l'investitore che abbia ceduto lo strumento finanziario a un prezzo inferiore a quello che altrimenti egli avrebbe potuto ottenere sul mercato.

Se anche in queste ipotesi può dunque ritenersi integrato il nesso eziologico tra giudizio di rating e danno, il problema principale diviene quello di determinare quale sia l'oggetto della prova richiesta all'investitore, tanto è vero che, proprio a questo proposito, la giurisprudenza e la dottrina statunitensi si sono chieste se sia sufficiente la prova di un'alterazione del prezzo del titolo a seguito della diffusione della notizia inesatta, o se invece sia richiesto anche qualcos'altro.

Appurato che il nesso di causalità, quale elemento costitutivo dell'illecito dell'agenzia di rating, può assumere diverse

⁴⁷⁶ Cfr. A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 250.

configurazioni, ed essere, quindi, costituito dall'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio reso noto al pubblico **ovvero da un'alterazione del prezzo dello strumento finanziario cui il giudizio in qualche modo si riferisce, occorre determinare quali regole presiedano alla prova di tali circostanze.**

Pervero, sono proprio i profili probatori del nesso di causalità a svolgere un ruolo determinante ai fini dell'effettività della tutela riconosciuta all'investitore.

L'analisi condotta finora ci consente di ritenere criticabile la scelta del legislatore europeo di fare esclusivo riferimento nel testo dell'art. 35-*bis* all'elemento dell'affidamento sul voto di rating, così come poco condivisibile pare la scelta di non introdurre espressamente nel dettato normativo alcun meccanismo agevolativo della prova del nesso di causalità tra rating inesatto e danno da parte dell'investitore.

L'art. 35-*bis* da un lato, infatti, si limita a richiedere all'investitore la prova di essersi ragionevolmente affidato al rating, ovvero di non essersi esclusivamente o meccanicamente affidato al giudizio dell'agenzia per la valutazione del merito di credito di un emittente o di uno strumento finanziario, secondo la definizione di *eccessivo affidamento* fornita dall'art. 5-*bis*, par. 1, Regolamento CE n. 1060/2009, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, richiamata dallo stesso art. 35-*bis*, o quantomeno di aver adoperato la dovuta diligenza nell'assunzione della propria scelta di investimento; inoltre non sembra aver preso una posizione decisa sui meccanismi di agevolazione probatoria a disposizione degli investitori, tacendo del tutto sul punto.

Potrebbe forse sostenersi, che il testo dell'art. 35-*bis* faccia riferimento, in realtà, solo a una delle possibili configurazioni del nesso eziologico tra giudizio di rating e danno, nulla vietando che questo venga provato altrimenti.

Una tale interpretazione rischierebbe, tuttavia, per svilire la scelta del legislatore europeo di richiedere comunque la prova dell'affidamento riposto dall'investitore sul giudizio di rating, che, pertanto, pur se interpretato in termini più estensivi rispetto ad un condizionamento decisivo sulle scelte di investimento, non può essere completamente espunto dal testo normativo.

Più condivisibile sarebbe la scelta valorizzare il riferimento

contenuto nel testo dell'art. 35-bis alla ragionevolezza dell'affidamento e, specialmente, al fatto che la sua prova può essere sostituita dalla prova della dovuta *diligenza nell'assunzione della scelta di investimento, che la prova della reliance debba essere intesa in senso lato, come prova del non aver avuto ragione per dubitare della correttezza del giudizio di rating o, addirittura, come prova di aver adeguatamente ponderato la scelta di investimento, a prescindere da un effettivo condizionamento o addirittura dall'effettiva conoscenza da parte dell'investitore del giudizio di rating.*

Detta impostazione, anche se risponde alle possibili configurazioni concrete del nesso di causalità tra giudizio di rating errato e danno, **non evita la forzatura del dato testuale, in quanto è proprio la prova della ragionevolezza ex art. 5-bis a poter essere sostituita con la prova della dovuta diligenza, non la prova dell'affidamento in sé**, tanto che risulterebbe più adatta a indirizzare una proposta di riforma in una prospettiva *de jure condendo* che a orientare l'effettiva applicazione, anche se estensiva, del testo normativo in vigore.

La versione inglese del testo normativo è più chiara al riguardo: *an investor may claim damages under this Article where it establishes that it reasonably relied, in accordance with Article 5a(1) or otherwise with due care, on a credit rating for a decision to invest into, hold onto or divest from a financial instrument covered by that credit rating.*

Con riferimento all'analoga previsione di responsabilità contenuta nella proposta di regolamento del 15 novembre 2011, poi trasposta nell'attuale art. 35-bis, si era affermato che la *reliance* era un elemento necessario della figura di illecito ivi descritto.

Al riguardo A. DARBELLAY⁴⁷⁷, sostiene che *the proposed Regulation adds the element of reliance in the sense that the investor may bring an action only if he or she relied on the rating in question.*

Il testo dell'art. 35-bis non è ancora in grado di bilanciare la responsabilità delle CRA e l'esigenza di ammentere il mercato finanziario libero e trasparente, è dunque necessaria una ulteriore riforma in particolare alla luce dei §§ 1 e 2 della norma

⁴⁷⁷ A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, cit., 83.

citata che richiedono la prova del ragionevole affidamento dell'investitore sul rating dello strumento finanziario oggetto dell'operazione di acquisto o vendita, ignorando il fatto che quest'ultimo potrebbe non essere presente, che l'affidamento potrebbe essere stato riposto sul rating dell'emittente e che anche quest'ultimo è in grado di incidere sul prezzo degli strumenti finanziari oggetto del contratto di investimento.