



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Scuola Dottorale Internazionale "Tullio Ascarelli" Diritto - Economia - Storia

Dottorato di ricerca in Diritto Privato - XXIV Ciclo - IUS 01

Tesis en co-tutela con la

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho mercantil

Doctorado en Derecho y Ciencia Política

**AGENZIE DI RATING, MERCATI FINANZIARI
E MODELLI DI RESPONSABILITÀ**

**AGENCIAS DE CALIFICACIÓN, MERCADOS
FINANCIEROS Y MODELOS DE RESPONSABILIDAD**

Tesi di Dottorato del:

Dott. Valeria Pitarresi

Tutor:

Ch.mo Prof. Enrico Camilleri

Tutor:

Ch.mo Prof. Mauricio Troncoso Reigada

Coordinatore:

Ch.mo Prof. Rosalba Alessi

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

TESIS DE DOCTORADO
“AGENCIAS DE CALIFICACIÓN, MERCADOS FINANCIEROS Y
MODELOS DE RESPONSABILIDAD”

RESUMEN

1. INTRODUCCIÓN.- Las agencias de calificación crediticia están consideradas entre los principales actores de los mercados financieros. En una sociedad en la que términos como prima de riesgo, *default* de la deuda soberana, y *bonos del Estado* han empezado a formar parte de la vida cotidiana de la gente común, no es de extrañar que estas entidades sean conocidas hoy en día por la mayoría de las personas, aunque hasta hace poco más de una década nombres como Standard & Poors, Moody o Fitch podían considerarse familiares solamente para los expertos.

Los escándalos financieros que desde los primeros años de este siglo han afectado a los mercados de todo el mundo, y, especialmente, el estallido de la crisis económica que hasta hoy venimos arrastrando a nivel mundial, han puesto en relieve las distorsiones que la actividad de las agencias ha causado - y todavía sigue causando - en la dinámica de los mercados financieros.

Los conocidos casos de Enron, Parmalat, WorldCom, en un primer momento, y la explosión de la burbuja relativa a las hipotecas de alto riesgo, con el fracaso de gigantes como Lehman Brothers, más recientemente, han demostrado que el enorme poder que han adquirido durante el último siglo estas entidades puede tener un gran impacto en una enorme variedad de ámbitos. Es decir, no sólo dentro de los circuitos de las altas finanzas y los mercados en general, sino también para las economías de los Estados, sus políticas públicas y, por lo tanto, incidiendo también, a nivel microeconómico, en la sociedad civil.

De esta forma, sobre las agencias de calificación crediticia se ha ido desarrollando inevitablemente un acalorado debate, que se ha extendido a diferentes campos de estudio, incluido el jurídico. Dentro de éste último, y en función de la materia específica, se han examinado diversos aspectos de la actividad y las funciones que las agencias realizan. Si en el Derecho Mercantil, por ejemplo, se han analizado especialmente los problemas relacionados con el mercado en el que operan, en el campo del Derecho Penal se ha abordado la identificación de los posibles tipos delictivos en los que se podría incurrir.

Dentro de toda esta amplia problemática relacionada con las agencias de calificación, el presente trabajo se centra en estudiar la posibilidad de configurar un modelo de responsabilidad con respecto a las conductas negligentes que han salido a la luz en las últimas décadas y los consiguientes daños causados tanto a los emisores - los sujetos a los que directamente se dirigen las actividades de las agencias -, así como a los inversores - destinatarios indirectos de sus servicios.

Sin embargo, si la primera de las dos líneas de investigación que acabamos de mencionar – sobre la base de los esquemas que cada sistema de responsabilidad proporciona – se ha mostrado menos problemático, al menos por la presencia de un vínculo contractual entre agencias e inversores, en el segundo de los casos mencionados el problema, no sólo se vuelve más complejo debido a la ausencia de una relación jurídica directa entre esas partes, sino - al menos desde el punto de vista de quien escribe - por esta misma razón, se hace más urgente para garantizar la protección de los sujetos sobre los que más se producen las consecuencias de los daños sistémicos causados por la actividad de las agencias de calificación.

Para poder llegar a una propuesta sobre un modelo de responsabilidad de las agencias de calificación crediticia frente a los inversores perjudicados por sus evaluaciones falsas o incorrectas, se ha considerado oportuno proceder a la construcción de un camino que pasa por la identificación de la función y el papel de estas entidades desde su origen, las actividades realizadas y su evolución, así como los aspectos problemáticos que se van generando en el tiempo, y las respuestas normativas que se han proporcionado a estos problemas, permitiendo de esta forma enmarcar el contexto dentro del cual se debe ubicar la cuestión de la responsabilidad de estas entidades.

2. LAS INFORMACIONES Y EL MERCADO FINANCIERO.- En particular, el trabajo empieza con un examen de la función de la información en los mercados financieros y, en particular, sobre la importancia que el bien “información” tiene en las dinámicas que caracterizan a las transacciones dentro de ellos. Del mismo se deduce la estrecha relación entre las asimetrías informativas y las agencias de calificación crediticia, siendo considerada la actividad de estas últimas como instrumento para reducir los problemas creados por dichas asimetrías.

Se observa, de hecho, que la existencia de información asimétrica en relación con los precios y calidad de las mercancías objeto de comercio en los mercados financieros, genera efectos adversos significativos como los representados por los fenómenos de selección adversa y riesgo moral. Lo anterior provoca la aparición de un riesgo de una tendencia a la baja en los préstamos y el aumento de las tasas de interés. Este efecto es el que hace que sea necesario que operen sujetos que permitan una mejor difusión de la información y un mayor control de la utilización del crédito.

3. LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN: LAS ACTIVIDADES Y LOS ASPECTOS PROBLEMÁTICOS.- A continuación, se identifica la función original de las entidades analizadas y se continúa con el examen del origen histórico y de las actividades desarrolladas por estas.

Las agencias de calificación aparecen a principios del siglo XX en los Estados Unidos, y comenzaron a ampliar su poder mediante la previsión, en el curso del siglo XX, de normas que empezaron a incluirlas en la reglamentación de los mercados financieros. De hecho, la asignación de valor normativo a los juicios emitidos por ellas permitió que se convirtieran en indispensables para la correcta aplicación de la ley para ciertos emisores.

Mientras tanto, la crisis económica del '29, pero aún más ciertos fracasos que ocurrieron en el mercado americano en los años setenta y la consiguiente pérdida de confianza en los mercados por parte de los inversores, hizo que los emisores empezaran a pedir a las agencias una calificación crediticia, con el fin de darla conocer a los mercados y así facilitar la recolección de fondos. La expansión de su poder, además, contribuyó a una casi total desregulación de las agencias, que ejercieron su actividad sin control alguno por parte de las autoridades de Estados Unidos.

La importancia de la función y de las actividades realizadas por las agencias de calificación empezaron a crecer cada vez más con las dinámicas internas de los mercados, junto a una evolución funcional que la alimenta, creando así un circuito que (hasta hoy) les garantiza expansión y recolección de un enorme poder.

La evolución mencionada, en efecto, debe considerarse vinculada - en el doble papel de causa y efecto - también con otras dos circunstancias que aparecen en el estudio de estas entidades, es decir, el cambio del modelo de mercado adoptado y la inclusión de otras actividades especiales además de aquellas ya desarrolladas.

A este respecto, por lo tanto, destaca el cambio de un modelo – dicho *investor pays* - en el que son los inversores interesados en evaluar el riesgo de crédito de ciertos emisores o instrumentos financieros, que, a cambio del pago de una tarifa, piden un rating, a un modelo - el denominado *issuer pays* - en el que son los emisores que solicitan este servicio, lo que plantea dudas sobre los conflictos de intereses que se puedan producir en estos casos.

En la misma perspectiva, otro aspecto que se menciona es la inclusión de actividades auxiliares realizadas por estas entidades, las cuales pueden llegar a ser fuente de problemas (en cuanto que pueden dar lugar a un conflicto de intereses), como las operaciones de consultoría en la titulación de los instrumentos financieros a los que luego se le asigna una evaluación del riesgo.

El análisis de estos puntos lleva, de forma casi natural, al análisis de importantes cuestiones problemáticas relacionadas con la actividad de la entidad en cuestión, que han demostrado su capacidad dañina durante la última crisis financiera. Se trata, entre otros, del problema de los conflictos de intereses, del mercado oligopolístico en el que operan y la restricciones en el acceso, así como la cuestión de la atribución de valor legal a las calificaciones emitidas por las agencias.

3.1 EL CONFLICTO DE INTERESES.- En particular, con respecto a la cuestión del conflicto de intereses se ha demostrado que su origen (y mantenimiento) se debe atribuir principalmente a dos razones, es decir: el modelo de mercado adoptado (el mencionado *issuer pays*), en las que son los mismos emisores “calificados” que retribuyen la agencias con el fin de obtener un juicio sobre su solvencia (o la de sus instrumentos financieros); además, la actividad de consultoría en la titulación de los instrumentos financieros después objeto de evaluación por parte de la misma agencia.

Por otra parte, se destaca como ha contribuido en gran medida al problema en cuestión la propiedad de las principales agencias que operan a nivel mundial; De hecho, los mayores accionistas son los mismos titulares de los principales fondos de inversión estadounidenses. Una circunstancia, que por si sola daría lugar a sospechar sobre la corrupción de los engranajes donde las principales agencias de calificación obtienen protagonismo.

3.2. EL PROBLEMA DEL MERCADO OLIGOPOLÍSTICO Y LA FALTA DE COMPETENCIA.- En cuanto a la cuestión de la estructura oligopolística del mercado de la calificación crediticia, gobernado por tres grandes agencias mundiales - Standard & Poors, Moodys y Fitch -, se señala que, junto con el problema contextual de las barreras de entrada, fue causado principalmente por las mismas políticas legislativas del legislador americano desde la aparición de estas entidades. En efecto, las reglas establecidas a principios del siglo XX han introducido las calificaciones en la legislación financiera, por lo que las agencias han ido adquiriendo el papel de proveedores de licencias reguladoras, es decir una función de supervisión de carácter cuasi-público. Sin embargo, restringiendo al mismo tiempo estas actividades sólo a un pequeño número de agencias que tuviesen algunos requisitos de base reputacional previstos por el propio legislador, se les ha asegurado un enorme poder y grandes beneficios y, por otro lado, ha tenido como consecuencia la creación de dichas barreras de entrada.

3.3. EL VALOR “CUASI-PÚBLICO” DEL RATING.- Por último, se examina el problema del valor normativo que han ido adquiriendo las evaluaciones de las agencias de calificación, destacándose entre las causas, también en este caso, la política reguladora adoptada por el legislador tanto estadounidense, así como, más recientemente, europeo, de forma que se ha ido contribuyendo a la creación de una dependencia excesiva de los inversores en la información proporcionada por estas entidades.

A través del análisis de los problemas que las actividades de las agencias de calificación crediticia genera, destacan dos elementos comunes a todos esos aspectos problemáticos: Por un lado, el potencial perjudicial con respecto a varios aspectos, por otra parte, la circunstancia por la que el mismo legislador ha contribuido directa o indirectamente a ellos, optando por la desregulación de sus negocios o, en otras ocasiones, por la emisión de normas que, en lugar de proporcionar mecanismos de control, en una dirección diametralmente opuesta, les ha permitido adquirir el papel de verdaderos reguladores de los mercados.

4. LA REGLAMENTACIÓN DE LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA EN ESTADOS UNIDOS Y EN EUROPA.- Después del análisis de estos

aspectos, la atención se dirige hacia las respuestas normativas que se ha producido, aunque con retraso, tanto en los Estados Unidos, así como, todavía más tarde, en la Unión Europea.

En este sentido, destacan en primer lugar las primeras medidas dictadas por los legisladores estadounidenses, que – como se ha visto – han ido en una dirección opuesta a la de la regulación de la actividad de estas entidades; en segundo lugar, se analizan las intervenciones más recientes, posteriores a la crisis sistémica de la primera década del siglo XXI, que han pretendido dictar finalmente una disciplina de la actividad de las agencias de calificación crediticia.

Las razones del examen de la legislación estadounidense son obvias: De hecho, no se ha considerado oportuno, en este contexto, prescindir de la normativa de los Estados Unidos, siendo aquella no sólo precursora de la disciplina europea, sino también la única, durante mucho tiempo, que regulaba las actividades de las agencias, que se desarrollaba también en el territorio de la Unión Europea.

Por lo tanto, se ha demostrado que después del vacío legal que permitió a las agencias de calificación operar sin ningún tipo de control en los mercados de la Unión Europea, después de la primera intervención del legislador estadounidense, con fecha de 2006, el legislador europeo promulgó el Reglamento 1060/2009, estableciendo una serie de medidas para superar los problemas a los que nos hemos referido.

Sin embargo, a pesar de las diferentes medidas adicionales a lo largo de los años siguientes, incluso algunas muy recientes - como la promulgación del Dodd-Frank Act de 2010 y la modificación del Reglamento europeo de 2013 (reg. 462/2013) -, se ha constatado que todas las medidas que establecen los requisitos de transparencia y comunicación, incluyendo los mecanismos sancionadores resultantes de su eventual violación, no parecen haber tenido el efecto deseado. Las agencias de calificación crediticia, a día de hoy, siguen disfrutando de amplios poderes y plantean problemas similares a los del pasado, además de preservar el enorme potencial dañino que se ha destacado en las últimas décadas.

De todos modos, se observa cómo la regulación que ha intervenido hasta hoy para regular las actividades de las agencias de calificación crediticia se ha dirigido principalmente a la provisión de medidas de carácter público, siendo destinada principalmente a la superación de las cuestiones controvertidas que se plantean a un nivel macroeconómico; quedándose al margen, sin embargo, el establecimiento de reglas de Derecho Privado.

Lo que queda claro a través del análisis de la reglamentación, es que la mayoría de las medidas han hecho más complejo el logro del objetivo fijado; facilitando y fortaleciendo indirectamente, en un sentido contrario al buscado, el poder de las entidades que se pretendían regular.

Además, la impresión es que para las instituciones europeas la protección de los inversores perjudicados por la mala conducta de las agencias está supeditada a un objetivo superior, cual es el buen funcionamiento de los mercados comunitarios.

En efecto, el legislador europeo se ha limitado a la introducción, en el Reglamento sobre las agencias de calificación crediticia, de una sola norma que establece la legitimación activa de los inversores víctimas de una información falsa o inexacta, para reclamar la responsabilidad civil de aquella. Dicha regla, sin embargo, no ha recibido aún ninguna aplicación por parte de los jueces de los Estados miembros, revelándose la persistencia, por el contrario, de una sustancial inmunidad de las entidades objeto de este análisis.

5. UN MODELO DE RESPONSABILIDAD PARA LOS DAÑOS SUFRIDOS POR LOS INVERSORES VÍCTIMAS DE RATING FALSOS O INEXACTOS.-

En esta perspectiva, después de haber descrito el marco general en el que se inserta el tema de la responsabilidad de las agencias de calificación frente a los inversores perjudicados por sus conductas negligentes, se señala que el problema de una intervención "desde la base" se enfrenta con el obstáculo de la identificación de esquemas "dogmáticamente" adecuados en cada ordenamiento jurídico y que, de acuerdo con el principio de eficacia, garanticen la aplicación de los derechos consagrados a nivel europeo.

5.1. LA PERSPECTIVA DEL SISTEMA JURIDICO ITALIANO. EL MODELO EXTRA CONTRACTUAL.-

Tomando en cuenta el ordenamiento jurídico italiano, para la identificación de un modelo de responsabilidad aplicable a los daños causados a los inversores por falsa o incorrecta calificación, se ha considerado oportuno, en primer lugar, dirigir la atención hacia las normas que rigen la responsabilidad de tipo extracontractual. En efecto, la ausencia de un vínculo entre las partes, es decir agencias de calificación e inversores, constituye un argumento a favor de analizar este problema desde la perspectiva de la aplicación del modelo de responsabilidad establecido por el artículo 2043 del código civil italiano.

En este sentido, se considera oportuno comenzar con el examen del requisito que, de acuerdo con la doctrina que más ha estudiado esta cuestión, constituye el mayor obstáculo para poder sostener que la responsabilidad civil de las agencias de calificación crediticia es de carácter extracontractual: el relativo a la relación de causalidad entre la actuación de la agencia, consistente en la emisión de una calificación errónea o en la falta de revisión de un rating, y los daños sufridos por los inversores.

La jurisprudencia, tanto en Estados Unidos como en Europa, nunca se ha pronunciado favorablemente acerca de la existencia de ese elemento, sino que por el contrario, ha aceptado casi constantemente el argumento presentado por las agencias de calificación para defenderse: a saber, que sus estimaciones emitidas son meras opiniones y, por lo tanto, están protegidas por el principio de la libertad de palabra y de prensa, como manifestaciones de la libertad de expresión. Por este motivo, la conducta de la agencia de calificación no podría ser considerada como antecedente causal de la pérdida financiera sufrida por los inversores.

Sin embargo, el estudio en profundidad de la jurisprudencia que se ha ocupado del tema de la responsabilidad de estas empresas permite verificar que los argumentos utilizados por ellas son una falacia. Además el examen de las propuestas realizadas por la doctrina, en las que se analizan los criterios aplicables para poder evaluar la causalidad según el interprete italiano, permite llegar a la conclusión de que no cabe "excluir por completo la posibilidad de configurar la existencia de un nexo causal en estos casos.

No obstante, se considera que el elemento del nexo causal entre la conducta y el acto dañoso es un criterio "lábil", inadecuado para ser considerado capaz de dar respuestas definitivas en cuanto a la capacidad de configuración de un tipo de responsabilidad extracontractual, al menos en los casos examinados.

De ahí que se produjera un cambio de enfoque hacia el elemento que, entre los requisitos establecidos en el art. 2043 código civil, y de acuerdo con la mayor parte de la doctrina italiana, tendría más capacidad para llevar a cabo la reconstrucción de la conducta ilícita; a saber, el elemento de daño y su calificación en términos de "injusticia", que es el verdadero núcleo del sistema de responsabilidad civil italiano.

Dada la opinión unánime de la doctrina, según la cual el elemento subjetivo no tiene que considerarse necesario para la configuración del *an respondeatur*, se ha procedido a estudiar si es posible calificar el daño como un daño "injusto" o no. La respuesta,

considerando que hay diferentes teorías acerca del sentido de esta calificación que el art. 2043 código civil italiano asigna al daño extracontractual, parece ser diferente según la doctrina que se considere oportuno apoyar.

Así pues, después de haber optado por la opción hermenéutica que considera el art. 2043 código civil italiano como una norma "secundaria", capaz de conferir tutela sólo para situaciones subjetivas ya previstas por la ley, se pudo comprobar la ausencia - en el presente caso - de una conexión entre las pérdidas sufridas por el inversor y una posición jurídica protegida por la ley.

De hecho, se ha demostrado que el sistema de responsabilidad civil italiano se caracteriza por estar a medio camino entre el sistema francés del *Code Napoléon* – es decir un sistema de cláusula abierta de responsabilidad –, y el sistema alemán – que se caracteriza por especificar los “actos ilegales típicos”, es decir un sistema que se ha definido “cerrado”.

En esta perspectiva, el sistema italiano se considera como una disciplina de “evolución típica” de la responsabilidad: A través de la asignación de la calificación de "injusticia" al acto dañoso se ha creado un sistema que, si bien permite la protección extracontractual de lesiones “típicas”, es decir situaciones definidas jurídicamente relevantes *ex ante*, por el propio legislador, al mismo tiempo y por las mismas razones se mantiene abierto a los nuevos casos en los que con el paso del tiempo se vayan considerando relevantes a través de la intervención del mismo legislador.

La evaluación incorrecta o falsa emitida por las agencias de calificación sobre la solvencia de un producto financiero o un emisor en particular, que induce al inversor - especialmente con poco conocimiento técnico – a la inversión en ciertos instrumentos financieros, precisamente por la confianza que genera la autoridad de estas entidades, produce en dichos inversores un daño, que se caracteriza como mera pérdida económica, por lo que ha de calificarse como “daño puramente económico”.

Así pues, dada la ausencia, en el sistema jurídico italiano, de un derecho general a la integridad del patrimonio es por lo tanto imposible (si adoptamos la teoría que considera el art. 2043 del código civil como norma “secundaria”) identificar una lesión de una posición jurídica relevante para este ordenamiento que fuera capaz de integrar el "daño injusto" necesario para la configuración de una responsabilidad extracontractual. De ahí que esta posibilidad deba ser excluida en el ordenamiento italiano.

A lo anterior debe añadirse que, otro motivo para excluir la posibilidad de aplicar este tipo de responsabilidad en estos casos, reside en el hecho de que los mismos son supuestos en los que no se puede considerar que los sujetos afectados sean “desconocidos” hasta el momento de producirse del daño. Por este motivo, aunque la ausencia de un vínculo contractual entre la agencia de calificación crediticia y el inversor en un primer momento milita a favor de buscar modelos de protección en el área de responsabilidad que se basa en el principio de *neminem laedere*, se puede entender que en estos casos emergen situaciones "cercanas" a la relación contractual, donde se pone de manifiesto la existencia de un "deber de protección" de un sujeto hacia el otro.

5.2. UN MODELO DE RESPONSABILIDAD CONTRACTUAL: LA PROPUESTA DE APLICACIÓN DE LA FIGURA DEL CONTRATO CON EFICACIA PROTECTORA PARA TERCEROS.- El hecho de que el inversor tome sus decisiones de compra sobre la base de una calificación positiva proporcionada por una entidad cuya función consiste en llevar a cabo este tipo de tareas, es decir sobre la base de la evaluación que es objeto del contrato previamente concluido entre la agencia y el emisor y que está dirigido a los mismos inversores, pone de manifiesto la estrecha relación de cercanía entre los sujetos protagonistas de los hechos que en este trabajo se analizan.

Por otra parte, siendo obvio que no se puede considerar aplicable la responsabilidad contractual en un sentido estricto, debido a la ausencia de una relación contractual entre las agencias y los inversores, sí que es posible hacer referencia a formas de responsabilidad que en la doctrina italiana se han definido como "en la frontera entre responsabilidad contractual y extracontractual"; se trata de un modelo que en la historia del pensamiento jurídico italiano (y no sólo en él) ha permitido la protección de actos dañosos problemáticos, para los que no puede utilizarse (con éxito) ninguna de las formas de responsabilidad proporcionada por el ordenamiento italiano.

En efecto, los casos objeto de estudio, como hemos visto, se caracterizan por la concurrencia de dos elementos problemáticos que constituyen un obstáculo a la aplicabilidad de los dos tipos de responsabilidad previstos en el Código Civil italiano, es decir el problema de la naturaleza del daño – meramente económico - que se configura, y la ausencia de una relación negocial entre las partes implicadas: El uno y el otro impiden, respectivamente, la configuración tanto de una responsabilidad de tipo extracontractual así como *ex contractu*.

Después de haber llevado a cabo un “itinerario” que pasa por el análisis de la figura de la *culpa in contrahendo*, la teoría de los “deberes de protección” (de los intereses que de alguna manera entran en contacto entre sí, aunque sin dar lugar a una relación contractual en sentido estricto), a través de la afirmación de la existencia de una obligación de “estructura compleja” ha ido emergiendo la figura del contrato con eficacia protectora para terceros.

El análisis de esta figura, desde su configuración original en el pensamiento jurídico alemán hasta su reconocimiento por parte de la mejor doctrina en Italia, permite considerar a este tipo de contratos como el mecanismo más adecuado para asegurar la protección de los intereses que aquí se examinan.

El *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* permite, de hecho, proteger a terceros que no son acreedores de la obligación principal, incluyéndolos en la “zona de protección” de los contratos de los que no sean partes. De ahí que, aunque no puedan reclamar en caso de incumplimiento de la obligación principal, sí lo puedan hacer en caso de contravención de las llamadas obligaciones de comportamiento que acompañan la relación obligatoria.

Después de la identificación de la correcta base dogmática de la figura mencionada en el principio de solidaridad consagrado en el art. 2 de la Constitución Italiana como una “disposición constitucional que da relevancia jurídica a la posición de los sujetos implicados por los efectos de un acto”, destaca como los efectos de protección se generan a partir de las relaciones accesorias - protectoras - vinculadas pero autónomas de la relación principal entre agencia y emisor; todo esto a la luz del principio de la relatividad de los contratos interpretado de una forma ya no rígida como en el pasado, sino “dinámica”, que pone en cuestión la misma idea de la relación obligatoria como una relación en la que se reconocen sólo las situaciones jurídicas relativas a las partes.

De esta manera se concluye que el contrato entre las agencias de calificación y el emisor, que tiene como objeto la evaluación de la solvencia de determinados instrumentos financieros o del mismo emisor, debe considerarse caracterizado, además de por la obligación primaria, también por una serie de obligaciones accesorias que podemos considerar “de protección” de todas aquellas personas que se encuentren en relación con el emisor, es decir en una posición de “proximidad calificada”: Proximidad que se encuentra en la misma relación contractual entre el emisor y el inversor.

Así pues, dada la conexión directa entre las relaciones mencionadas, considerando que la primera de ellas, entre la agencia y el emisor, genera efectos en la esfera jurídica de

los inversores – a los que, por otra parte, en última instancia está destinada aquella información – debe afirmarse que surgen para las agencias de calificación obligaciones de protección destinadas a satisfacer los intereses y la integridad del patrimonio tanto de la contraparte, así como, con efecto directo, de terceras partes implicadas, es decir, los inversores.

Por lo tanto, a través de la acogida de esta reconstrucción, los daños sufridos por los inversores que hayan confiado en la calificación de dichas entidades, pueden encontrar un modelo de protección "fuerte", como se considera el modelo de responsabilidad contractual; lo que permite extender a estas personas los beneficios de una prescripción de plazo más largo y una carga de la prueba más favorable.

Además, la configuración de la responsabilidad de las agencias de calificación crediticia a través del modelo del contrato con eficacia protectora para terceros - y, por tanto, a través de una forma de protección de tipo contractual - sobre la base de los argumentos avanzados a lo largo de este trabajo, parece ser, en nuestra opinión, la única solución justificable desde un punto de vista dogmático, en la perspectiva del sistema de responsabilidad vigente en Italia.

5.3. UN MODELO DE RESPONSABILIDAD EN EL SISTEMA JURÍDICO ESPAÑOL.- La última parte del trabajo está dedicada al análisis de las propuestas avanzadas en otro país europeo que, por su propio sistema económico, puede también considerarse más susceptible a las externalidades negativas generadas por las agencias de calificación crediticia, como es el caso de España.

Se ha demostrado así que no es casual el hecho de que la mayoría de las bajadas en la calificación de las deudas soberanas en los últimos años se hayan dirigido a Italia y España, entre otros países, donde el sistema económico y financiero ha resistido con mucha más dificultad a los efectos de la reciente crisis global. Las reacciones en cadena desarrolladas después de estos acontecimientos han afectado y afectan no sólo a nivel macroeconómico, sino también a nivel micro, causando daños incluso – o quizás especialmente – a los ahorradores.

En efecto, en el sistema jurídico hispánico los problemas han sido menos intensos, considerando que el régimen de responsabilidad extracontractual allí previsto se diferencia del italiano por la existencia de una cláusula abierta, lo que permite indemnizaciones

también por daños no relacionados con una situación protegida expresamente por el ordenamiento jurídico positivo; pero sí considerado digno de protección a través de una evaluación *ex ante*.

Así pues, la mayoría de la doctrina española se inclina por afirmar la aplicabilidad del régimen de la responsabilidad civil extracontractual, de conformidad con el art. 1902 código civil español, siempre que se puedan considerar existentes todos los elementos que a partir de esa norma son necesarios para la configuración de este tipo de responsabilidad.

Si, por un lado, algunos autores consideran la posibilidad de adoptar la figura del contrato con eficacia protectora para terceros, se ha observado, sin embargo, que la propuesta ha sido abandonada después de un breve análisis, sobre la base de la convicción de que se tiene que enfocar la investigación sobre el modelo de responsabilidad extracontractual, ya que el sistema de responsabilidad extracontractual en Derecho español, inspirado en el *Code Napoléon* francés, contiene una cláusula abierta de responsabilidad que no impide el uso del artículo 1.902 código civil para la indemnización de los daños sufridos por los inversores debido a evaluaciones falsas o incorrectas.

Con todo, se ha considerado deseable un estudio más amplio sobre la viabilidad – coherente a nivel dogmático – del uso de la figura del contrato con eficacia protectora para terceros en los casos examinados, por lo menos como intento para permitir una protección más fuerte y más ventajosa para los individuos que entren en contacto con las agencias de calificación y que sufran daños por la actividad proporcionada por estas entidades.

6. CONCLUSIONES.- Finalmente, se ha tenido también ocasión de afirmar, que asegurar la protección de las personas que estén involucradas en la mala conducta de las entidades cuya forma de operar ya desde tiempo ha sido cuestionada por muchos, nos parece que responde también a una correcta aplicación del principio de eficacia establecido en el Derecho europeo. El Tribunal de Justicia de la Unión Europea afirma desde hace tiempo, a través de una lenta pero constante evolución de la jurisprudencia, la exigencia de que los derechos encuentren una protección concreta que cumpla con los criterios de proporcionalidad y adecuación.

Por lo tanto, el derecho de los inversores a recibir protección por los daños sufridos por ratings falsos o incorrectos, según lo establecido por la normativa europea dedicada a la materia, debe poder encontrar respuestas concretas en los sistemas jurídicos nacionales; es

decir garantizar, en ausencia de una normativa comunitaria uniforme, la aplicación de las medidas que, de hecho, aseguren la protección de los mismos.

Por otro lado, afirmando lo contrario, no sólo se violaría el principio de eficacia ahora mencionado – con las correspondientes consecuencias en términos de responsabilidad del Estado por incumplimiento del Derecho comunitario – sino que se permitiría a estos sujetos continuar con la inmunidad (frente a cualquier forma de responsabilidad derivada de una calificación falsa o incorrecta) de la que han disfrutado durante mucho tiempo.

El poder sin control de las agencias de calificación en los mercados financieros, capaz de generar efectos sistémicos desastrosos que producen inevitablemente consecuencias negativas sobre sujetos que no tienen protección adecuada, no puede estar unido con una exención total de la responsabilidad por los actos realizados gracias a ese poder. Antes al contrario, debe exigirseles su reponsabilidad ante cualquier conducta negligente que sea fuente de daños para el patrimonio de los sujetos que confien en ellas.



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PALERMO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Scuola Dottorale Internazionale "Tullio Ascarelli" Diritto - Economia - Storia

Dottorato di ricerca in Diritto Privato - XXIV Ciclo - IUS 01

Tesis en co-tutela con la

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho mercantil

Doctorado en Derecho y Ciencia Política

**AGENZIE DI RATING, MERCATI FINANZIARI
E MODELLI DI RESPONSABILITÀ**

**AGENCIAS DE CALIFICACIÓN, MERCADOS
FINANCIEROS Y MODELOS DE RESPONSABILIDAD**

Tesi di Dottorato del:

Dott. Valeria Pitarresi

Tutor:

Ch.mo Prof. Enrico Camilleri

Tutor:

Ch.mo Prof. Mauricio Troncoso Reigada

Coordinatore:

Ch.mo Prof. Rosalba Alessi

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

Ringraziamenti (in ordine sparso):

Ai miei genitori e a mio fratello, fonti inesauribili di energie

A Ernesto, per l'amore incondizionato e l'appoggio costante

Agli amici, per il tifo e l'affetto sempre

A mio nonno, che sarebbe il più orgoglioso

Al professore Enrico Camilleri, per le occasioni di crescita e l'ispirazione

Alla professoressa Antonella Musumeci, inconsapevole e per sempre Maestra

A me stessa, per il cuore e la ragione

Al professore Mauricio Troncoso, per la pazienza

Alle agenzie di rating, per il cattivo esempio che aiuta a conoscere

Agli errori di queste pagine (e non solo), che aiuteranno a crescere

A tanti altri, per l'essere ciascuno a modo proprio un piccolo pezzo di questo lavoro

Senza di loro questa tesi non sarebbe mai stata scritta

*Opera in modo da trattare l'umanità che è in te come nella lui persona sempre come fine
e mai come semplice mezzo*
(E. Kant)

INDICE

CAPITOLO I. LE INFORMAZIONI E IL MERCATO FINANZIARIO

1. Le agenzie di rating e l'informazione nei mercati finanziari	6
2. L'esigenza di informazione nei mercati finanziari	10
3. Le agenzie di rating come rimedio alle asimmetrie informative	15

CAPITOLO II. LE AGENZIE DI RATING DEL CREDITO. ATTIVITA' E ASPETTI PROBLEMATICI

1. Le origini delle agenzie di rating	20
2. La funzione e l'attività di rating	25
3. Segue: la funzione e l'attività di rating	29
4. L'attività di rating e il problema dei conflitti di interesse	35
5. Il valore regolamentare del rating e l'eccessivo affidamento daparte degli investitori	39
6. L'oligopolio delle tre principali agenzie e il problema dell'accesso al mercato del rating	43

CAPITOLO III. LA REGOLAMENTAZIONE DEL RATING NEGLI STATI UNITI E IN EUROPA

1. La disciplina statunitense: l'inclusione del rating nella normativa finanziaria. Le agenzie di rating e la vendita di " <i>regulatory licenses</i> "	49
2. Segue: l'intervento regolamentare del legislatore americano e la disciplina normativa post Enron	51
3. Segue: l'ultimo intervento normativo del legislatore statunitense: il Dodd-Frank Act	54
4. La disciplina europea: prima della crisi finanziaria mondiale:	

l'assenza di una regolamentazione <i>ad hoc</i>	57
5. Segue: il codice di (auto)disciplina Iosco	60
6. Segue: il primo intervento normativo relativo alle agenzie di rating: il regolamento 1060/2009	61
7. Segue: le modifiche introdotte con il regolamento 513/2011, l'attuale disciplina (introdotta con regolamento 462/2013) e le prospettive attuali. Aspetti critici	69

CAPITOLO IV. UN MODELLO DI RESPONSABILITA' PER I DANNI SUBITI DAGLI INVESTITORI A CAUSA DELLE INFORMAZIONI SCORRETTE O NON VERITIERE EMESSE DALLE AGENZIE DI RATING

PARTE I. L'IPOTESI DI UN MODELLO DI RESPONSABILITA' EXTRACONTRATTUALE

1. Il problema del nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia di rating e il danno subito dall'investitore	79
2. Il problema del nesso eziologico alla luce dei criteri validi nell'ordinamento italiano	87
3. L'ingiustizia del danno come unità di misura della responsabilità delle agenzie di rating	94
4. Il danno da informazione non veritiera come danno meramente patrimoniale	101

PARTE II. LA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING VERSO GLI INVESTITORI MODELLATA SUI CRITERI CONTRATTUALI

1. La responsabilità a confine tra contratto e torto: la <i>culpa in contrahendo</i> all'origine dell'obbligazione senza prestazione	111
2. Gli obblighi di protezione e il rapporto obbligatorio a struttura complessa	117
3. La protezione del terzo nell'ambito del rapporto obbligatorio "a struttura complessa". L'emersione della figura del contratto	

con effetti protettivi verso i terzi	121
4. Segue: la protezione del terzo nell'ambito del rapporto obbligatorio	
“a struttura complessa”. L'emersione della figura del contratto	
con effetti protettivi verso i terzi	128
5. Il modello del <i>Vertrag mit schutzwirkung für dritte</i>	
per configurare la responsabilità delle agenzie di rating verso gli investitori	137
III PARTE. LA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING VERSO	
GLI INVESTITORI NEL DIBATTITO SPAGNOLO	
1. La questione secondo la prospettiva spagnola	143
2. La proposta di applicazione del modello di responsabilità extracontrattuale	147
ALCUNE OSSERVAZIONI CONCLUSIVE	154
BIBLIOGRAFIA	167

CAPITOLO I

LE INFORMAZIONI E IL MERCATO FINANZIARIO

1. LE AGENZIE DI RATING E L'INFORMAZIONE NEI MERCATI FINANZIARI

Le agenzie di rating sono ormai da circa un secolo tra le maggiori protagoniste delle dinamiche interne dei mercati finanziari mondiali. Se prima dell'inizio del nuovo secolo il loro nome poteva dirsi noto soprattutto dagli operatori di mercato, è oggi evidente come – a seguito delle crisi finanziarie recenti e della crisi economica attuale – esse possano considerarsi conosciute dai più.

Invero, la loro attività di valutazione sul merito creditizio e sul livello di rischio di emittenti e strumenti finanziari da questi immessi sul mercato è prevalentemente venuta alla ribalta recentemente, a seguito dei noti fallimenti di mercato dell'ultima decade, fino a poco tempo prima non previsti dalle maggiori agenzie. E' ormai fatto notorio che le valutazioni delle agenzie su Enron (2001), Parmalat (2003), così come Lehman Brothers (2008) da ultimo, registrarono parametri altissimi fino ai momenti che ne hanno preceduto il disastroso fallimento, che ancora oggi si ripercuote sull'intero mercato finanziario globale.

E' a partire da questi eventi, dunque, che il tema del ruolo e della credibilità dell'operato di queste entità è venuto alla ribalta, suscitando l'attenzione di legislatori, giornalisti e studiosi, impegnati in analisi e proposte regolatorie de iure condendo.

Come si vedrà nel corso del presente lavoro, tra le circostanze che hanno suscitato maggiori polemiche nel dibattito scientifico vi è stata la posizione assunta dal legislatore europeo, ma ancor prima statunitense, dapprima proclive a promuovere il ruolo delle agenzie di rating – nel presupposto che ciò risultasse strumentale a garantire il più efficiente funzionamento dei mercati finanziari – ma ben presto consapevole della necessità di una normativa che delle stesse agenzie regolasse l'attività; seppure tale consapevolezza si sia tradotta in misure incisive, che hanno finito per favorire l'ottenimento di risultati opposti a quelli sperati.

Al di là di valutazioni che potrebbero spingersi – come è stato fatto¹ – fino a

¹ Sul versante statunitense v., per tutti, F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, 1999, p. 619-712;

mettere in dubbio la vera intenzione da parte dei legislatori e delle istituzioni di regolare l'attività di queste ormai potenti entità, ciò che emerge dall'esame della regolamentazione ad esse dedicata è un'attenzione centrata soprattutto sui problemi di tipo macroeconomico. Così, le misure volte al superamento degli aspetti problematici che ne caratterizzano l'attività e le sanzioni previste per i casi di violazione delle regole sancite sono per lo più di matrice pubblicistica, essendo ridotta al minimo la previsione di un *enforcement* di tipo privatistico.

Il piano microeconomico, che riguarda in particolare i problemi legati ai soggetti privati che facciano affidamento sui rating, è stato per lo più trascurato dal legislatore, soprattutto relativamente al profilo dei rimedi attuabili nei casi in cui gli investitori subiscano un pregiudizio a causa di valutazioni scorrette delle agenzie. E' questo, per l'appunto, il profilo su cui si intende focalizzare l'attenzione nel corso del presente lavoro, allo scopo di individuare modelli di tutela potenzialmente adeguati a fattispecie come quelle anzidette.

Invero, fin dal momento in cui le agenzie cominciarono ad essere remunerate direttamente dagli emittenti che richiedevano una valutazione del rischio di solvibilità dei propri strumenti di debito (modello c.d. *issuer paid*), anziché emettere rating destinati alla vendita diretta agli investitori (modello c.d. *investor paid*), hanno cominciato a porsi problemi di tutela proprio di questi soggetti cui, in ultima istanza, sono destinati i rating stessi. Per un verso, l'argomento per cui i rating costituiscono mere opinioni, alla stregua di quelle di stampo giornalistico – perciò tutelate dal principio della libertà di espressione sancito dalla maggior parte delle carte costituzionali di matrice occidentale –, insieme al problema dell'assenza di una relazione contrattuale tra l'agenzia e l'investitore, ha ostacolato fino ad oggi la protezione di coloro che maggiormente sul rating fanno affidamento per operare le proprie scelte di investimento. D'altro canto, come si vedrà esaminando le cause della modifica del modello imprenditoriale adottato dalle agenzie di rating, questa circostanza non può ritenersi avere determinato un totale mutamento della funzione che il rating ha avuto fin dal suo esordio; ovvero quella di ridurre le asimmetrie informative a favore degli investitori e, quindi, fornire loro uno strumento utile alla valutazione in ordine alle operazioni di investimento da compiere.

ma anche *The paradox of Credit Ratings*, in *University of San Diego Law & Economics Research Paper n.20*, 2001; sul versante europeo v. invece W. Rügemer, *Las Agencias de calificación. Una introducción al actual poder del capital*, Barcelona, 2013, il quale analizza e mette in luce, come pochi hanno fatto, attraverso un'accurata analisi della struttura proprietaria delle principali agenzie, i reali e gravissimi conflitti di interesse che interessano le entità qui prese ad esame.

Come si è anticipato, oltre che dal legislatore, il tema relativo all'attività e al ruolo delle agenzie di rating è stato affrontato anche da studiosi di diverse branche: economisti, sociologi e giuristi, ma non solo questi, si sono addentrati nello studio delle problematiche legate alle attività delle agenzie di rating e si sono dedicati altresì all'analisi ora dell'adeguatezza della regolamentazione ad esse dedicata, ora alla formulazione di proposte per il miglioramento degli aspetti di volta in volta presi ad esame.

Per quel che riguarda il pensiero giuridico, la maggiore attenzione è stata prestata all'aspetto relativo al rapporto tra agenzie ed emittenti, soprattutto in relazione ai danni che le prime causassero alle seconde, essendo invece stati trascurati i problemi di tipo microeconomico, che riguardano in particolar modo la posizione dei terzi privati che facciano affidamento sul rating, ovvero le questioni relative al pregiudizio economico che gli investitori subiscono per le condotte scorrette delle agenzie.

Il presente lavoro è dedicato proprio all'analisi di questo aspetto, e si propone come scopo quello di individuare un modello di responsabilità applicabile alle fattispecie di danno subito dagli investitori per le valutazioni scorrette emesse dalle agenzie di rating. Tuttavia, per giungere a formulare tale proposta si è ritenuto utile, oltretutto necessario, l'esame delle principali questioni che attengono alla tematica che qui si affronta, ovvero quelle relative al ruolo e all'attività svolta da queste entità, dal loro sorgere fino a oggi; i principali aspetti problematici che le riguardano; la regolamentazione ad esse dedicata tanto dal legislatore americano così come europeo.

Non essendo il punto di vista prettamente economico al centro del presente studio, le questioni che precipuamente attengono al pensiero economico sono state qui tralasciate; tuttavia, al fine di un corretto inquadramento del tema e soprattutto per comprendere al meglio il ruolo e il significato dell'esistenza di queste entità nei mercati finanziari è sembrato opportuno un breve esame relativo al ruolo dell'informazione nei mercati finanziari e, in particolare, all'importanza che il bene informazione occupa nelle dinamiche che caratterizzano le transazioni finanziarie.

Com'è noto, vi è una stretta connessione tra asimmetrie informative e agenzie di rating del credito, dovendosi considerare l'attività di queste ultime come finalizzata a ridurre il problema generato dalle prime. Per potere comprendere tale connessione, ma anche allo scopo di comprendere al meglio quale sia l'origine del ruolo delle agenzie, è sembrato opportuno svolgere dunque un breve excursus sull'importanza e sul ruolo delle informazioni all'interno del mercato finanziario.

I sistemi finanziari si distinguono, da un punto di vista organizzativo e funzionale, in sistemi orientati agli intermediari, dove il trasferimento delle risorse avviene attraverso l'intervento di questi ultimi, e sistemi orientati ai mercati, dove lo scambio avviene per mezzo dell'incontro diretto delle parti. Storicamente i sistemi dei paesi di cultura anglosassone, ma anche sistemi meno avanzati, si sono indirizzati verso modelli di finanza diretta, affinché la presenza degli intermediari negli scambi fosse sempre meno decisiva.

Il passaggio da un modello di finanza basato sugli intermediari a quello di finanza diretta si è ottenuto non solo attraverso la previsione di nuovi strumenti per la raccolta dei fondi e regole liberali, ma anche attraverso la rimozione di condizionamenti che non consentono alle innovazioni di apportare un effettivo valore aggiunto per gli utenti finali².

Proprio in questa prospettiva si inserisce uno degli aspetti più problematici del processo di evoluzione dei mercati, ovvero quello della difficoltà degli investitori di reperire le informazioni utili e necessarie per operare consapevoli scelte di investimento.

Invero, l'evoluzione verso sistemi orientati ai mercati, e cioè l'introduzione di mezzi di finanza diretta, sono condizionati dalla possibilità di reperire ed elaborare le informazioni per una corretta valutazione del rischio rispetto ad un determinato investimento; tali informazioni possono in alcuni casi essere del tutto mancanti o, in caso contrario, di difficile elaborazione e utilizzazione da parte degli investitori.

Le circostanze appena menzionate hanno perciò determinato una conferma del ruolo degli intermediari, che si occupano infatti di raccogliere le risorse degli investitori e verificare le richieste di finanziamento sotto il punto di vista del rischio di solvibilità dei debitori, ma senza divulgare tale valutazioni, che rimangono riservate alla struttura che le ha elaborate incidendo sul vantaggio competitivo di essa rispetto ad altre³.

Un sistema finanziario siffatto, orientato ai mercati, si caratterizza per la presenza di soggetti istituzionalmente specializzati nella valutazione del merito creditizio degli emittenti che divulgano i risultati delle loro analisi e ciò al duplice scopo di selezionare i debitori sulla base delle loro capacità di rimborso e aumentare al contempo l'informazione destinata agli investitori e così agevolare la formazione e lo sviluppo dei mercati stessi.

In questo contesto è evidente come vengano ad inserirsi le agenzie di rating, che

² Cfr. E. Monti, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, p. 8 ss.

³ Su questi temi, ampiamente, v. T.S. Campbell – W. Kracaw, *Information production, market signalling and the theory of financial intermediation*, in *The Journal of Finance*, n. 35, 1980, p. 863 ss.; D. W. Diamond, *Financial intermediation and delegated monitoring*, in *Review of Economic Studies*, 51, 1984, p.393 ss.; E. Saltari, *Informazione e teoria economica*, Bologna, 1990.

con la loro funzione di valutare il rischio del credito di titoli da chiunque emessi (dalle imprese fino agli stati sovrani) hanno dato risposta alle esigenze di cui si è appena detto.

L'attività di raccolta e analisi dei dati, in un sistema finanziario che privilegia nessi di finanza diretta, non viene più svolta dagli intermediari, ma progressivamente assegnata a nuovi operatori.

2. L'ESIGENZA DI INFORMAZIONE NEI MERCATI FINANZIARI

All'interno delle dinamiche dei mercati finanziari difficilmente tutte le informazioni sono pienamente disponibili per gli operatori di mercato; gli emittenti dispongono di un vantaggio informativo rispetto agli investitori che genera così delle situazioni di c.d. asimmetria informativa per cui se i primi conoscono il proprio profilo di rischio, l'investitore può solo ipotizzarlo sulla base delle informazioni di cui dispone.

Secondo la teoria avanzata da uno dei più noti economisti a livello mondiale, in un mercato efficiente i prezzi dovrebbero riflettere tutte le informazioni pubblicamente disponibili.

In un mercato di capitali efficiente, infatti, i prezzi delle attività e i loro rendimenti sarebbero costituiti dal risultato dell'incontro di domanda e offerta in un mercato competitivo popolato da individui razionali⁴.

Gli operatori acquisiscono rapidamente le informazioni rilevanti per la determinazione dei prezzi delle attività finanziarie e li modificano sulla base delle informazioni a loro disposizione: se le informazioni sono immediatamente incorporate nei prezzi correnti, solamente nuove informazioni ne determineranno un cambiamento.

⁴ Cfr. E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 25, 2, 1970, p. 383 ss.; E. Fama, *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, in *Journal of Financial Economics*, 49, 3, 1998, p. 283 ss. Secondo l'autore, recentemente insignito del premio Nobel, esistono in particolare tre tipologie di efficienza informativa: quella in forma debole, semi forte e forte. Si prospetta l'efficienza in forma debole quando i prezzi sul mercato riflettono tutte le informazioni contenute nelle serie storiche dei prezzi, per cui sulla base di queste sole informazioni non è possibile ottenere un rendimento atteso corretto rispetto al rischio superiore a quello del mercato. L'efficienza in forma semi forte si ha allorché i prezzi riflettano tutte le informazioni contenute nelle serie storiche dei prezzi più altre informazioni pubbliche; in tal caso non è possibile, basandosi solamente sull'informazione di pubblico dominio, ottenere un rendimento atteso corretto per il rischio superiore a quello del mercato. Si ha una efficienza in forma forte, infine, quando i prezzi di mercato riflettono le informazioni contenute nelle serie storiche dei prezzi, le informazioni pubblicamente disponibili e qualunque altra informazione privata; in tal caso non è possibile ottenere un rendimento atteso corretto per il rischio superiore a quello del mercato basandosi su qualsiasi informazione pubblicata o privilegiata. L'efficienza in forma forte implica inoltre quella semi forte, la quale a sua volta implica quella in forma debole, ma evidentemente non vale il contrario. Ad ogni modo, oggi l'evidenza empirica dimostra che i mercati non sono efficienti nemmeno in forma debole.

Tuttavia, come si è appena sottolineato, nella realtà non tutte le informazioni sono nella piena disponibilità degli operatori di mercato. Infatti, gli emittenti dispongono di maggiori informazioni che, da un lato, gli permettono chiaramente di essere consapevoli del proprio profilo di rischio, dall'altro, come è evidente, la medesima circostanza dà luogo a situazioni di asimmetria informativa a svantaggio dell'investitore.

L'esame degli effetti che determina sul mercato l'indisponibilità di informazioni complete è stato affrontato dalla teoria economica a partire dagli anni '60⁵.

Già a partire da quegli anni alcuni studiosi conferivano all'informazione dignità di bene economico sottolineando che "*l'informazione è una risorsa costosa*"⁶.

Come si è visto, l'informazione non un bene accessibile in modo uguale per ciascun operatore del mercato; pertanto, gli investitori, non essendo perfettamente informati sulla congruità dei prezzi, sono disposti a sostenere costi allo scopo di acquisire tali informazioni: l'asimmetria informativa stimola la ricerca di informazioni da parte di quegli operatori di mercato che non ne siano in possesso.

D'altro canto, le decisioni dei soggetti maggiormente informati sono conseguenti alla quantità di dati a loro disposizione, sicché tali scelte influenzano i prezzi sul mercato e, per converso, questi possono essere individuati come un veicolo informativo, che consente cioè ai soggetti meno informati di acquisire dati proprio attraverso di essi. In questo senso l'informazione può considerarsi un elemento intrinseco al sistema.

A partire dalle considerazioni qui brevemente riportate, un ulteriore contributo è stato dato da chi ha osservato che l'asimmetria informativa che caratterizza il mercato può riferirsi non solo ai prezzi ma anche la qualità dei beni scambiati⁷.

Invero, nei mercati costituiti da beni e servizi non omogenei, la reale qualità della merce scambiata è nota solamente ad una parte degli operatori; mentre gli altri, potranno, allo scopo di valutare l'effettiva qualità anzidetta, utilizzare le informazioni statistiche sull'intero mercato, come ad esempio il valore medio della qualità dei beni, ma senza disporre di informazioni relative al singolo bene. La conseguenza di questo stato di cose è l'uscita dal mercato di parte degli attori e, in particolare, di coloro che offrono prodotti di migliore qualità, con la conseguenza di un decadimento della qualità media dei prodotti. Il processo appena descritto viene percepito dal mercato e determina un cambiamento dei

⁵ Per un approfondimento di questi temi v. anche G. Akerlof, *The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84, p. 488 ss.

⁶ G.J. Stigler, *The economics of information*, in *Journal of political Economy*, 1984.

⁷ Si fa riferimento in particolare al noto contributo dato da Akerlof, *The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, cit.

prezzi medi richiesti, che divengono così “veicolo informativo”.

Le conseguenze tratte da questo studio sono dunque relative ai possibili comportamenti di un mercato caratterizzato da una distribuzione delle informazioni non omogenea: gli effetti più immediati dell'esistenza di asimmetrie informative possono determinare una sostanziale riduzione degli scambi a danno dei beni di migliore qualità, ovvero dare vita a quel fenomeno che viene definito come *adverse selection*.

Conseguenza di una non omogenea distribuzione delle informazioni, insieme all'*adverse selection*, è un altro tipo di asimmetria informativa, ovvero il c.d. *moral hazard*.

Mentre la prima delle ipotesi considerate può verificarsi in un momento antecedente all'instaurarsi del rapporto tra emittente ed investitore, e cioè in una fase precedente la negoziazione (asimmetria informativa *ex ante*), il secondo fenomeno può realizzarsi una volta conclusa la negoziazione, quando la relazione tra emittente ed investitore è già in essere e ciascuna parte è obbligata alla propria prestazione (asimmetria informativa *ex post*).

Considerando che il tasso di interesse richiesto dall'investitore cresce in maniera proporzionale al profilo di rischio dell'emittente, quest'ultimo è portato a far credere di avere un profilo di rischio basso, allo scopo di pagare un tasso di interesse meno elevato possibile. D'altra parte, l'investitore, è interessato ad ottenere una remunerazione del capitale che rifletta il reale profilo di rischio dell'emittente e la restituzione del capitale prestato alla scadenza pattuita.

Così, nelle ipotesi di selezione avversa, come si è visto, accade che, non essendo possibile distinguere tra le diverse categorie di emittenti, il tasso di interesse che si determina nel mercato è eccessivamente alto per coloro che abbiano un basso rischio di insolvenza e, viceversa, troppo basso per coloro che invece abbiano una probabilità di insolvenza maggiore, con la conseguenza per cui, nel breve periodo, a restare nel mercato saranno solamente i primi; mentre i secondi, saranno indotti a cercare canali alternativi. Nel lungo periodo, invece, vi sarà un peggioramento del livello qualitativo del mercato e la conseguente riduzione del volume degli scambi e l'aumento dei tassi di interesse⁸.

Il fenomeno dell'azzardo morale, come si è anticipato, può verificarsi invece in un momento successivo alla negoziazione tra emittente e investitore, quando cioè questi

⁸ Fanno un breve *excursus* dei fenomeni di asimmetria informativa, tra gli altri, G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, p. 76 ss.

soggetti siano già legati da un rapporto contrattuale. Una volta stipulato il contratto, infatti, l'emittente può sfruttare in modo opportunistico il proprio vantaggio conoscitivo, soprattutto in considerazione del fatto che il grado di rischio di solvenza dello stesso può essere difficilmente monitorato. L'altra parte, pur avendo piena cognizione delle clausole di partenza dell'accordo concluso, non è nella condizione di controllarne il successivo sviluppo.

In particolare, può accadere che l'emittente, avendo già stipulato un accordo con l'investitore prevedendo un determinato tasso di interesse sulla base di un certo grado di rischio di solvibilità, diminuisca poi di fatto il proprio standard creditizio⁹.

Gli effetti della selezione avversa e del rischio morale possono essere contrastati da specifiche azioni, ormai per di più diventate di uso comune.

Per porre rimedio al primo tipo di asimmetria informativa, ovvero al fenomeno della *adverse selection*, esistono rimedi che possono consistere nella richiesta di intervento di esperti estranei alla relazione di credito nella valutazione del merito creditizio, dotarsi di specifiche competenze o, ancora, può essere l'emittente a costruirsi una reputazione sulla propria solvibilità o offrire garanzie.

Più complesso risulta contrastare i fenomeni di *hidden actions* che generano un maggior rischio (e in alcuni casi danno) per la parte meno informata. Così, nell'ipotesi di *moral hazard* le soluzioni che si adottano possono consistere nell'inserimento di clausole contrattuali o il monitoraggio costante sul grado di solvibilità dell'emittente¹⁰.

In entrambi i casi, comunque, l'uso di azioni di contrasto determina l'aggiunta di costi non recuperabili per l'investitore.

E' evidente, dunque, l'esistenza di asimmetrie informative all'interno del mercato finanziario; e cioè come in assenza di intermediari specializzati, nelle transazioni finanziarie, il "prenditore di fondi" disponga di tutte le informazioni relative alla qualità dei propri beni e, al contempo, il "datore di fondi" si trovi nell'impossibilità di disporre di un'analogia quantità di dati. Si tratta di circostanze in cui possono attivarsi meccanismi come quelli appena analizzati (*adverse selection* e *moral hazard*) e nelle quali, comunque, nessuna delle parti coinvolte può detenere informazioni certe circa l'assetto futuro.

Come si è visto, dunque, la difficoltà nella valutazione del merito del credito da

⁹ Il classico esempio di *moral hazard* è considerato quello in cui l'assicurato, conoscendo meglio dell'assicuratore il grado di esposizione al rischio contro il quale si assicura, una volta stipulata la polizza assicurativa, peggiori la propria esposizione al rischio poiché se l'evento contro il quale si è assicurato dovesse verificarsi, beneficerebbe del risarcimento pattuito.

¹⁰ Cfr. E. Saltari, *Informazione e teoria economica*, cit., p. 32 ss.

parte dei creditori determina la concessione di prestiti a tassi di interesse che riflettono la qualità media dei prodotti e ciò indurrà le imprese che abbiano un grado di solvibilità superiore alla media a ritirarsi dal mercato, con il conseguente innalzamento del rischio per chi concede credito e revisione al rialzo dei tassi¹¹.

Le conseguenze negative dovute ad una carenza di informazioni, come si è visto, possono prodursi anche in un momento successivo al sorgere del rapporto negoziale tra le parti, con fenomeni di *moral hazard* in virtù dei quali le imprese possono impiegare il credito ottenuto in progetti presumibilmente più rischiosi di quelli presentati al momento della contrattazione.

Senonché, a limitare tali comportamenti entra in gioco la necessità per gli emittenti di non compromettere la propria reputazione, considerato che spesso i risparmiatori sono indotti a investire in quelle imprese che abbiano dimostrato nel tempo una piena solvibilità, malgrado non risultino ottime dal punto di vista delle informazioni disponibili.

Sulla base delle considerazioni riportate fin qui si afferma che un sistema imperniato esclusivamente sui mercati e, quindi, in assenza di intermediari, non sono garantite condizioni ottimali di allocazione delle risorse, potendosi persino determinare un blocco del sistema degli scambi. Infatti, proprio allo scopo di evitare queste difficoltà sono state individuate strategie di utilizzo delle informazioni come il *signalling*, in base al quale il soggetto più informato comunica alla controparte informazioni rilevanti per lo scambio, e lo *screening*, attraverso cui l'investitore acquisisce informazioni utili relative all'emittente, le elabora e le esamina per dedurne il grado di rischio di solvibilità.

Tutto ciò considerato, risulta evidente che le imprese abbiano interesse a far conoscere al mercato notizie sulla loro effettiva situazione finanziaria attraverso la diffusione di informazioni economico-contabili, bilanci, richieste di rating etc. In questo modo si determinerà una segmentazione del mercato, accompagnata dalla formazione di più prezzi, dato che la diffusione di dati e notizie da parte delle imprese contribuirà alla riduzione delle asimmetrie informative rendendo possibile conoscere la bontà della propria situazione economico-finanziaria. L'ulteriore effetto sarà costituito da una migliore allocazione delle risorse e una riduzione dei costi del finanziamento per le imprese che vantino un minor grado di rischio di solvibilità.

¹¹ Si tratta del meccanismo individuato da G. Akerlof, *The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, cit.

In un contesto siffatto, al fine di consentire agli investitori di verificare l'effettivo impiego dei fondi nelle iniziative prescelte, le imprese dovrebbero permettergli di effettuare un monitoraggio sull'uso delle risorse; anche se è evidente che nella realtà non solo un accesso dell'intera comunità degli investitori ad informazioni di questo genere non risulta possibile, ma neanche l'investitore è in grado di sostenere gli elevati costi necessari per l'accesso a tali dati.

Infine, risulta opportuno sottolineare che se gli emittenti, da un lato, rendono pubbliche le informazioni sui propri programmi di investimento per ottenere una riduzione del costo del finanziamento, dall'altro, ciò attenua i vantaggi competitivi dell'impresa stessa e, quindi, può indurle a limitare la diffusione di questi dati¹².

3. LE AGENZIE DI RATING COME RIMEDIO ALLE ASIMMETRIE INFORMATIVE

Le asimmetrie informative creano evidentemente delle inefficienze nel funzionamento dei mercati finanziari. Esse rendono difficoltosa l'attivazione dei meccanismi di finanza diretta di cui si è detto e rendono necessaria la riaffermazione del ruolo degli intermediari e di tutti gli altri operatori capaci di attenuare gli effetti negativi che le stesse asimmetrie informative determinano¹³.

L'esame, seppur qui breve e sommario, degli effetti di queste ultime sui mercati finanziari dimostra la rilevanza che il bene informazione acquisisce per un migliore funzionamento di essi e come, dunque, la presenza di intermediari possa rispondere ai problemi generati da uno squilibrio nella conoscenza dei dati relativi al grado di solvibilità degli emittenti.

In generale, l'esistenza di operatori che riservano a sé l'accesso alle informazioni, rendendole in questo modo un bene di loro proprietà, oggetto del servizio professionale offerto, consente la segmentazione del mercato basata sulla qualità dei progetti, attraverso una razionalizzazione dei processi di selezione degli investimenti che hanno avuto accesso al credito per la loro effettiva bontà. Inoltre, un'attività di controllo della destinazione delle risorse oggetto di finanziamento devoluta a questi soggetti consente una riduzione dei costi

¹² Questa osservazione è fatta da R. S. Masera, *Intermediari, mercati e finanza di impresa*, Roma-Bari, 1991.

¹³ E. Monti, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, cit., p. 14 ss.

che questo tipo di monitoraggio comporta per il singolo investitore¹⁴.

Proprio in questo quadro, così delineato, dunque, si inseriscono le agenzie di rating del credito, con il ruolo di eliminare o quantomeno attenuare le asimmetrie informative, attraverso la valutazione del merito creditizio delle entità che operano nei mercati finanziari e, in particolare, di tutti gli emittenti – stati sovrani, enti pubblici e imprese private –, allo scopo di incentivare lo sviluppo dei mercati finanziari.

Dal momento che i mercati, come si è avuto modo di notare, sono caratterizzati da inefficienze informative che rendono complessa per l'investitore l'attività di osservazione della qualità degli emittenti così come quella del loro successivo monitoraggio, un'allocazione efficiente viene garantita proprio per mezzo dell'assegnazione alle agenzie di rating di queste attività. In tal modo, non solo gli investitori traggono beneficio da uno strumento che fornisce loro maggiori informazioni sulla qualità degli emittenti, con una significativa riduzione dei costi che la raccolta di queste ultime determinerebbe; ma si assicura l'aumento del numero di emittenti capaci di offrire un tasso di interesse rispondente al proprio profilo di rischio; rendendoli peraltro consapevoli di essere soggetti ad un controllo costante e disincentivando, così, comportamenti opportunistici come quelli precedentemente descritti.

Invero, le valutazioni emesse dalle agenzie di rating, dal momento che forniscono l'informazione utile a distinguere il merito del credito degli emittenti, contribuiscono a ridurre gli effetti negativi prodotti dal fenomeno di c.d. selezione avversa e *moral hazard*.

Dal momento che l'emittente ha interesse a segnalare un grado di rischio migliore di quello reale, gli investitori potrebbero ricevere un'informazione distorta. Inoltre, il primo ha interesse a investire in progetti altamente rischiosi e di elevata redditività, per cui in caso di fallimento le perdite del mancato rimborso del prestito saranno sopportate quasi interamente dall'investitore stesso.

Secondo alcuni economisti, il ruolo delle agenzie sarebbe quello di monitorare le imprese certificandone il valore¹⁵. Altri studiosi, invece, ritengono che la loro attività consista nella raccolta e successiva elaborazione di informazioni capace di velocizzarne la diffusione tra gli operatori di mercato¹⁶. Sotto questo profilo, infatti, le agenzie faciliterebbero gli investitori privi delle risorse e delle competenze necessarie per la

¹⁴ *Ibidem*, p. 15.

¹⁵ V. M.H. Millon – A.V. Thakor, *Moral hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies*, in *Journal of Finance*, 40, 5, p. 1403 ss.

¹⁶ V. A.W.A. Boot – T.T. Milbourn – A. Schmeits, *Credit Ratings as Coordination Mechanism*, in *Review of Financial Studies*, 2006, 19, 1, pp. 81 ss.

raccolta e la elaborazione delle informazioni, soprattutto quelle di tipo privato, difficilmente accessibili¹⁷.

In altre parole, se per un verso, le agenzie garantiscono agli emittenti la confidenzialità nel trattamento delle informazioni riservate, per altro verso, assicurano all'investitore il superamento delle difficoltà di screening iniziale e l'ottenimento di una valutazione sulla qualità del bene oggetto del potenziale scambio.

In definitiva può dirsi che queste entità mettono in contatto due diversi lati del mercato attraverso la raccolta, l'elaborazione e la trasmissione delle informazioni. Esse permettono la riduzione dei costi transattivi presenti nei processi di scambio dei capitali in capo agli investitori ed evita agli emittenti i maggiori costi necessari al finanziamento, superando così i problemi derivanti dalle asimmetrie informative¹⁸.

Ciononostante, deve sottolinearsi che l'attività delle agenzie di rating è improntata a una logica di massimizzazione del profitto, piuttosto che alla riduzione delle asimmetrie informative, essendo ciò dimostrato, secondo alcuni, dall'esperienza storica, in cui non sono state in grado di riconoscere e monitorare il merito creditizio di alcuni emittenti¹⁹.

Sulla base di queste argomentazioni vi è chi mostra un certo scetticismo verso l'utilità dell'attività delle agenzie di rating. Se si considera vera l'ipotesi di efficienza semi forte dei mercati, in base alla quale tutti i partecipanti al mercato avrebbero pieno accesso a tutte le informazioni disponibili e le informazioni relative al grado di rischio di insolvenza sarebbero già incorporate nei prezzi, infatti, le agenzie sarebbero in grado di fornire informazioni aggiuntive solo qualora fossero in grado di fornire informazioni proprietarie.

D'altra parte, secondo l'opinione che si basa sulle affermazioni riportate finora, nello sviluppo dei paragrafi precedenti, la mancanza di informazioni complete che caratterizza i mercati rende complessa all'investitore la valutazione sul merito creditizio dell'emittente, prima che il rapporto venga negoziato. In questo contesto le agenzie sarebbero in grado di effettuare una selezione tra i diversi emittenti, riducendo i costi di raccolta ed elaborazione dei dati, i tassi di interesse e quelli di insolvenza²⁰.

Ad ogni modo, indipendentemente dall'effettiva utilità che si ritenga possano avere

¹⁷ Cfr. G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 79.

¹⁸ Queste affermazioni sono il risultato di uno studio condotto da R.T.S. Ramakrishnan – A.V. Thakor, *Information Reliability and a Theory of financial Intermediation*, in *Review of Economic Studies*, 1984, p. 415 ss.

¹⁹ Il riferimento è ai casi Enron, WorldCom, Parmalat, così come i più recenti casi relative ai c.d. *mutui subprime*, che vengono ricordate in questo caso da G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 83.

²⁰ Questo contrasto è messo in luce in *op. ult. cit.*, p. 83-84.

realmente queste entità all'interno dei mercati finanziari, è evidente – non solo guardando attraverso le lenti della teoria economica ma anche dall'osservazione degli eventi che dalla loro nascita ad oggi le hanno viste protagoniste – che esse svolgano un ruolo di grande rilevanza nell'ambito di essi, condizionandone fortemente le dinamiche. Ciò conduce alla consapevolezza dell'opportunità (se non voglia dirsi persino necessità) di approfondire il tema che le vede protagoniste.

L'analisi del ruolo e della funzione svolte da queste entità nella prospettiva della teoria economica risulta senz'altro interessante, oltre che utile, ma – stante comunque la brevità cui obbligano sia l'oggetto principale della materia trattata, sia le limitate conoscenze che di teoria economica un giurista può vantare – ciò che qui si è ritenuto di prendere ad esame è il quadro teorico nel quale si inserisce l'importanza del bene “informazione” nella teoria economica ed in particolare la rilevanza che tale bene assume nelle dinamiche relative alle transazioni finanziarie, oltre che la circostanza per cui l'attività di raccolta ed elaborazione delle stesse venga affidata a diversi operatori, tra i quali le agenzie di rating del credito.

Senonché, la prospettiva nella quale in questa sede ci si intende muovere è chiaramente quella giuridica, allo scopo di verificare, in particolare, quali possano essere i modelli di responsabilità da adottare nei casi in cui il giudizio emesso da questi soggetti, rivelatosi scorretto, determini il prodursi di un danno in capo agli investitori che sulla base di essi abbiano operato le proprie scelte di investimento.

Prima di poter giungere ad una conclusione in merito, dunque, si è ritenuto opportuno prendere le mosse da una breve e generale analisi delle problematiche legate al ruolo delle informazioni all'interno dei mercati finanziari e, quindi, del nesso esistente tra questi beni, il loro coinvolgimento nelle dinamiche dei mercati finanziari e le agenzie di rating.

Si è visto, infatti, che l'esistenza di asimmetrie informative, relative non solo ai prezzi ma anche alla qualità dei beni scambiati nei mercati finanziari, genera rilevanti effetti negativi come quelli rappresentati dai fenomeni di *adverse selection* e di *moral hazard*. Il conseguente rischio di una tendenza alla riduzione dei prestiti e all'aumento dei tassi di interesse, così, mette in gioco l'operare di soggetti che consentono una migliore diffusione delle informazioni e un maggiore controllo dell'uso del credito.

Messo a fuoco lo sfondo in cui si collocano queste entità, il discorso si dirige nella direzione della questione relativa al ruolo e alla funzione svolta dalle agenzie di rating, dal

loro sorgere fino ad oggi. Si individua così il momento della loro nascita, negli Stati Uniti degli inizi del secolo scorso, le principali tappe dell'attività da esse svolta e, quindi, il percorso che li porta fino all'apice del potere degli ultimi anni, quando un semplice declassamento del merito creditizio di uno Stato sovrano o di un determinato emittente vale a disorientare e in alcuni casi perfino gettare nello sconforto i mercati internazionali.

L'attenzione si sposta così verso gli aspetti problematici che le agenzie, con la loro attività, generano, ovvero quelli che riguardano le barriere all'ingresso e l'oligopolio delle principali società di rating operanti nel mercato, i conflitti di interesse derivanti dal modello imprenditoriale adottato e l'eccessivo affidamento ai rating da parte dei partecipanti ai mercati finanziari.

Sulla base di queste premesse, l'indagine è indirizzata verso l'esame delle risposte che a queste problematiche sono state date dal legislatore europeo, con un previo sguardo verso quelle precedentemente offerte al di là dell'Atlantico; per poter così notare come spesso proprio tali misure abbiano contribuito alla enorme crescita di (incontrollato) potere di queste entità.

Si giunge finalmente a mettere in evidenza, nell'operare delle agenzie, il persistere di numerose lacune e aspetti problematici e soprattutto a porre l'accento sulla questione oggetto principale di questa indagine, ovvero quella che riguarda la tutela di quegli investitori che, sebbene con le agenzie non concludano alcun rapporto contrattuale, si trovino esposti ai danni che l'attività di rating possa loro causare.

Analizzati gli aspetti critici che il tema mette in discussione e le possibili soluzioni prospettate, in ordine ai possibili modelli di responsabilità applicabili per le fattispecie prese ad esame, si avanza così una proposta volta a colmare – quantomeno *de iure condito* – il vuoto di tutela che concretamente queste situazioni ad oggi presentano.

CAPITOLO II

LE AGENZIE DI RATING DEL CREDITO

ATTIVITA' E ASPETTI PROBLEMATICI

1. LE ORIGINI DELLE AGENZIE DI RATING

“There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful”²¹.

Questa affermazione, pronunciata da un noto giornalista americano, chiarisce in modo particolarmente significativo quale possa considerarsi il potere attuale rivestito dalle agenzie di rating del credito a livello globale.

Nonostante il dibattito pubblico che le vede protagoniste si sia acceso solamente negli ultimi anni, quantomeno rispetto alle questioni problematiche che dall'attività di queste entità vengono in rilievo, le agenzie di rating sono da considerarsi da ormai quasi un secolo tra i principali attori delle dinamiche interne dei mercati finanziari internazionali, che grazie alla loro attività di valutazione del merito del credito degli emittenti e del livello di rischio delle emissioni hanno realizzato elevatissimi profitti e accumulato il potere di cui oggi dispongono.

Il tema relativo al ruolo e all'operato delle agenzie è divenuto attuale soprattutto di recente, a partire dalla serie di fallimenti che hanno interessato il sistema finanziario globale e dei quali sono state considerate tra i principali complici.

A parte i noti casi Enron, WorldCom e Parmalat, molti altri scandali finanziari si sono caratterizzati per la partecipazione negligente delle agenzie di rating²².

Tuttavia, è la vicenda relativa ai mutui immobiliari *subprime* che, su scala

²¹ Questa frase è stata pronunciata dal giornalista Thomas Friedman nel corso di un'intervista con Jim Lehrer il 13 febbraio del 1996, pubblicata sul New York Times.

²² Tra gli altri possono essere ricordati i casi Xerox, Tyco, Bristol Myers. Nel caso Enron, per esempio, fino a soli quattro giorni precedenti alla dichiarazione di insolvenza (2 dicembre 2001) il rating assegnato era di *investment grade*. In tutti i casi considerati, comunque, si sono evidenziate condotte come la mancata richiesta di informazioni sufficienti per realizzare la valutazione, l'accettazione passiva delle informazioni fornite dalle cariche direttive dell'impresa richiedente il rating, la mancata attenzione rispetto ai segnali d'allarme o rispetto alla salute finanziaria a lungo termine degli emittenti valutati, etc. (v. U.S. Securities and Exchange Commission: *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, Special Study, January 24, 2003, p. 18 e 36).

realmente globale, ha amplificato le distorsioni alimentate dall'attività di rating²³; il ruolo svolto dalle agenzie in questa fase è stato infatti determinante: non solo, com'è noto, da un lato il *rating* assegnato alle cartolarizzazioni dei mutui *subprime* è stato troppo alto e, dall'altro, si sono verificati gravi ritardi nella revisione delle valutazioni precedentemente espresse; ma vi è anche che le stesse agenzie sono risultate coinvolte nella previa progettazione della maggior parte di questi prodotti di finanza strutturata, che per la loro complessità e difficoltà di valutazione richiedevano un rating elevato come strumento informativo utile a renderli collocabili sul mercato.

Sulla stessa scia si colloca il caso Lehman Brothers: le agenzie assegnavano agli strumenti emessi dalla banca il rating massimo fino ai tre mesi che ne hanno preceduto il disastroso fallimento e lo abbassavano ad un livello "non investment" solamente lo stesso giorno della dichiarazione di insolvenza da parte della banca²⁴.

In tutti i casi considerati a venire in rilievo è la condotta negligente delle agenzie di rating e il conflitto di interesse addebitabile a queste entità e, dunque, il ruolo di protagoniste da esse ricoperto negli shock sistemici congiunturali di cui ancora oggi l'economia mondiale patisce gli effetti.

Oltre alle ipotesi fin qui menzionate, vanno ricordate poi anche le vicende relative al declassamento del debito sovrano di numerosi Stati, i quali, oltre a provocare effetti come l'aumento dei tassi di interesse offerti dagli stessi Stati e la caduta violenta delle rispettive quotazioni di borsa²⁵, hanno determinato la reazione del legislatore europeo, con

²³ La concessione di mutui a clienti che fossero già incorsi in uno stato di insolvenza, accompagnato persino dalla mancata richiesta di documentazioni di sorta attestanti il reddito, ha determinato l'innalzamento dei tassi di interesse di questi mutui rispetto a quelli offerti ai clienti c.d. *prime*, allo scopo di compensare il maggiore livello di rischio. In molti casi, inoltre, il tasso di interesse, inizialmente fisso, si convertiva in variabile determinando l'innalzamento delle rate mensili fino all'85%. Al contempo, a questi mutui è stata collegata la vendita di strumenti finanziari che fornivano margini di guadagno più alti rispetto a quelli di mutui *prime* ed in alcuni casi tali strumenti sono stati oggetto di ulteriori operazioni di cartolarizzazione. Ebbene, il sistema così delineato ha retto finché il prezzo degli immobili non ha subito una flessione che ha determinato un drammatico effetto domino: dal mancato pagamento dei mutui *subprime*, a causa di una spesso insostenibile asimmetria tra il valore dell'immobile e il debito del cliente ad alto rischio, fino al crollo dei rendimenti degli strumenti finanziari ad essi collegati.

²⁴ In particolare, nel caso qui considerato, si sottolinea (v. W. Rügemer, *Las Agencias de Calificación, Una introducción al actual poder del capital*, cit., p.183 ss.) come nonostante già nel 2007 la stampa finanziaria avesse messo in luce il sovraindebitamento della banca, le agenzie cominciarono ad abbassare i rating di Lehman Brothers solamente a partire da giugno 2008, mantenendolo comunque sempre nel livello A, ovvero un livello alto di "investment". L'ultimo "downgrade" fu attuato dalle tre principali agenzie di rating nello stesso giorno (il 9 settembre del 2008) e tutte abbassarono il rating ad un livello "non investment" solamente lo stesso giorno in cui venne dichiarato il fallimento della banca, ovvero il 15 settembre 2008.

²⁵ Per un esame di questi effetti v. A.J. Tapia Hermida, *La responsabilidad de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de rating)*, in *RDMV*, 7, 2010, p. 6.

la previsione della regolamentazione di cui si dirà più avanti²⁶.

Ebbene, svolta questa necessaria e breve premessa, volta a comprendere in quale contesto (il ruolo e la funzione de) le agenzie di rating siano venute alla ribalta, sembra opportuno fare un salto indietro e individuare il momento della loro nascita, evidenziare le funzioni svolte allora, oltre che mettere in luce l'evoluzione che queste hanno subito nel tempo nelle circostanze di volta in volta prospettatesi e le condizioni nelle quali hanno svolto la loro attività.

Le agenzie di rating fanno la loro apparizione nei mercati finanziari internazionali agli inizi del ventesimo secolo²⁷.

La nascita delle agenzie di rating e la loro comparsa nello scenario finanziario internazionale può considerarsi un fenomeno relativamente recente, collocabile agli inizi del novecento, nonostante a quel tempo il mercato obbligazionario esistesse già da tre secoli. Infatti, essendo la maggior parte delle obbligazioni emesse o garantite dallo Stato e presumendosi, almeno fino ad allora, la piena solvibilità degli stessi, mai si era ritenuto necessario ricorrere ad un soggetto, terzo, che si occupasse di valutare il rischio del rimborso del capitale e del pagamento degli interessi di quelle obbligazioni, alla scadenza fissata.

Tuttavia, a causa dello sviluppo industriale e il contestuale bisogno di capitali per la costruzione delle infrastrutture necessarie, negli Stati Uniti cominciarono ad essere emesse obbligazioni private che, a causa dell'inconveniente legato alle asimmetrie informative, non ricoprivano la fiducia degli investitori.

L'esigenza di ottenere informazioni sugli operatori di mercato e le relative operazioni crebbe, perciò, con il passaggio da un sistema finanziario basato sulle banche ad uno basato sui mercati finanziari.

Invero, essendo evidente, nel corso del diciassettesimo e del diciottesimo secolo, la difficoltà di reperire informazioni credibili relative alla reputazione dei compratori, spesso in ritardo nei pagamenti; allo stesso modo fu palese, nel corso del diciannovesimo secolo, la necessità che le economie di scala fossero collegate a informazioni diffuse e organizzate

²⁶ Mette in evidenza come le iniziali intenzioni del legislatore europeo si siano frenate nonostante alcuni auspicassero a interventi più decisivi Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, Pamplona, 2013, p. 48-50 e soprattutto note 54 e 55.

²⁷ Si occupa di ricostruire storicamente la nascita e l'evoluzione delle agenzie di rating uno tra i maggiori punti di riferimento con riguardo a questo tema: Partnoy, *The siskel and Ebert of Financial Market?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 1999, 77, 3, p. 619 ss. Nella letteratura italiana v. invece G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 21 ss.

in modo sistematico.

Le prime entità che si occuparono di gestire l'attività di informazione nel mercato finanziario furono le cosiddette *Credit Reporting Agencies* le quali, dopo aver raccolto informazioni commerciali attraverso una rete di agenti, si occupavano di venderle agli investitori.

Nel 1841, il commerciante di bibite Lewis Tappan fondò la Mercantile Agency, che nel 1859 divenne la R.G. Dun and Company e nel 1933 si fondò con la Bradstreet – ricordata per avere pubblicato il primo libro di *commercial rating* del mondo – dando vita alla Dun Bradstreet, agenzia influente che successivamente, nel 1962, venne acquistata da Moody's Investors Service.

Tappan non fu il solo ad avere una tale idea. Infatti, a partire dalla seconda metà dell'ottocento, H.V. Poor e il figlio cominciarono a pubblicare un manuale (il *Poor's Manual of the railroads of the United States*) che riportava statistiche operative e finanziarie, su un arco di diversi anni, relative alle imprese ferroviarie degli Stati Uniti. Nel 1916 l'impresa Poor's pubblicò il suo primo rating e pochi anni dopo dalla fusione con Standard Statistics nacque Standard & Poor's, che negli anni settanta venne rilevata dal gruppo editoriale McGraw-Hill.

Oltre che attraverso la stampa finanziaria e le *Credit Reporting Agencies*, un altro mezzo attraverso cui gli investitori, in questo contesto storico, cominciarono a procurarsi le informazioni, furono le banche di investimento le quali, essendo direttamente coinvolte nell'acquisto e nella distribuzione di titoli, fornivano ai clienti tutte le informazioni relative alle operazioni e agli affari delle imprese.

Nel ventesimo secolo, a causa di perdite consistenti registratesi nel mercato finanziario, si ha in incremento della necessità di informazioni finanziarie sia da parte degli investitori che da parte degli enti regolatori. Il pessimismo generatosi tra gli investitori rende necessaria la disposizione di un meccanismo in grado di ristabilire fiducia nei mercati.

E' in questo momento che fondata la prima agenzia di rating della storia; fu infatti ad opera di John Moody, analista finanziario di Wall Street, che nacque la prima società che allora si occupò di fornire informazioni sulla qualità delle obbligazioni emesse dalle imprese ferroviarie statunitensi, vevoli come vere e proprie certificazioni²⁸.

²⁸ L'agenzia di Moody consistette in un servizio di pony che portasse velocemente informazioni sulla situazione e lo stato di avanzamento dei lavori ferroviari dell'Ovest del Paese. Data la distanza da New York,

I primi rating vennero stampati su supporti cartacei; furono cioè veri e propri manuali, da vendere al pubblico e consultati per decidere in quali società investire i propri risparmi. In questa prima fase, caratterizzata da un modello di mercato cosiddetto *investor pays*, le agenzie traevano le proprie entrate unicamente dalla vendita dei rating agli investitori.

L'attività delle agenzie si sviluppa lentamente e conosce un andamento altalenante. In un primo momento la loro crescita è favorita con lo scoppio della prima guerra mondiale, quando la partecipazione degli Stati Uniti alla guerra determina la creazione di un debito pubblico da collocare necessariamente ad un quanto più ampio possibile numero di investitori. Inoltre, la crisi che si sviluppa alla fine degli anni venti rende gli investitori sempre più bisognosi di valutazioni sul merito creditizio che li aiutassero nelle decisioni di investimento.

Così, l'importanza delle agenzie, grazie alla sempre maggiore esigenza degli investitori di ricevere un supporto per lo svolgimento delle operazioni finanziarie che li riguardassero, si accrebbe tanto che esse vennero per la prima volta incluse nella regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti²⁹.

Senonché, a seguito di tale ascesa, si registra una nuova fase di declino, causata da diverse circostanze. Tra di esse, il fatto per cui la maggior parte dei titoli obbligazionari sono emessi dagli Stati e da entità pubbliche, la cui affidabilità non necessita di valutazioni di merito.

E' tra gli anni settanta e novanta che le agenzie conoscono una nuova rinascita, grazie soprattutto allo sviluppo del mercato finanziario privato negli Stati Uniti e con il contributo di una liberalizzazione e deregolamentazione del mercato finanziario che danno luogo all'ampliamento della platea di utenti e la diversificazione di prodotti e servizi finanziari.

In particolare, come è stato sottolineato, la spinta alla crescita dell'industria del rating è venuta da diversi fattori. Innanzitutto, dai cambiamenti strutturali dei mercati finanziari, a causa dell'aumento del numero dei partecipanti e la sempre maggiore

centro finanziario degli Stati Uniti, si rende necessario un metodo di trasmissione di informazioni veloce, che Moody è così in grado di assicurare. Per queste informazioni v., tra gli altri, G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 24-25.

²⁹ L'Office of the Comptroller of the Currency, l'agenzia americana di supervisione delle banche nazionali, stabilì che i *bond* detenuti in portafoglio ai quali fosse attribuito un rating inferiore a BBB richiedessero una riduzione di bilancio proporzionale al loro valore, mentre quelli con rating pari o superiore potessero essere detenuti in portafoglio ad un costo determinato: v. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., 687 ss.

complessità delle strategie di investimento. In secondo luogo, lo spostamento della domanda di credito dalle banche al mercato di capitali così come la tendenza degli Stati a finanziarsi attraverso quest'ultimo. La diffusione degli standard elaborati nel mercato di capitali statunitense e, da ultimo, l'aumento della regolamentazione basata sul rating negli Stati Uniti e negli altri paesi sviluppati o in via di sviluppo.

Dalla loro nascita fino ad oggi le agenzie si presentano come protagoniste delle dinamiche dei mercati finanziari, essendo in grado, peraltro, di “*interpretare – e per certi versi plasmare – questo intenso revival dei mercati finanziari di fine millennio*”³⁰. Esse riescono a espandere il loro mercato anche al di fuori di quello statunitense, occupandosi di classificare non solo debitori sovrani (cosa che le agenzie cominciano a fare già a partire degli anni trenta), ma i sempre più numerosi emittenti e gestori del risparmio privati.

Se a metà degli anni settanta sono cinque le principali agenzie negli Stati Uniti, nonostante l'aumento degli affari, all'inizio di questo secolo il loro numero diminuisce a tre: Standard & Poor's, Moody's e Fitch³¹, a spartirsi quasi l'intero mercato mondiale.

2. LA FUNZIONE E L'ATTIVITA' DI RATING

Come si è avuto modo di sottolineare in precedenza, in un mercato finanziario caratterizzato da inefficienze informative, il ruolo svolto dalle agenzie di rating sarebbe quello di eliminare o quantomeno attenuare tali asimmetrie, attraverso la valutazione della solvibilità di tutte le entità che vi operano³².

Dal momento che i mercati sono caratterizzati da inefficienze informative che rendono complessa per l'investitore l'attività di osservazione della qualità degli emittenti, così come quella del loro successivo monitoraggio, un'allocatione efficiente viene garantita proprio per mezzo dell'assegnazione alle agenzie di rating di queste attività. In tal modo, se da una parte gli investitori traggono beneficio da uno strumento che fornisce loro maggiori informazioni sulla qualità degli emittenti, con una significativa riduzione dei costi che la raccolta di queste ultime determinerebbe; dall'altra, si assicura l'aumento del numero di emittenti capaci di offrire un tasso di interesse rispondente al proprio profilo di rischio; rendendoli consapevoli di essere soggetti ad un controllo costante e

³⁰ Il corsivo è tratto da G.Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 26.

³¹ Fitch che nel frattempo ha acquisito le altre due precedentemente esistenti: Duff & Phelps e Thomson BankWatch.

³² Diamond, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Review of Economic Studies*, 1984, 51, 3, p. 393-414.

disincentivando, così, comportamenti opportunistici come quelli di cosiddetto *moral hazard* o *adverse selection* di cui si è detto.

Secondo alcuni, come si è visto, il ruolo delle agenzie sarebbe quello di monitorare le imprese certificandone il valore³³. Altri studiosi, invece, ritengono che la loro attività consista nella raccolta e successiva elaborazione di informazioni capace di velocizzarne la diffusione tra gli operatori di mercato³⁴.

Dal punto di vista degli investitori, dunque, le agenzie si occupano di coadiuvarli in quanto privi delle risorse e delle competenze necessarie per la raccolta e la elaborazione delle informazioni, soprattutto quelle di tipo privato, difficilmente accessibili³⁵.

Dal punto di vista degli emittenti, invece, le agenzie offrono servizi di segnalazione: attraverso la raccolta e l'elaborazione di dati finanziari pubblicamente disponibili o forniti confidenzialmente dagli emittenti, emettono una valutazione che può considerarsi indicativa della potenziale perdita creditizia derivante da ritardato o mancato pagamento³⁶. Tale valutazione, utile alla collocazione degli strumenti presso una platea di investitori quanto più ampia possibile a costi relativamente bassi (tanto più quanto maggiore sarà il rating rilasciato dall'agenzia), in alcuni casi – come si vedrà – acquista valore regolamentare, essendo prevista obbligatoriamente dalla legislazione finanziaria.

Strettamente legato al valore informativo del rating è il c.d. valore di reputazione. Gli operatori di mercato, infatti, soprattutto in passato, si sono affidati al rating ritenendoli di buona qualità quando si è giudicato che l'agenzia emittente godesse di una consolidata reputazione. In questo senso, infatti, quest'ultima è stata considerata essa stessa un prodotto delle agenzie ovvero una vera e propria attività: i rating forniscono non solo informazioni sul merito creditizio di determinati strumenti o emittenti, ma incorporano anche la reputazione dell'agenzia che lo ha emesso; così, quanto maggiore è il capitale di reputazione di cui questa beneficia, tanto più semplice risulterà all'emittente la collocazione dei propri strumenti nel mercato³⁷.

Ad ogni modo, l'aspetto del capitale di reputazione appena menzionato va collegato con la circostanza per cui, sulla base di diverse previsioni normative, negli Stati Uniti

³³ V. M.H. Millon – A.V. Thakor, *Moral hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies*, in *Journal of Finance*, cit., p. 1403 ss.

³⁴ V. A.W.A. Boot – T.T. Milbourn – A. Schmeits, *Credit Ratings as Coordination Mechanism*, in *Review of Financial Studies*, cit., pp. 81 ss.

³⁵ Cfr. G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 79.

³⁶ *Ibidem*, p. 80.

³⁷ *Ibidem*, p. 80-81.

prima e in Europa con l'adozione del primo regolamento dedicato alle società di rating, spesso le uniche entità ammesse ad operare nei mercati sono quelle che hanno acquisito lo status di "agenzia registrata"³⁸; status acquisito proprio grazie ad una serie di requisiti vantati solo dalle agenzie che hanno goduto e godono di buona reputazione, ovvero le tre principali che si sono prima menzionate.

In questa prospettiva, quindi, viene in rilievo la critica di coloro che ritengono che i rating, nella maggior parte dei casi, non facciano che riflettere l'informazione già pubblicamente disponibile sui mercati finanziari. L'eventuale reazione di questi ultimi al cambiamento del rating rifletterebbe il cambiamento dello status regolamentare e non del rischio di credito sottostante³⁹.

Ciononostante, si sottolinea che alcuni studi mostrano come la maggior parte degli emittenti ritenga che il rating sia estremamente importante per l'accesso ai mercati finanziari⁴⁰.

Evidenziato il ruolo che le agenzie di rating possono assumere nelle dinamiche dei mercati finanziari resta da esaminare in che cosa consista l'attività da esse svolta.

Secondo la definizione che ne dà Standard & Poor's, *"i rating sono opinioni sul rischio di credito relativo. I rating esprimono l'opinione dell'agenzia sulla capacità e sulla volontà di un emittente (impresa, stato, istituzione finanziaria, ente pubblico) di far fronte ai propri impegni finanziari integralmente e alla scadenza prestabilita. I rating sono anche opinioni sull'affidabilità creditizia di un titolo di debito (prestiti obbligazionari) e sulla sua probabilità di default"*⁴¹. L'agenzia Moody's, a sua volta, qualifica il rating come *"un parere o sulla qualità di credito di singole obbligazioni, o sul merito di credito complessivo di un dato emittente (senza alcun riferimento a singole obbligazioni di*

³⁸ V. infra cap. III, par. 2.1 e par. 3.1.

³⁹ E' di questa opinione F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., p. 619 ss. Altri evidenziano invece un piccolo effetto informativo addizionale del rating, dimostrato dal variare dei prezzi dei titoli al variare delle valutazioni delle agenzie: Cfr. Kligler - Sarig, *The information Value of Bond Ratings*, in *Journal of Banking and Finance*, 2000, 55, p. 287. In generale, per un approfondimento sulle ricerche relative all'effettivo valore informativo del rating, che appaiono comunque contrastanti, v. Boot - Milbourn - Schmeits, *Credit Ratings as Coordination Mechanism*, in *Review of Financial Studies*, 2006, 19, 1, p. 81 -118; Micu - Romolona - Wooldridge, *The price impact of rating announcements: Which announcement matter?*, in *BIS Working Paper* n. 207, giugno 2006; Norden - Weber, *International efficiency of credit default swap and stock markets: The impact of credit rating announcement*, in R. Cantor (a cura di), *Recent Research on Credit Ratings (special issue)*, in *Journal of Banking and Finance*, 28, 11, 2004, p. 2813 - 2843.

⁴⁰ Si tratta delle indagini portate avanti da The Bond Market Association, *Rate the Raters, issuers' poll* (2005-2006), <http://si-fma.org/research/pdf/Rate-the-Raters-Issuers-polls.pdf>, p. 4-8.

⁴¹ La definizione è tratta dal sito ufficiale della società di rating Standard & Poor's (www.standardandpoors.com).

pagamento o ad altri titoli di debito)”⁴².

In generale, le agenzie di rating esprimono, come è noto, un parere sul merito del credito di un determinato emittente o strumento finanziario, valutando le probabilità di fallimento dell'uno (rating dell'emittente) o l'affidabilità dell'altro (rating dello strumento). In questo senso può quindi definirsi il *rating* come una previsione – accompagnata in seguito da un costante monitoraggio – circa le prospettive di solvibilità di un debitore, pubblico o privato, ad una certa data, sulla base di valutazioni che tengano conto delle sue condizioni complessive, del loro variare nonché di scelte e strategie perseguite.

Si tratta, in altre parole, di una valutazione espressa da un soggetto (che si presume) esterno e indipendente rispetto alla capacità di un emittente di far fronte al pagamento del capitale e degli interessi relativi ad un'emissione di titoli di credito, durante l'intera vita del prestito.

Il giudizio così formulato e aggiornato viene peraltro espresso secondo una scala di valori che oscillano dalla categoria considerata a più basso rischio – *investment grade* (rischio debole) – e nella quale rientrano quindi i titoli che ottengono un *rating* più alto; fino alla categoria c.d. *speculative grade* (rischio elevato), nella quale sono viceversa collocati i titoli che ottengono *rating* a basso livello o *no rated*.

Il rating è così in grado di sintetizzare una vasta quantità di informazioni, sia qualitative che quantitative, riguardo al profilo di rischio, in un semplice valore alfanumerico, al quale è associata una determinata probabilità di *default*. E' proprio la semplicità di comprensione di questo indicatore che permette anche agli investitori meno esperti di comprendere e comparare il rischio di credito di un vasto numero di strumenti finanziari.

Gli indicatori usati da ciascuna agenzia di rating variano nella forma, ma risultano comunque tutti facilmente accessibili e soprattutto corrispondenti nel significato che esprimono. In particolare, è possibile distinguere la classificazione adottata da Moody's dalle altre: mentre la prima, infatti, usa una scala che va da Aaa (massima qualità del rating assegnato) a Ca (grado minimo, corrispondente al *default*), agenzie come Standard & Poor's e Fitch usano indicatori che vanno da AAA fino a D. In generale, la scala dei rating può essere suddivisa in due gruppi: i codici relativi ai rating classificati come *investment*

⁴² Anche questa definizione è tratta dalla pagina web dell'agenzia di rating Moody's (www.moody.com).

grade e quelli relativi alle valutazioni come *speculative grade*⁴³.

Il *rating* include, inoltre, valutazioni di prospettiva, che indicano la tendenza attesa del *rating* a seconda che questa sia di mantenimento della categoria assegnata, di miglioramento o di peggioramento.

In particolare, si parla di c.d. *outlook* quando l'agenzia, ritenendo possibile nel medio-lungo termine un mutamento delle condizioni, pubblica una previsione indicando la possibile direzione della variazione verso il basso o verso l'alto. Si fa riferimento invece al c.d. *CreditWatch* quando, intervenendo circostanze tali da far presumere un mutamento del *rating* nel breve periodo (solitamente novanta giorni), l'agenzia mette il *rating* sotto osservazione. Ancora, è possibile che il mutamento del *rating*, per evenienze improvvise e non prevedibili, sia immediato e non preceduto da nessuna delle attività appena menzionate.

In questo senso, dunque, la valutazione emessa dall'agenzia non può essere considerata definitiva; è possibile che a seguito di un giudizio di revisione (ma anche indipendentemente da questo), il mutamento delle condizioni generali dell'emittente o del suo settore d'appartenenza, variazioni della struttura finanziaria, patrimoniale o manageriale dell'impresa, determinino il contestuale mutamento del *rating* inizialmente emesso (c.d. *re-rating*). Questo aspetto dell'attività di *rating*, come gli ultimi scandali finanziari hanno dimostrato, è certamente da considerarsi uno dei più delicati. E' noto, infatti, come in tutti i casi di default che hanno interessato di recente i mercati finanziari, il ruolo delle agenzie di *rating* sia venuto alla ribalta proprio per la mancata revisione (nei casi di specie declassamento) del *rating* fino ai pochi momenti precedenti alla dichiarazione di fallimento delle entità emittenti interessate⁴⁴.

3. SEGUE: LA FUNZIONE E L'ATTIVITA' DI RATING

I *rating* possono essere distinti a seconda che essi vengano richiesti espressamente dal soggetto interessato ad ottenere una valutazione sul merito del credito (c.d. *solicited ratings*) o che siano emessi direttamente dalle agenzie di *rating* senza previo accordo con l'emittente interessato (c.d. *unsolicited ratings*).

⁴³ Per una chiara indicazione dei diversi codici alfanumerici utilizzati v. G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 86, tab. 3.1.

⁴⁴ Per una breve disamina dei principali scandali finanziari che hanno visto le agenzie di *rating* svolgere un ruolo di protagoniste v. *supra* par. 1.

Nel primo dei casi qui considerati, a seguito della richiesta di un emittente viene concluso un accordo contrattuale tra questi e l'agenzia di rating, avente ad oggetto il servizio professionale prestato da quest'ultima. L'emittente, con lo scopo di impiegare il rating come mezzo per segnalare agli operatori presenti sul mercato la qualità del credito connesso alla propria emissione – in alcuni casi in virtù di un obbligo legale –, si rivolgono così a una o più agenzie⁴⁵.

Le metodologie e le procedure di assegnazione del rating, che in passato venivano mantenute segrete al pubblico degli investitori, sono oggi, a seguito delle previsioni regolamentari che a partire dall'ultimo decennio ne hanno disposto l'obbligatorietà, rese note attraverso la pubblicazione di note metodologiche sull'attribuzione del rating. Esse evidenziano l'importanza di alcuni aspetti qualitativi e quantitativi nelle procedure di attribuzione della valutazione ma senza specificare un ordine di priorità rispetto ai singoli aspetti considerati⁴⁶.

La procedura di assegnazione del rating è molto simile per tutte le principali agenzie operanti nel mercato. Essa prevede una richiesta da parte dell'emittente, che nei casi di *solicited ratings* dà avvio al procedimento, alla quale seguono una serie di incontri con il management del soggetto emittente, volti a valutare i piani finanziari e operativi, le strategie aziendali e le politiche portate avanti. La raccolta di informazioni e di documentazione rimane di carattere confidenziale, non essendone mai prevista la loro divulgazione.

Dopo l'elaborazione e lo studio di tutte le informazioni a disposizione gli analisti effettuano una valutazione sulla situazione economica e finanziaria dell'emittente e formulano così, sulla base di essa, una proposta di rating, che viene poi votata da un

⁴⁵ Il riferimento in questo caso è al fenomeno del c.d. doppio rating, per cui la maggior parte delle emissioni ha un rating assegnato dalle maggiori agenzie (v. C.A. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 82, p. 42 ss.). Le ragioni sono considerate diverse. Innanzitutto, gli investitori, nella convinzione che un secondo rating possa fornire informazioni aggiuntive, finiscono con il preferire gli strumenti che hanno un doppio rating. Nella prospettiva dell'emittente, invece, l'interesse a ricevere un rating aggiuntivo è dettato dal vantaggio di ottenere un abbassamento del tasso di interesse al quale collocherà i suoi titoli (cfr. G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 108 ss.). Inoltre, vi sono in alcuni casi anche ragioni di tipo regolamentare; nel senso che parte della regolamentazione richiede almeno due rating (v. F. Partnoy, *The siskel and Ebert of Financial Market? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, cit., p. 692-706).

⁴⁶ Queste informazioni possono essere tratte direttamente dai siti ufficiali delle più importanti agenzie di rating a livello globale. V., tra gli altri, www.standardandpoors.com. Per una elencazione di alcune delle variabili quantitative e qualitative prese in considerazione dall'agenzia v. G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 95 e 96.

organismo collegiale, composto da esperti del settore di riferimento⁴⁷. Il rating viene comunicato all'emittente con alcune ore di anticipo rispetto al momento della sua pubblicazione. L'emittente può decidere di mantenere il proprio rating confidenziale – certamente non quando la pubblicazione del rating è condizione prevista dalla normativa finanziaria – o appellarsi alla decisione dell'agenzia ma solo laddove fornisca nuove informazioni non già incorporate nel precedente rating. In caso contrario, il rating è reso pubblico insieme ad un comunicato che ne spiega dettagliatamente le motivazioni e i fattori che potrebbero portare ad una variazione in positivo o in negativo dello stesso⁴⁸.

E' chiaro che nei casi considerati, ovvero quando si tratti di rating richiesti specificamente dall'emittente, le agenzie sono remunerate dal soggetto richiedente la valutazione di merito creditizio. In queste ipotesi, l'esistenza di un contratto tra le due parti rende più semplice la risoluzione di eventuali azioni di risarcimento dei danni promosse dall'emittente in caso di errore o falsità del rating emesso. Tuttavia, giova sottolineare che in queste ipotesi l'investitore – seppur a sua volta destinatario della prestazione oggetto del contratto anzidetto – rimane terzo rispetto ad esso, non divenendone mai parte, con i conseguenti problemi che da questa circostanza, come attentamente si vedrà, discendono.

Più problematica sotto altro profilo appare la seconda delle ipotesi sopra menzionate, ovvero quella in cui ad essere emessi siano c.d. *unsolicited ratings*. Queste valutazioni, elaborate e pubblicate in assenza di una specifica richiesta da parte dell'emittente, se da un lato sono state ritenute utili nei mercati caratterizzati da una scarsa disponibilità di informazioni, dall'altro solleva dubbi rispetto all'integrità del procedimento di assegnazione del rating utilizzato e al potenziale conflitto di interessi che possa nascondersi dietro questa pratica⁴⁹.

Invero, ciò che si mette in rilievo nei casi di c.d. *unsolicited ratings* è che la pratica dell'agenzia spesso consiste nell'emissione di un rating di valore negativo (o comunque basso) allo scopo di indurre l'emittente a richiedere ufficialmente il rating e pagare così la relativa commissione per ottenerne uno più favorevole.

La questione risulta particolarmente delicata se si considera inoltre che i rating non sollecitati sono elaborati ed emessi sulla base delle sole informazioni pubblicamente

⁴⁷ Tutte le agenzie di rating sottolineano, essendo d'altro canto obbligate per legge, come vi sia una netta separazione tra chi si occupa delle relazioni commerciali e gli analisti finanziari che hanno il ruolo di assegnare il rating. Questa separazione formale, comunque, non impedisce di sollevare dubbi circa la reale trasparenza e correttezza delle pratiche svolte all'interno delle agenzie.

⁴⁸ Queste informazioni sono tratte dal sito ufficiale di Standard & Poor's (www.standardandpoors.com).

⁴⁹ Rileva queste circostanze G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 121.

disponibili, dal momento che non vi è la trasmissione di informazioni confidenziali dell'emittente all'agenzia.

Alla luce di ciò, si è ritenuto che spesso essi abbiano avuto come finalità quella di consentire alle agenzie di espandere le proprie quote di mercato. Le agenzie che emettono questo tipo di valutazioni tentano di guadagnare “*un vantaggio competitivo*” rispetto alle agenzie che questo tipo di rating non si sono occupate di assegnare⁵⁰.

Inoltre, per il fatto di essere basati solamente su informazioni pubblicamente disponibili, si è dubitato della loro effettiva capacità di essere in grado di aumentare l'efficienza del mercato. Alcuni studi hanno sottolineato come i rating sollecitati dagli emittenti tendano ad essere più elevati di quelli c.d. *unsolicited*; perciò, considerando le potenzialmente notevoli distorsioni sul merito creditizio di determinati emittenti che essi sono in grado di generare e che non contengono in realtà alcuna significativa informazione aggiuntiva per i mercati⁵¹, si conclude che essi siano per lo più utilizzati al fine di estorcere la richiesta di rating agli emittenti che non l'abbiano fatto. Questi ultimi, saranno portati a chiedere una valutazione del proprio merito creditizio; fornendo informazioni riservate capaci di avere un impatto positivo, saranno in grado di segnalarle al mercato e abbassare così i propri costi di raccolta del capitale⁵².

Come è possibile dedurre dall'analisi condotta finora e, in particolar modo, dalla ricostruzione relativa all'origine delle agenzie di rating e alle modalità in cui originariamente furono svolte le loro funzioni e come esse invece vengono realizzate oggi, vi è stato un mutamento del modello di mercato adottato dalle agenzie di rating.

Quando nei primi del novecento John Moody mise in commercio i primi giudizi relativi ai *bond* emessi dalle compagnie ferroviarie che in quel momento stavano determinando una crescita economica a ovest degli Stati Uniti, i rating venivano stampati su supporti cartacei, e cioè veri e propri manuali, da vedere direttamente al pubblico di investitori, che sulla base di essi decideva come investire i propri risparmi. In questa fase, dunque, gli emittenti di *bond* erano considerati mero oggetto dell'attività svolta dalle agenzie, che traevano i loro profitti dalla vendita dei propri giudizi direttamente agli investitori interessati a conoscerli; questo modello di mercato era il cosiddetto *investor*

⁵⁰ *Ibidem*, p. 121.

⁵¹ Per un'analisi di questi rating v. S. Byoun – S.Y. Shin, *Unsolicited ratings: Theory and empirical analysis*, Midwest Business Economics Association, Working Paper Series, Ottobre 2002, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=354125.2002>.

⁵² Per queste considerazioni v. Rhodes, *The role of the Sec in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance or Free Market Interference?*, in *Seton Hall Legislation Journal*, vol. 20, 1996, p. 302 ss.

pays.

La situazione anzidetta subì un mutamento che diede inizio a una nuova fase in due momenti considerati cruciali per i mercati americani. La prima circostanza fu la nota crisi del '29, in seguito alla quale il legislatore americano, per la prima volta, inserì un espresso rinvio al rating nella normativa bancaria, in particolare per la valutazione del portafogli delle banche⁵³, in tal modo obbligando gli emittenti a richiedere il rating. Il secondo momento coincise con i fallimenti di alcune grandi imprese, nella prima metà degli anni settanta, che generarono una crisi per i mercati americani e, di conseguenza, un calo di fiducia degli investitori⁵⁴. In questo contesto, infatti, accadde che gli emittenti necessitassero di uno strumento che, certificando il merito e la stabilità del proprio credito, rassicurasse il pubblico sulle loro future emissioni di strumenti finanziari.

Gli emittenti cominciarono a rivolgersi alle agenzie al fine di farsi attribuire volontariamente un giudizio dietro pagamento e negoziare così più agevolmente i propri strumenti sui mercati: si generò da questo momento il modello di mercato che viene ad oggi detto *issuer pays*.

Tale modello, tuttavia, presenta già fin dalla sua origine una potenziale situazione di conflitto di interessi; il controllore, la cui attività dovrebbe essere improntata a canoni di imparzialità e affidabilità, è pagato dal controllato che, al contrario, ha interesse a ottenere un giudizio indulgente e – chiaramente – elevato⁵⁵. Da questo momento tutte le maggiori agenzie di rating cominciarono a prestare la loro attività secondo il modello anzidetto, quindi remunerate dagli emittenti dei titoli da esse valutati⁵⁶.

Sotto un'altra prospettiva, inoltre, il passaggio da un modello c.d. *investor pays* a quello attuale, il c.d. modello *issuer pays*, si spiega se si tiene in considerazione che l'informazione somministrata dalle agenzie di rating ha come finalità generare "affidamento" e, più in particolare, l'"affidamento" necessario a compiere scelte di

⁵³ Si tratta delle *rules* emesse dal *Office of the Comptroller of the Currency*, agenzia americana che si occupava della supervisione delle banche nazionali. Su questo punto cfr. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., p. 687.

⁵⁴ Su queste circostanze si esprime V.L. White, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the SEC's Regulation for the Bond Rating Industry*, NYU Working Paper, n. EC-05-16, 2005, scaricabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1282540>, p. 5.

⁵⁵ Questa osservazione è avanzata, tra tanti, da F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impr. Soc.*, 3/2010, p. 462.

⁵⁶ Alcuni autori (G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 31 ss.) fanno notare come furono le maggiori agenzie di rating (Moody's, Standard & Poor's, Fitch) a operare, a partire da questo momento, secondo il modello c.d. *issuer pays*. Diversamente, molte agenzie minori, ovvero operanti in un territorio nazionale e non a livello globale come le tre maggiori "sorelle", continuarono ad emettere rating secondo il modello *investor pays*.

investimento. In questo senso, sono gli emittenti ad avere maggiore interesse a che i potenziali investitori vengano a conoscenza delle informazioni sulla qualità e il merito del prodotto finanziario offerto⁵⁷.

Un altro aspetto dell'attività svolta dalle agenzie di rating che merita di essere ricordato, se non altro per i problemi che esso, insieme ad altri, genera, è quello relativo ai c.d. *ancillary services*. Si tratta di servizi accessori di consulenza che le agenzie offrono agli emittenti e che hanno gli garantito negli ultimi anni ingenti profitti. Tra di esse, per esempio, vi è la pratica di fornire, dietro pagamento di un'ulteriore commissione, valutazioni prelieve al rating, che consiste nella previsione di come particolari operazioni, come fusioni, vendita di cespiti patrimoniali, possano influenzare la valutazione sul merito creditizio⁵⁸.

Un'altra delle attività di consulenza accessorie è che è venuta alla ribalta soprattutto negli ultimi anni, dal momento che è stata considerata come una delle principali cause dello scoppio dell'attuale crisi finanziaria mondiale, è quella consistente nel rilascio di consulenze relative a operazioni di cartolarizzazione, in alcuni casi trattandosi di vere e proprie operazioni di “disegno” di prodotti di finanza strutturata, poi sottoposti a valutazione da parte delle stesse agenzie che li hanno ideati. In tal modo, l'emittente si assicura un buon esito nella collocazione nel mercato⁵⁹.

Nell'assegnazione del rating a questi prodotti il processo è inverso rispetto a quello utilizzato per gli strumenti finanziari tradizionali. Prima di tutto, infatti, si “struttura” il prodotto in modo da renderlo meritevole di ricevere il rating già stabilito, anziché analizzare le caratteristiche dello strumento e poi assegnargli un giudizio. Solitamente, in questi casi, l'emittente decide a priori il rating che desidera per quel prodotto e procede alla strutturazione in modo conseguente⁶⁰.

⁵⁷ V. per esempio L. Picardi, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Rivista di diritto civile*, 6, 2009, p. 716 ss.

⁵⁸ Per un esaustivo elenco delle attività ancillari svolte dalle agenzie di rating v. F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like other Gatekeepers*, in Y. Fuchita e R.E. Litan (a cura di), *Financial gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington, DC, 2006, p. 70.

⁵⁹ Oltre a quelle brevemente descritte, le agenzie di rating si sono occupate negli ultimi anni dell'offerta di un vasto catalogo di servizi di consulenza accessori che hanno permesso loro di ricavare significativi guadagni aggiuntivi. Si tratta per esempio di servizi di consulenza all'entità valutata rispetto all'attività svolta, alla struttura societaria o giuridica, raccomandazioni o proposte in ordine alla struttura di derivati finanziari, attività di previsione di mercato, valutazione delle tendenze economiche, analisi dei prezzi, etc.

⁶⁰ Sull'apporto delle agenzie nei prodotti di finanza strutturata v. G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 125-128.

4. L'ATTIVITA' DI RATING E IL PROBLEMA DEI CONFLITTI DI INTERESSE

La breve ricostruzione delle origini delle agenzie, oltre che l'illustrazione dell'attività e delle funzioni da esse svolte, dalla nascita ad oggi, ad una attenta analisi mettono in evidenza diversi i aspetti problematici che queste sollevano; tra di essi, uno dei maggiori, quello dei conflitti di interesse in cui incorrono tutte delle agenzie di rating del credito operanti oggi nei mercati finanziari globali.

Invero, il conflitto di interesse ha rappresentato e rappresenta, insieme ad altri fattori, uno dei grandi profili controversi che riguardano queste entità, insieme al problema della scarsa competizione e le barriere di ingresso al mercato del rating, quello dell'attribuzione di valore regolamentare al rating stesso e altri problemi, spesso effetto dei primi, come quello dell'eccessivo affidamento riposto negli stessi.

La questione dei conflitti di interesse, come le altre questioni problematiche che le agenzie di rating sollevano, non possono considerarsi generate da un solo aspetto dell'attività svolta da queste entità, ma risultano il prodotto della combinazione (e non solo) di molti di essi.

Innanzitutto, principale motivo che dà origine al problema di cui si tratta è quello dell'adozione, da parte delle agenzie, a partire dagli anni trenta e più incisivamente dagli anni settanta, del già menzionato modello di mercato c.d. *issuer pays*⁶¹.

Il passaggio da un modello imprenditoriale c.d. *investor pays* a uno in cui, invece, fossero gli stessi emittenti a pagare per i rating sui loro prodotti finanziari viene infatti considerato una delle principali cause per cui le agenzie di rating hanno cominciato ad assumere un ruolo via via sempre più scomodo all'interno delle dinamiche dei mercati finanziari.

Come si è già avuto modo di illustrare, in origine, e cioè al momento della loro nascita, le agenzie di rating adottavano un modello diverso da quello attuale, per cui erano gli investitori a pagare il prezzo per ottenere il rating previamente elaborato dall'agenzia.

In altre parole, le agenzie solevano elaborare le loro valutazioni sul merito creditizio di determinati strumenti finanziari per rivolgerle al pubblico di investitori che, dietro il corrispettivo di un prezzo, volesse acquistarle ed utilizzarle per compiere le proprie scelte di investimento.

⁶¹ V. supra, par. 3.

A seguito della crisi del ventinove, a causa dell'introduzione nella normativa bancaria di un espresso riferimento al rating per la valutazione della composizione dei portafogli delle banche, molti emittenti furono costretti a richiedere l'assegnazione di un giudizio sul merito creditizio.

Ancora più rilevante fu la circostanza presentatasi nella prima metà degli anni settanta, quando il fallimento di alcune grandi imprese americane provocarono una crisi dei mercati finanziari, con un conseguente calo di fiducia che gli investitori riponevano in essi; in questa occasione, infatti, allo scopo di rassicurare il pubblico sull'emissione dei propri strumenti di debito, gli emittenti cominciarono a rivolgersi alle agenzie al fine di farsi attribuire volontariamente un rating, dietro il pagamento di un corrispettivo. In questo modo, una volta ottenuto un rating elevato, diventava più semplice la loro negoziazione nei mercati.

E' evidente, dunque, come il passaggio da un modello in cui le agenzie fossero remunerate dagli investitori interessati a conoscere il grado di solvibilità di un emittente, ad uno in cui sono questi ultimi a richiedere la valutazione sul proprio merito creditizio costituisce una delle principali fonti dei conflitti di interesse esistenti in capo alle agenzie.

La circostanza per cui siano le stesse entità interessate all'ottenimento di un rating quanto più alto possibile a remunerare le stesse società che devono valutarle solleva seri dubbi sull'effettiva imparzialità che queste ultime possano mantenere. Il sospetto – che diventa prova se si considerano gli eventi nefasti che da ultimo hanno interessato i mercati finanziari e che hanno visto tra i principali protagonisti proprio le agenzie – è che le stesse siano spesso indotte all'assegnazione di voti eccessivamente alti al fine di potere compiacere i propri clienti.

Come si è anticipato, il problema dei conflitti di interesse risulta generato da una serie di aspetti dell'attività delle agenzie di rating che spesso si intrecciano tra loro. In questo senso, è possibile notare come incidano senz'altro a determinare il problema dei conflitti di interesse anche la pratica di diffondere valutazioni sul merito del credito senza che l'emittente ne abbia fatto richiesta, ovvero i casi di emissione dei c.d. *unsolicited ratings*, nonché la prestazione di servizi accessori di consulenza (c.d. *ancillary services*).

Nel primo caso, come si è già visto nell'illustrare brevemente l'attività e le funzioni che le agenzie di rating svolgono, esse emettono giudizi fondati su informazioni pubblicamente disponibili (anziché riservate e fornite direttamente dall'emittente interessato al giudizio) e, quindi, che possono essere anche incomplete o inesatte. Questi

rating risultano spesso molto bassi e tendono ad indurre gli emittenti a richiedere una nuova valutazione, fornendo informazioni riservate che possano avere un impatto positivo e segnalandole al mercato al fine di abbassare così i costi di raccolta del capitale.

Si è ritenuto che spesso essi abbiano avuto come finalità quella di consentire alle agenzie di espandere le proprie quote di mercato. Le agenzie che emettono questo tipo di valutazioni tentano di guadagnare “*un vantaggio competitivo*” rispetto alle agenzie che non hanno assegnato questo tipo di rating⁶².

La seconda ipotesi cui si è fatto riferimento, invece, si riferisce a una pratica che è venuta alla ribalta negli ultimi anni, dal momento che è stata considerata come una delle cause dello scoppio dell’attuale crisi finanziaria mondiale.

Le agenzie di rating, infatti, si sono occupate soprattutto recentemente dell’offerta di un vasto catalogo di servizi di consulenza accessori che hanno permesso loro di ricavare significativi guadagni aggiuntivi (servizi di consulenza all’entità valutata rispetto all’attività svolta, alla struttura societaria o giuridica, raccomandazioni o proposte in ordine alla struttura di derivati finanziari, attività di previsione di mercato, valutazione delle tendenze economiche, analisi dei prezzi, etc.).

Tra di essi, merita un breve cenno, proprio per la capacità di generare una evidente situazione di conflitto di interesse, la pratica consistente nella concessione di consulenze relative a operazioni di cartolarizzazione, in alcuni casi trattandosi di vere e proprie operazioni di “disegno” di prodotti di finanza strutturata, poi sottoposti a valutazione da parte delle stesse agenzie che li hanno ideati; in tal modo, l’emittente si assicura un buon esito nella collocazione nel mercato di questi prodotti⁶³.

In queste ipotesi, i prodotti di finanza strutturata vengono progettati in modo da ottenere un determinato rating: si disegna il prodotto in modo tale che sia meritevole di un rating alto invece di procedere con l’operazione inversa che consiste nell’analizzare le caratteristiche dello strumento e procedere poi all’assegnazione di un giudizio.

L’emittente decide a priori il rating desiderato per quel prodotto e procede alla strutturazione in maniera conseguente. Inoltre, è la medesima agenzia di rating a prestare consulenza per lo svolgimento di entrambe le attività, determinando – come la recente crisi dei mutui *subprime* ha fatto – inevitabili sospetti dell’esistenza di conflitti di interesse⁶⁴.

⁶² *Ibidem*, p. 121.

⁶³ V. ancora una volta, G. Ferri – P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 125 ss.

⁶⁴ E’ senz’altro da richiamarsi, a evidenziare come questo tipo di attività non possa che considerarsi fonte di conflitti di interesse in capo alle agenzie, la recente crisi dei mutui *subprime*. A questi mutui (v. per una breve

Non certo meno rilevante, rispetto al problema di cui discute, risulta l'assetto azionario delle maggiori agenzie di rating operanti a livello globale. Senza entrare nel dettaglio, infatti, basti ricordare che tra i maggiori azionisti delle due più importanti società di rating – Standard & Poor's e Moody's – vi è una delle maggiori società di gestione del risparmio americane, e che tra gli altri maggiori investitori delle agenzie anzidette figurano numerosi grandi investitori statunitensi⁶⁵.

Questo aspetto, chiaramente, è fonte di una sorta di cortocircuito, per cui se tutti questi investitori sono, da un lato, azionisti delle più grandi agenzie di rating, dall'altro, sono anche utilizzatori dei loro stessi rating quando acquistano obbligazioni sul mercato; il conflitto di interesse e le possibili pressioni cui le agenzie stesse possono essere soggette in queste circostanze sono evidenti.

Così, allo scopo di rispondere a questa (e, come si vedrà, non solo) situazione problematica, tanto il legislatore americano così come quello europeo hanno provveduto all'emanazione di normative capaci di porre dei limiti alle attività poste in essere dalle agenzie e finalizzate a prevenire ulteriori pratiche collusive o temerarie.

Invero, se negli Stati Uniti, in una prima fase, la legislazione paresse in realtà mirare al potenziamento del ruolo di queste entità nei mercati finanziari, attraverso l'inclusione dei rating emessi dalle agenzie in svariate normative finanziarie e usandoli come parametri per valutare i titoli detenuti in portafoglio dagli intermediari finanziari; in una seconda fase – successiva agli scandali finanziari dell'inizio di questo secolo –, così come per la prima volta sul versante europeo, sono state sancite misure volte al superamento dei principali profili controversi delle attività di rating.

In altri termini – come si vedrà più approfonditamente nella parte specificamente dedicata alla regolamentazione sulle agenzie di rating⁶⁶ – in passato negli Stati Uniti si è optato per una *deregulation* che non solo, insieme alla normativa che ha dato ai rating

ricostruzione dei fatti *supra*, cap. II par. 1, p. 16 ed in particolare nota 23) è stata invero collegata la vendita di strumenti finanziari che fornivano margini di guadagno più alti rispetto a quelli di mutui *prime* e in molti casi tali strumenti sono stati oggetto di ulteriori operazioni di cartolarizzazione, cui sono risultate partecipanti – spesso in veste di consulenti – le stesse agenzie poi incaricate di assegnare un giudizio a questi prodotti. Tali giudizi, come è noto, non solo erano da considerarsi eccessivamente alti rispetto al reale merito che essi possedessero, ma continuavano ad avere un rating di valore alto fino ai pochi giorni precedenti che ne hanno preceduto il crollo.

⁶⁵ Il riferimento è Capital World Investment, nel primo caso, e a Vanguard Group, State Street e Blackrock, tra i molti altri, nella seconda ipotesi (la fonte di queste informazioni è Bloomberg per il quale v. <http://www.bloomberg.com/>). Per una precisa oltre che interessante analisi degli assetti azionari delle maggiori agenzie di rating v. W. Rügemer, *Las Agencias de Calificación, Una introducción al actual poder del capital*, cit., p. 71 ss.

⁶⁶ V. *infra* cap. III.

valore regolamentare, ha consentito alle agenzie di acquisire l'enorme potere di cui godono attualmente, ma che è stata al contempo fattore causale della maggior parte degli aspetti problematici legati alla loro attività. In un secondo momento, ed in particolare dopo i primi tra i recenti fallimenti che hanno scosso il sistema finanziario globale, tanto il legislatore americano così come quello europeo sono intervenuti emanando nuove norme contenenti divieti, sanzioni, obblighi, volti a evitare potenziali (o impedire attuali) situazioni di conflitto di interesse in capo alle agenzie; ma, come si vedrà, quasi sempre con scarsi risultati.

5. IL VALORE REGOLAMENTARE DEL RATING E L'ECESSIVO AFFIDAMENTO DA PARTE DEGLI INVESTITORI

Un altro degli aspetti problematici generati dall'attività delle agenzie è quello dell'attribuzione di valore regolamentare al rating, che ha reso queste entità veri e propri venditori di una disciplina normativa, in tal modo assicurandogli ingenti profitti e la concentrazione di enormi poteri; aspetto, quest'ultimo, a sua volta origine di ulteriori questioni controverse⁶⁷.

Come si è già accennato, proprio il momento in cui cominciò a verificarsi il passaggio da un modello *investor pays* a un modello in cui l'emittente stesso richiedesse la valutazione sul proprio merito creditizio coincise con l'introduzione, nella normativa bancaria statunitense, di un espresso riferimento al rating per la valutazione della composizione dei portafogli delle banche⁶⁸. Fu, infatti, a partire da questo momento che le agenzie di rating cominciarono ad essere considerate come venditori di un trattamento regolamentare; circostanza rafforzata da successivi interventi normativi volti verso questa stessa direzione.

Invero, negli anni settanta furono previste misure attraverso le quali la *Securities*

⁶⁷ Ci si riferisce, tra gli altri aspetti, a quello dell'eccessivo affidamento sul rating, al problema del mercato oligopolistico in cui operano le agenzie, di cui si dirà più avanti, così come lo stesso menzionato problema del conflitto di interessi, certamente aggravato dalla circostanza per cui le agenzie godono di ampissimi poteri che gli consentono di porre in essere, spesso indisturbate, pratiche collusive o temerarie. Come si è già anticipato, è evidente che gli aspetti problematici cui dà vita l'attività delle agenzie di rating risultano spesso intrecciati tra loro; ciò rendendo ancora più complesso un intervento volto a superare efficacemente dette questioni.

⁶⁸ Per un excursus relativo alla normativa che il legislatore americano ha dedicato alle agenzie di rating dalle origini ad oggi v. *infra* cap. III. La normativa qui richiamata è quella costituita dalle *rules* emesse dal *Office of the Comptroller of the Currency*: per un approfondimento sul punto v. F. Partnoy, *The siskel and Ebert of Financial Market? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, cit., p. 687 ss.

and Exchange Commission (SEC) connesse i requisiti di capitale richiesti agli intermediari alla rischiosità degli strumenti detenuti in portafoglio determinata in base al rating ad essi assegnato. Contestualmente, la stessa Commissione introdusse la categoria di *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) che identificava (e ancora oggi identifica) le agenzie autorizzate ad emettere rating utilizzabili dagli intermediari ai fini della conformità alla legislazione finanziaria⁶⁹.

Così, se in una prima fase l'attività delle agenzie era consistita nel vendere agli investitori un giudizio sintetico e facilmente comprensibile sul merito creditizio dell'emittente o di un'emissione e, quindi, nello svolgimento di una funzione di semplificazione dell'informazione destinata agli investitori e finalizzata a guidarli nelle proprie scelte di investimento; con l'inclusione del rating nella normativa finanziaria il legislatore americano delegò implicitamente a queste entità parte dell'attività di vigilanza prudenziale sui soggetti operanti nel mercato⁷⁰.

In questa fase, inoltre, la SEC non si occupò di stabilire un procedimento attraverso cui un'agenzia potesse ottenere lo status di NRSRO, ma si limitava a riconoscerlo in capo alle tre maggiori agenzie operanti in quel momento nel mercato. Esse, in questo modo, cominciarono di fatto a vendere un vero e proprio trattamento regolamentare ai soggetti che intendessero svolgere determinate attività nel mercato finanziario; rafforzandosi così enormemente la dipendenza degli attori del mercato dalle agenzie⁷¹.

Questo stato di cose ha consentito alle società di rating di accumulare potere ed enormi profitti. Esse si sono convertite, nel corso di tutto il ventesimo secolo, in uno strumento indispensabile per gli emittenti e hanno altresì potuto contare sull'assenza di qualsiasi sanzione per i casi in cui fossero adottate condotte negligenti da parte loro.

Senonché, il legislatore americano decide di abbandonare la quasi totale deregolamentazione del settore solamente nei primi anni del ventunesimo secolo, quindi di recente, a seguito dei fallimenti di alcune importanti imprese, che oltre a determinare gravi conseguenze per i mercati, hanno palesemente messo in luce il ruolo di protagoniste e le responsabilità che le agenzie hanno avuto in questi contesti⁷². Il mantenimento del giudizio positivo sulle società fallite fino ai pochi momenti che ne hanno preceduto la dichiarazione

⁶⁹ Cfr. F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 462.

⁷⁰ *Ibidem*, p. 463 ss.

⁷¹ Come fa notare F. Partnoy, *The paradox of Credit Ratings*, cit., p. 2 ss., “credit ratings are important because regulation says they are”.

⁷² Il riferimento è, ancora una volta, agli scandali finanziari come il c.d. caso Enron, o caso WorldCom, di cui si è detto e per cui si richiama cap. I, specialmente par. 1.

di insolvenza da parte delle principali agenzie di rating operanti a livello globale ha reso evidenti, infatti, i limiti di una struttura di mercato in cui i rating fossero considerati pietra angolare dell'intera normativa finanziaria.

L'assenza di una normativa che regolasse l'attività delle agenzie, che ne sanzionasse le condotte scorrette e che, quindi, prevedesse misure di controllo del ruolo e delle funzioni svolte all'interno dei mercati ha consentito ad esse, per lunghissimo tempo, di agire indisturbate, spesso pregiudicando gravemente gli interessi di altri soggetti operanti nel mercato e operando in situazioni di palese conflitto di interesse.

La seconda fase dell'intervento legislativo statunitense viene così inaugurata dal *Credit Rating Agencies Reform Act* del 2006, con il quale si stabiliscono numerose misure volte a superare le questioni problematiche evidenziate con le crisi di mercato di quegli anni: dalle situazioni di conflitto di interesse, al problema delle barriere all'ingresso del mercato e la struttura oligopolistica di esso, fino a quello relativo al riconoscimento dello status di NRSRO, per l'ottenimento del quale infatti viene finalmente introdotto uno specifico e dettagliato procedimento⁷³.

Ciononostante, le misure sancite in questo intervento normativo non sembrano riuscire a raggiungere gli obiettivi per cui sono state previste ed anzi solamente dopo pochissimi anni si verificano altri più gravi fallimenti di mercato che determinano l'ingresso in una crisi finanziaria ed economica che viene attualmente considerata la più grave di tutti i tempi.

Il crollo dei c.d. mutui *subprime*, il fallimento di colossi finanziari come Lehman Brothers e la crisi sistemica che ne consegue spingono il legislatore statunitense ad un ulteriore intervento, nel 2010, sancito dal *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*⁷⁴.

Il provvedimento, in parte dedicato alle agenzie di rating e ancora in fase di implementazione, affronta il problema del valore regolamentare dei giudizi da esse emessi; infatti, sulla base dell'espresso riconoscimento, da parte della *Securities and Exchange Commission*⁷⁵, delle distorsioni create dal sistema fino ad allora previsto, il *Dodd-Frank*

⁷³ Anche per questo aspetto ci sia concesso di rimandare alla più approfondita trattazione che se ne fa nella parte dedicata alla regolamentazione relativa alle agenzie di rating, per cui v. *infra* cap. III.

⁷⁴ Il provvedimento contiene diverse previsioni di riforma, tra le quali il *Subtitle C* (sec. 930 – 939H) del *Title IX* dedicato alle agenzie di rating e rubricato infatti *Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*.

⁷⁵ V. Report annuale della SEC del 2009, scaricabile all'indirizzo www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0909.pdf.

Act introduce l'eliminazione progressiva da svariate norme di materia finanziaria dell'obbligatorio ottenimento di un rating di *investment grade* come criterio di conformità a detta normativa⁷⁶.

L'autorità di vigilanza americana ha dunque ammesso che il costante riferimento al rating nella regolazione finanziaria abbia garantito alle agenzie il potere di vendere un trattamento normativo e che ciò sia stato a sua volta causa delle distorsioni delle dinamiche che si sono rese evidenti con la recente crisi e origine dell'eccessivo affidamento che gli investitori hanno riposto nelle valutazioni delle agenzie⁷⁷.

Ciò ha determinato il recepimento della proposta di eliminare gradualmente il riferimento al rating in numerose norme del settore finanziario ma, come è stato anticipato, le misure non sono ancora in vigore e si trovano attualmente in attesa di essere applicate⁷⁸. In generale, l'atto di riforma è stato giudicato deludente rispetto alle aspettative che aveva creato alla vigilia della sua entrata in vigore: molte delle regole in esso contenute, infatti, non hanno avuto un reale impatto e altre, come quelle di cui si è detto, non sono ancora entrate in vigore.

Inoltre, pare che, nonostante le dichiarazioni iniziali, gli organismi di vigilanza continuino a risultare incapaci di agire nella direzione tracciata dall'atto legislativo in questione (spesso per i conflitti di interesse esistenti al loro interno). Al contempo, viene rilevata una spinta nella direzione di un totale annullamento delle regole in esso contenute da parte delle lobby finanziarie, spesso capaci di influenzare e condizionare fortemente politici e legislatori americani.

Sul versante europeo il problema del valore regolamentare assegnato al rating si è presentato in misura inferiore rispetto all'ordinamento statunitense, ma non può dirsi assente.

La principale fonte normativa che faceva riferimento al rating è l'Accordo di Basilea II, in base al quale i requisiti di capitale delle banche potevano essere calcolati sulla base dei rating emessi dalle *External Credit Assessment Institutions* (ECAI), e cioè dalle agenzie autorizzate dalla direttiva europea n. 2006/48/CE a emettere questo tipo di valutazioni.

In un momento successivo, e in particolare con l'emanazione della prima normativa

⁷⁶ Cfr. F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 473.

⁷⁷ *Ibidem*.

⁷⁸ Per una più completa visione circa la situazione attuale rispetto all'applicazione del Dodd-Frank Act v. *Dodd-Frank Progress Report*, in <http://www.davispolk.com/> (sito ufficiale della nota law firm americana).

dedicata alle agenzie di rating, e cioè il regolamento 1060/2009, viene confermato il quadro preesistente: quest'ultimo stabilisce infatti che solo le valutazioni emesse da agenzie stabilite e registrate nella Comunità hanno valore a tale fine⁷⁹.

Solamente con l'ultimo intervento normativo, datato maggio 2013, il legislatore ha tentato di cambiare direzione ed eliminare così i riferimenti al rating contenuti nella disciplina di settore. Così, per mezzo del regolamento 462 è fatta richiesta agli istituti di credito e a quelli privati d'investimento di “*sviluppare al loro interno le capacità per valutare il rischio creditizio*” stabilendosi che entro il 2020 nessuna legislazione europea dovrà fare riferimento a rating esterni.

Inoltre, si è auspicata esplicitamente una diminuzione dell'affidamento nel rating, stabilendo che il regolamento disincentiva un'accettazione acritica dei giudizi promuovendo il reperimento di ulteriori informazioni.

Le nuove misure, che muovono dalla consapevolezza della necessità di un superamento del problema del valore regolamentare del rating e dell'eccessivo affidamento in esso riposto, sono tuttavia di recente introduzione; per questa ragione, sarà necessario attendere per potere esprimere un giudizio certo in ordine alla loro effettività.

6. L'OLIGOPOLIO DELLE TRE PRINCIPALI AGENZIE E IL PROBLEMA DELL'ACCESSO AL MERCATO DEL RATING

Le esigenze di natura regolamentare, generate dalla circostanza per cui già dallo scorso secolo i rating vennero inclusi nella normativa finanziaria, rendendo di fatto le agenzie veri e propri venditori di un trattamento regolamentare a quei soggetti che intendessero svolgere determinate attività nel mercato finanziario, hanno dato vita ad un altro dei molti aspetti problematici relativi alle entità di cui qui si discute; e cioè la creazione di barriere all'ingresso del mercato del rating e una struttura oligopolistica dello stesso. Invero, come si è già avuto modo di anticipare, i problemi che l'attività delle agenzie genera, non possono considerarsi indipendenti l'uno dall'altro, ma devono al contrario ritenersi l'uno strettamente connesso all'altro, a volte persino legati tra loro da un rapporto causale.

Dal momento in cui l'attribuzione del rating divenne in molti casi necessaria, le

⁷⁹ V. Art. 4, 1° e 4° comma, reg. 1060/2009.

dimensioni del mercato e i profitti delle agenzie crebbero enormemente⁸⁰: ciò si verificò per l'esiguo numero di agenzie allora operanti nel mercato, a causa delle barriere all'ingresso create dalla normativa che riservava solamente alle agenzie riconosciute (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) l'emissione di rating a fini regolamentari⁸¹.

Insieme alla questione della funzione regolamentare di questi giudizi, anche l'apparizione di prodotti finanziari particolarmente complessi ne hanno determinato una crescente richiesta, dando origine a un progressivo aumento delle quote di mercato delle principali agenzie di rating che, infatti, oggi, hanno una struttura quasi monopolistica⁸².

Ebbene, nonostante si contino nel mondo circa centocinquanta agenzie⁸³ sono le due americane Standard & Poor's, Moody's, e (l'unica europea) Fitch, a detenere la maggiore fetta del mercato mondiale⁸⁴. Queste agenzie, infatti, hanno un potere di mercato talmente vasto che risulta praticamente impossibile alle imprese concorrenti accedere al mercato e guadagnarne quote consistenti.

A seguito dell'introduzione della categoria di *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, negli anni settanta, attraverso provvedimenti *ad hoc* che assegnavano questo status alle principali agenzie allora operanti, e alla contestuale previsione per cui solo queste potessero emettere giudizi validi a fini regolamentari, quelle che vengono definite come le "tre grandi sorelle" cominciarono ad operare in una struttura di mercato in cui la domanda dei servizi da loro offerti era estremamente rigida, in quanto il ricorso al rating risultava normativamente imposto, e l'offerta degli stessi era caratterizzata da un regime oligopolistico pressoché definitivo a causa della sostanziale chiusura del mercato⁸⁵.

Sotto questo profilo, la successiva introduzione della normativa espressamente volta a disciplinare l'attività delle agenzie di rating e tendente al superamento dei principali aspetti problematici evidenziatisi con i fallimenti di mercato dei primi anni del secolo, non risultò efficace.

⁸⁰ Cfr. F. Partnoy, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, University of San Diego Legal Studies Paper n. 09-014, luglio 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1430608>, p. 5 ss.

⁸¹ Per queste osservazioni v. F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 464.

⁸² Dimostrano tale stato di cose gli studi empirici condotti da L. White, *The credit rating industry: An industrial organization analysis*, in R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart (a cura di), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Boston, MA, Kluwer, 2002.

⁸³ Secondo i dati riportati da G. Ferri - P. Lacitignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 31 ss., nel 2008 le principali agenzie operanti nel mondo erano 65.

⁸⁴ S&P e Moodys detengono in totale l'80% del mercato, Fitch il 14%.

⁸⁵ V. F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 464.

Il *Credit Rating Agencies Reform Act* del 2006 e le norme che vi hanno dato attuazione, infatti, hanno finalmente stabilito un procedimento per il riconoscimento dello status di NRSRO, in virtù del quale le agenzie interessate devono presentare una domanda alla SEC, specificando le categorie di operatori del mercato finanziario cui sono rivolte le proprie valutazioni e allegando una serie di documenti volti a provare requisiti strutturali e professionali sanciti dalla stessa normativa⁸⁶. Inoltre, si prevede che le agenzie debbano presentare le dichiarazioni di dieci investitori istituzionali nelle quali si attesti che abbiano fatto uso dei rating emessi dall'agenzia richiedente almeno nei tre anni precedenti alla domanda di riconoscimento⁸⁷.

E' evidente, dunque, come queste disposizioni, che non fanno che richiedere alle agenzie stringenti requisiti legati alla loro reputazione affinché possano operare come agenzie riconosciute, sembrano andare in una direzione opposta a quella inizialmente dichiarata dal legislatore.

Introducendo come condizione per l'accesso al mercato il possesso di requisiti come quelli appena menzionati, infatti, si continua in realtà a rendere difficoltoso – se non impossibile – l'accesso al mercato di concorrenti che tali condizioni non possiedono; le disposizioni introdotte dal legislatore statunitense si rendono così inidonee a superare l'oligopolio del mercato considerato. D'altro canto, la situazione non sembra destinata a mutare, se si considera che l'ultimo intervento legislativo d'oltreoceano, finalizzato – nelle intenzioni dichiarate – a mutare radicalmente il sistema finanziario nei suoi punti deboli, non prevede l'abolizione del sistema di registrazione, né alcuna altra misura significativamente volta a modificare la struttura oligopolistica del mercato del rating e il problema delle barriere all'ingresso.

Sul versante europeo, come si è già avuto modo di vedere nel corso dell'esame degli altri aspetti problematici legati all'attività di rating, il legislatore già a partire dal 2006, con l'Accordo sul capitale definito dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (c.d. Basilea II) e la nuova direttiva comunitaria in materia di adeguatezza patrimoniale delle banche e delle imprese di investimento, stabilì che le istituzioni finanziarie che avrebbero adottato il metodo standardizzato per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito avrebbero potuto utilizzare per la determinazione delle

⁸⁶ L'elenco di informazioni che devono essere allegate insieme alla domanda rivolta alla SEC è contenuto nella section 15E del Securities and Exchange Act, introdotta dal *Credit Rating Agencies Reform Act* ai paragrafi (a)(1)(b) ss.

⁸⁷ V. *Securities and Exchange Act*, section 15E (a)(1)(c)(iv).

ponderazioni le valutazioni del merito di credito fornite da agenzie esterne di valutazione (*External Credit Assessment Institution*). Nello stesso anno, il *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) approvò le linee guida per il riconoscimento delle ECAI⁸⁸: si trattava di istituzioni specializzate in possesso di determinati requisiti quali credibilità e indipendenza, oltre che oggettività e trasparenza nel giudizio.

Con il regolamento 1060/2009, allo scopo di introdurre una disciplina uniforme in tutto il territorio dell'Unione, evitando quindi la creazione di regimi regolamentari diversi, venne previsto un unico meccanismo di registrazione delle agenzie autorizzate a operare nel territorio comunitario. Per garantire, da un lato, l'omogeneità del procedimento e, dall'altro, una vigilanza capillare, posto che la valutazione fornita dalle agenzie incide su soggetti appartenenti a ordinamenti giuridici diversi⁸⁹, si è optato per un meccanismo che coinvolgesse sia le autorità di vigilanza dei singoli Stati membri che il CESR.

Con riguardo al procedimento di registrazione, ed in particolare alle informazioni che le agenzie sono tenute a trasmettere alle autorità nazionali e al CESR⁹⁰, viene fatta richiesta di dati relativi alla struttura organizzativa, agli assetti proprietari, alle metodologie utilizzate e al tipo di attività che si intende prestare.

Sotto questo aspetto, secondo alcuni, la normativa comunitaria si discosterebbe da quella statunitense, che invece richiede il possesso anche di requisiti di carattere reputazionale. Se quella statunitense viene considerata, come si è visto, una prescrizione che può dar luogo alla creazione di barriere o trattamenti di favore verso le più grandi agenzie⁹¹ con il conseguente mantenimento di mercato caratterizzato da un oligopolio, quella europea viene considerata persino “un passo avanti” rispetto alla americana; subordinando l'accesso al mercato europeo al possesso di requisiti sull'adeguatezza organizzativa, patrimoniale e professionale, il mercato stesso risulterebbe in questo modo privo di rilevanti barriere per i nuovi entranti e di trattamenti di favore per le società già operanti⁹².

Il sistema così previsto non viene sostanzialmente modificato nemmeno con gli ultimi interventi di riforma della disciplina sulle agenzie di rating. Invero, con il regolamento 513 del 2012 si concentra sull'autorità europea di vigilanza (*European*

⁸⁸ Su queste informazioni v. tra gli altri F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., p. 484 ss.

⁸⁹ Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 476.

⁹⁰ V. allegato II del reg. 1060/2009.

⁹¹ V. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., 479.

⁹² Queste considerazioni sono sostenute da F. Parmeggiani, *op. ult. cit.*, p. 479.

Securities and Markets Authority) la competenza in materia di registrazione delle agenzie di rating ⁹³ e, con il più recente regolamento 462 del 2013, non viene introdotta nessuna sostanziale novità rivolta al profilo che si esamina.

Così, nonostante alcuni autori⁹⁴ ritengano che sul versante europeo non sussistano rilevanti barriere all'ingresso, è d'altra parte inconfutabile l'esistenza di una struttura di mercato tipo oligopolistico, dove le tre principali agenzie di rating operano in virtù di un potere indiscusso. Probabilmente dovrà ancora attendersi per potere verificare un mutamento dello stato di cose attuale, ma è ad oggi necessario prendere atto delle circostanze contingenti e, dunque, constatare l'esistenza di un oligopolio costituito dalle ormai note Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

Dopo aver brevemente esaminato i principali problemi che riguardano l'attività di queste entità, accennando in modo sommario alle risposte normative provenienti tanto dal legislatore statunitense, così come da quello comunitario, sembra opportuno procedere ad un più attento esame relativo alla regolamentazione che su entrambe le sponde dell'Atlantico è stata dedicata alle agenzie di rating dalla loro origine fino ad oggi; e ciò allo scopo di pervenire a un quadro il più possibile completo rispetto alle questioni controverse dell'attività di rating, oltre che di una più ampia visione della materia oggetto del presente studio.

Grazie ad un'analisi di questo tipo, invero, si rende possibile comprendere al meglio la genesi dei problemi presi ad esame, oltre che l'origine degli ulteriori e connessi aspetti controversi relativi all'attività delle agenzie; al contempo, soprattutto, diviene possibile rilevare la situazione attuale e l'eventuale persistenza di lacune nell'intervento legislativo.

⁹³ La misura in realtà si inserisce nel quadro di una profonda revisione dell'architettura del sistema di vigilanza finanziaria in Europa, nell'ottica di "istituire un sistema più efficace, integrato e sostenibile", con la creazione, con il regolamento 1095/2010, dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA); rispettivamente create dalla trasformazione dei comitati di vigilanza europei ovvero il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS), il comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS) e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR).

⁹⁴ Il riferimento è a F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., 479.

CAPITOLO III

LA REGOLAMENTAZIONE DEL RATING IN USA E IN UE

Per comprendere al meglio le origini dei principali tra i vari aspetti problematici legati alle agenzie di rating, oltre che le eventuali lacune ancora oggi esistenti, appare necessario un richiamo all'approccio normativo cui esse, dalle origini ad oggi, sono state sottoposte negli Stati Uniti e in Europa.

Infatti, è proprio per mezzo dell'analisi delle norme predisposte dal legislatore oltre che, nel caso europeo, dalla carenza o assoluta mancanza di intervento che è possibile cogliere il ruolo ed eventualmente le responsabilità che le agenzie di rating del credito assumono oggi nei mercati finanziari.

Da un lato, come è stato correttamente messo in evidenza, le agenzie si sono giovate di un “*outsourcing regolamentare*”, provocato dal fatto che il legislatore nordamericano ha incluso i rating emessi dalle agenzie in svariate normative finanziarie, usandoli come parametri per valutare i titoli tenuti in portafoglio dagli intermediari finanziari⁹⁵. Ciò ha determinato in primo luogo l'attribuzione di un valore regolamentare al rating stesso, che ha reso le agenzie vere e proprie venditrici di una disciplina normativa; inoltre, non senza un rapporto di ulteriore causa-effetto con quest'ultima circostanza, ciò ha dato luogo alla creazione di barriere, che hanno di fatto impedito l'accesso al mercato, ostacolando la libera concorrenza, e un conseguente regime di oligopolio che ha garantito enormi profitti alle principali agenzie legalmente riconosciute.

Dall'altro lato, la sponda opposta dell'atlantico si è caratterizzata, fino a pochi anni fa, per la totale assenza di una regolamentazione, che ha avuto l'effetto ora di estendere al mercato europeo la regolazione statunitense, ora di consentire alle agenzie di operare indisturbate nel territorio comunitario, provocando conseguenze non dissimili da quelle prodottesi nel territorio nordamericano.

Il quadro così brevemente delineato è mutato con l'irrompere della crisi finanziaria del 2008, a partire dai problemi legati ai c.d. *mutui subprime*.

Le incontrollate e pericolose operazioni di finanza strutturata realizzate su questi strumenti, soprattutto attraverso la prestazione dell'attività di consulenza delle agenzie di rating, che facilitava in tal modo la loro collocazione sul mercato, hanno indotto il legislatori americano ed europeo ad intervenire emanando nuove norme rivolte a quelle che

⁹⁵ V. F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., 459.

sono state indicate come causa principale dello scoppio della congiuntura finanziaria ancora in corso.

Inoltre, identici sono stati i problemi che entrambi i regolatori si sono trovati a dover affrontare, ovvero il regime di oligopolio e la scarsa concorrenza esistente nel mercato in questione; il conflitto di interessi tra agenzie ed emittenti, il valore regolamentare del rating e quello, ancor più spinoso e forse per questa ragione tenuto “in ombra”, della loro responsabilità in materia civile.

1. LA DISCIPLINA STATUNITENSE: L'INCLUSIONE DEL RATING NELLA NORMATIVA FINANZIARIA: LE AGENZIE DI RATING E LA VENDITA DI “REGULATORY LICENSES”

Se è vero che tanto il legislatore nordamericano quanto quello europeo, nel tentativo di regolamentare l'attività delle agenzie di rating, hanno dovuto scontrarsi con le medesime questioni critiche, può con la stessa certezza affermarsi che il potere accumulato negli anni dalle agenzie è in larghissima parte dovuto ai contesti economici creatisi negli Stati Uniti nel corso del XX secolo e alle risposte regolamentari che il legislatore americano di volta in volta ha dato⁹⁶.

Il punto di non ritorno, in questo senso, è stato individuato nei due momenti più critici che la storia finanziaria americana (escludendosi l'attualità) ricordi, e cioè la crisi economica del '29 e quella prodottasi nella prima metà degli anni '70.

Alla fine degli anni '20, infatti, venne introdotto per la prima volta nella disciplina bancaria americana un espresso rinvio al rating al fine di valutare la composizione dei portafogli delle banche⁹⁷.

Con la seconda grave crisi finanziaria che colpì il mercato finanziario americano, con lo scopo di riacquistare la fiducia degli investitori, gli emittenti cominciarono a rivolgersi alle agenzie al fine di ottenere una valutazione credibile del proprio merito di credito, dando vita, così, al sistema tutt'ora utilizzato e conosciuto come *issuer paid*,

⁹⁶ Tale realtà è stata messa in evidenza da numerosi autori, tra i quali può citarsi, come uno dei massimi esperti in materia, F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., p. 619-712.

⁹⁷ In altre parole, l'Office of the Comptroller of the Currency, l'agenzia americana di supervisione delle banche nazionali, stabilì che i *bond* detenuti in portafoglio ai quali fosse attribuito un rating inferiore a BBB richiedessero una riduzione di bilancio proporzionale al loro valore, mentre quelli con rating pari o superiore potessero essere detenuti in portafoglio ad un costo determinato: v. F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., 687 ss.

affetto in radice del potenziale conflitto di interessi di cui si è già discusso. Anche in questa occasione fu il legislatore statunitense, con il suo intervento normativo, ad attribuire maggiori privilegi alle agenzie di rating. Infatti, con l’emanazione della *rule 15c3-1* la SEC (*Securities and Exchange Commission*) collegò i requisiti di capitale richiesti agli intermediari finanziari alla rischiosità degli strumenti detenuti in portafoglio, determinata in base al rating. La stessa, inoltre, per scongiurare il pericolo di una “*bond rating manipulation*”, introdusse nella stessa occasione la categoria delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO)⁹⁸ e cioè le agenzie autorizzate ad emettere rating utilizzabili dagli intermediari finanziari ai fini della corretta applicazione della legislazione finanziaria; in tal modo escludendo dal mercato le piccole imprese e, allo stesso tempo, attribuendo alle due principali agenzie il monopolio nel riconoscimento di “licenze regolamentari” ai *broker-dealers*⁹⁹.

Mediante l’inclusione del rating nella normativa finanziaria, dunque, anche il legislatore cominciò a servirsi delle valutazioni delle agenzie (e della funzione semplificatrice delle informazioni da esse svolta), delegando ad esse una porzione della vigilanza sui soggetti operanti nel mercato; in altre parole, concedendo alle società di rating la vendita di un trattamento regolamentare ai soggetti che intendessero svolgere determinate attività nel mercato finanziario¹⁰⁰.

La normativa della SEC non prevedeva un procedimento volto all’ottenimento dello status di NRSRO e si limitava a riconoscerlo, con provvedimenti *ad hoc*, alle tre maggiori agenzie operanti nel mercato, le quali, in tal modo, si ritrovarono, da un lato, ad operare in un regime oligopolistico destinato a rimanere tale grazie all’esistenza di barriere all’ingresso difficilmente superabili, dall’altro, ad offrire servizi legislativamente imposti.

Prevedibilmente, gli effetti protezionistici della normativa voluta dalla *Securities and Exchange Commission* generarono, tra le altre cose, una minore accuratezza nelle

⁹⁸ V. Furchtgott – Hahn – Layne Farrar, *The Law and Economics of Regulating Ratings Firms*, in *Journal of Competition Law and Econ.*, 2006, 31.

⁹⁹ Cfr. Coffee jr, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, 289; White, *Good Intentions gone away: A policy Analysis of the SEC’s Regulation of the Bond Rating Industry*, New York University Law & Econ. Research Paper No. 06-36, September 2006, in <http://ssrn.com/abstract=923566>, p. 4; Id., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, New York University Center For Law and Business Research Paper No. 01-001, in <http://ssrn.com/abstract=267083>, p. 22, dove l’autore afferma che la “*safety and soundness*” regulation, forzando gli intermediari a farne utilizzo, ha dato una artificiale spinta all’industria del rating.

¹⁰⁰ F. Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego Law & Economics Research Paper n. 20, 2011, <http://ssrn.com/abstract=285162>, p. 2 ss., secondo cui “*credit ratings are important because regulation say they are*”.

valutazioni del merito del credito¹⁰¹.

A questo stato di cose si accompagnò la pressoché totale assenza di responsabilità delle agenzie per le valutazioni rivelatesi errate dal momento che, in tutti i casi in cui furono chiamate in giudizio da investitori danneggiati da rating scorretti, esse si appellarono all'argomento dell'assimilabilità delle valutazioni a mere opinioni, come quella espresse dalla stampa finanziaria, pertanto protette dal Primo Emendamento della Costituzione americana, che tutela la libertà di espressione.

L'immunità pressoché totale delle agenzie, garantita dalle due circostanze appena menzionate, non fece che aumentare notevolmente il potere (e i profitti) delle agenzie, che continuarono ad agire indisturbate finché il legislatore americano non divenne cosciente dei limiti che la struttura di mercato a cui aveva in larga parte contribuito.

L'occasione per invertire la rotta e abbandonare la *deregulation* che fino a quel momento aveva caratterizzato il settore del rating si presentò con una serie di fallimenti che interessarono alcune importanti imprese nei primi anni del nuovo secolo. Infatti, in quello che viene ricordato soprattutto come il “caso *Enron*”, facendo in realtà riferimento all'intero mercato finanziario americano dell'epoca, si notò come le agenzie di rating avessero mantenuto il proprio giudizio positivo sulle società coinvolte fino ai giorni immediatamente precedenti alle dichiarazioni di *default*.

Questi fatti indussero il legislatore americano ad una revisione del sistema normativo fino a quel momento adottato.

2. SEGUE: L'INTERVENTO REGOLAMENTARE DEL LEGISLATORE AMERICANO E LA DISCIPLINA NORMATIVA POST ENRON

A seguito dei disastrosi fallimenti di mercato noti anche come casi “Enron” e “WorldCom”, il ruolo delle agenzie di rating fu preso ad esame dalla Commissione del Senato statunitense per gli Affari governativi e dalla *Securities and Exchanges Commission*¹⁰².

Oltre a quest'ultimo intervento, in questa fase si collocano anche una proposta di

¹⁰¹ F. Partnoy, *The Siskel and Ebert*, cit., 623 ss.

¹⁰² V. Staff of Senate Committee on Governmental Affairs, 107th Cong., Financial Oversight of Enron: The Sec and Private Sector Watchdogs, March 20, 2002, in http://www.senate.gov/~gov_affairs/100702watchdogsreport.pdf e SEC, Report on The Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, January 2003, in <http://www.sec.gov/news/studies/creditratingreport0103.pdf>.

regolamentazione formulata dalla SEC nel 2005¹⁰³ e, inoltre, la sostituzione definitiva del precedente meccanismo di designazione delle NRSRO, attraverso l'emanazione del *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006.

La legge anzidetta, che ha inaugurato quella che è stata definita come la prima fase dell'evoluzione regolamentare oltreoceano¹⁰⁴, e i successivi provvedimenti di attuazione (*rules*), provenienti dalla *Securities and Exchange Commission*, nonostante sia stata oggetto di modifiche, è attualmente in vigore.

L'intervento del legislatore, in questa fase, ebbe lo scopo di superare i tre fondamentali problemi posti dal settore del rating, ovvero quello della scarsa concorrenza a causa dell'esistenza di barriere all'ingresso del mercato, il potenziale conflitto di interessi generato dal modello c.d. *issuer pays* e il ruolo di "venditori di licenze regolamentari" attribuito alle agenzie attraverso l'inclusione del rating nella normativa finanziaria americana.

In primo luogo, viene riformato il meccanismo per il riconoscimento dello *status* di NRSRO, strumentale alla possibilità di emettere rating di valore regolamentare, rendendolo più trasparente e aperto.

Il provvedimento stabilisce che le agenzie debbano presentare la richiesta direttamente alla SEC, allegando una serie di documenti volti a verificare la struttura organizzativa e la professionalità¹⁰⁵ e le dichiarazioni di investitori professionali che attestino di servirsi dei rating emessi dall'agenzia da almeno tre anni¹⁰⁶; in tal modo dando vita, in una direzione diametralmente opposta a quella voluta dal legislatore, ad un nuovo ostacolo all'ingresso al mercato, definito da alcuni come effetto *catch 22*. Dunque una misura sostanzialmente inidoneo a superare la situazione di oligopolio esistente¹⁰⁷.

Volta a superare il problema del conflitto di interesse è invece la *rule* 17g-5, che classifica le ipotesi di conflitto insanabili o proibite e, quindi, oggetto di sanzione da parte dell'autorità di vigilanza.

Si tratta, in particolare, da un lato, delle ipotesi in cui il rating è commissionato

¹⁰³ SEC, *Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization: Proposed Rule*, April 19, 2005.

¹⁰⁴ v. Parmeggiani - Sacco Ginevri, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Banca impr. Soc.*, XXIX, 2010, n.3, p. 460.

¹⁰⁵ V. section 15E del *Securities and Exchange Act*, introdotta dal CRARA ai paragrafi (a)(1)(b) ss.

¹⁰⁶ V. section 15E del *Securities and Exchange Act* paragrafi (a)(1)(c)(iv).

¹⁰⁷ L'effetto c.d. *catch 22*, secondo V. L. White, *Good Intentions Gone Away: A Policy Analysis of the SEC's Regulation of the Bond Rating Industry*, New York University Law and Economics Research Paper n- 06-36, April 2006, p. 14 ss., "would strongly favour the incumbent NRSROS, since it's the incumbent NRSRO's ratings that must currently be headed by the financial markets".

all'agenzia da un emittente con il quale sono state intrattenute relazioni d'affari¹⁰⁸, che per evitare diano luogo a sanzioni, dovranno essere tempestivamente comunicate e per le quali l'agenzia è obbligata a predisporre una normativa interna che preveda procedure volte a gestire tali situazioni di conflitto; dall'altro lato, vengono prese in considerazione quelle situazioni insanabili per l'esistenza di una relazione di dipendenza economica tra agenzia ed emittente, tale da eliminare l'imparzialità di giudizio dell'agenzia.

Viene proibito, inoltre, l'uso scorretto dei c.d. *unsolicited ratings* ed in particolare la condotta dell'agenzia che minacci l'emittente di un rating più basso o ne prometta uno più alto per indurre l'ente valutato ad acquistare i servizi offerti da essa¹⁰⁹.

Le sanzioni previste nei casi appena indicati sono, secondo la disciplina *de quo*, irrogate dalla *Securities and Exchanges Commission* e vanno dalla censura formale, alla sospensione di alcune attività, fino alla revoca della registrazione come *Nationally Recognized Statistical Rating Organization*¹¹⁰.

Senonché, malgrado la disciplina in esame presentasse diversi aspetti positivi, come l'introduzione di una procedura di riconoscimento dello status di NRSRO più chiara, la previsione di sanzioni per le condotte di conflitto, nuove problematiche inerenti all'esercizio dell'attività di rating sono sorte negli ultimi anni, legate soprattutto agli eventi dell'ultima crisi finanziaria e che hanno indotto il legislatore statunitense ad un nuovo intervento.

D'altra parte, la legge vieta espressamente alla SEC di subordinare il rating ad una regolamentazione del suo contenuto, così come intervenire, regolandolo, nel processo di formazione dello stesso¹¹¹.

Di fatto, nonostante l'obiettivo principale della legge fosse quello di eliminare il mercato oligopolistico che caratterizza il rating, le c.d. "*Big Three*" hanno continuato a controllare il 95% di esso¹¹².

¹⁰⁸ V. rules 17g-5 paragrafo (b) *Securities and Exchange Act* e al riguardo F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like other Gatekeepers*, in Y. Fuchita e R.E. Litan (a cura di), *Financial gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington, DC, 2006, p. 72.

¹⁰⁹ V. rule 17g-6 *Securities and Exchange Act*.

¹¹⁰ V. section 15E(d) *Securities Exchange Act*.

¹¹¹ V. Schulz, *Die Internationalen Finanzmarktkrise und die Ratingagenturen*, Amburgo, 2009, 33.

¹¹² Seguendo il nuovo metodo previsto per l'ottenimento dello status di NRSRO, ad ottenere la licenza, come sottolinea W. Rügemer, *Las Agencias de Calificación, Una introducción al actual poder del capital*, cit., 215, furono non solo le tre grandi agenzie Moody's, Standard & Poors e Fitch, ma anche altre sette, trattandosi in particolare di A.M Best, Dominion Bond Rating Services, Japan Credit Rating Agency, Rating and Investment Information, Egan Jones Rating, LACE Financial e Realpoint.

3. SEGUE: L'ULTIMO INTERVENTO NORMATIVO DEL LEGISLATORE STATUNITENSE: IL DODD-FRANK ACT

I problemi sono sorti soprattutto in relazione al proliferare di prodotti di finanza strutturata, indicati come causa principale dell'ultima crisi finanziaria, rispetto ai quali le agenzie di rating hanno giocato un ruolo centrale. Queste, infatti, se da un lato si sono occupate di fornire valutazioni sul rischio dello strumento stesso, dall'altro, sono state coinvolte direttamente nella progettazione di quegli stessi strumenti che per la loro complessità e difficoltà di valutazione richiedevano un rating elevato come strumento informativo utile a rendere collocabili tali prodotti sul mercato¹¹³.

La perdita di valore improvvisa di tali strumenti, accompagnata da un rating incredibilmente alto fino alla vigilia del crollo dei mercati, hanno mostrato chiaramente il basso valore informativo del rating e spinto così la SEC ad un nuovo intervento regolamentare, il primo dei quali datato 2 febbraio 2008 e che amplia le condotte integranti conflitto di interesse¹¹⁴.

In particolare, la nuova normativa vieta alle società di rating la prestazione di servizi di consulenza su operazioni di finanza strutturata a favore del soggetto che poi sarà destinatario del rating e, allo scopo di evitare pratiche collusive, è proibito al personale che predispone il rating partecipare alle negoziazioni relative al compenso spettante all'agenzia.

Se la prima misura è stata positivamente accolta da diversi commentatori¹¹⁵, in quanto capace di sradicare il modello di business creatosi prima della crisi e ritenutone una delle cause, la seconda previsione è stata invece criticata poiché facilmente eludibile. Infatti, dal momento che la creazione di dette barriere organizzative non è accompagnata dalla previsione di un adeguato sistema sanzionatorio, sarebbe plausibile immaginare

¹¹³ Coffee Jr. - F. Partnoy, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, San Diego Legal Studies Paper n. 09-015, in <http://ssrn.com/abstract=1430653>; L.J. White, *The Credit Rating Agencies and their Central Role in the Subprime Debacle of 2007/2008*, NYU Law and Economics Working Paper, 8 aprile, in <http://ssrn.com/abstract=1434483>; J. Coffee Jr., *Turmoil in the US Markets: The Role of the Credit Rating Agencies*, 22 aprile 2008, Intervento allo United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs; vedi anche V. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009, secondo cui, se nel caso di emissione di bonds da parte di emittenti il cui principale obiettivo è la raccolta del finanziamento al miglior tasso possibile, per cui il rating non influenzerebbe l'operazione in sé, ma solamente il suo costo; nel caso di strumenti di finanza strutturata "la massimizzazione del rating è l'obiettivo stesso dell'operazione".

¹¹⁴ V. Final Rule consultabile all'indirizzo www.sec.gov/rules/final/2009/34-59342.pdf.

¹¹⁵ Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impr. Soc.*, 3/2010, 470.

un'azione coordinata tra le diverse unità operative delle società coinvolte, che aggiri facilmente il divieto posto dalle norme in questione¹¹⁶.

Ad ogni modo, le incertezze relative all'attività delle agenzie di rating e in particolare, come è stato fatto notare, la mancanza di controlli interni, i conflitti di interessi insiti nel modello *issue pays*, la mancanza di trasparenza e l'assenza di responsabilità delle agenzie, ma anche i dubbi relativi all'uso dei rating in statuti e regolamenti, che hanno contribuito ad un eccessivo affidamento ai rating del credito e all'errata presunzione di una implicita approvazione del rating da parte del governo americano, hanno continuato a persistere tanto da indurre il legislatore americano ad un ulteriore intervento, indicato come quello volto a restituire credibilità ai mercati finanziari.

Si tratta del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, noto più semplicemente come *Dodd-Frank Act*, legge federale promulgata dal presidente degli Stati Uniti nel luglio del 2010, che contiene diverse previsioni di riforma di numerose normative finanziarie, tra le quali il *Subtitle C*, rubricato come *Improvements to the Regulation of Credit Rating Agencies*, incluso nel *Title IX* e che modifica alcuni aspetti del settore del rating.

La legge fu preceduta da un parere particolarmente severo della *Securities and Exchange Commission* il quale, comunque, benché utile a prevedere una lista di ventiquattro raccomandazioni costruttive, d'altro canto, pare non abbia inciso considerevolmente a correggere le storture presenti nell'industria del rating¹¹⁷.

Invero, all'interno di questo parere la SEC fa un lungo elenco di atti negligenti che ritiene di aver posto in essere. Tra di essi, la concessione licenze nonostante l'assenza di una documentazione adeguata; la disattenzione verso numerosi trasferimenti degli analisti delle agenzie alle imprese oggetto di valutazione; la mancanza di una corretta indagine circa il conflitto di interessi provocato dal contemporaneo svolgimento di attività di valutazione e consulenza.

L'atto, emanato quindi con l'intenzione primaria di stravolgere finalmente il sistema finanziario americano, passando anche per una nuova regolazione dell'attività delle agenzie di rating, prevede in generale un aumento dei controlli interni, una maggiore

¹¹⁶ C. Kumpan e P. Leyens, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflict of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, n.1, 2008, 86 ss.

¹¹⁷ U.S Securities and Exchange Commission, Office of the Inspector General, Office of Audits, *The SEC's Role Regarding and Oversight of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)*, Washington, 27 agosto 2009, 18 ss.

trasparenza delle procedure e delle metodologie adottate dalle agenzie, assicura alla SEC un potere di intervento disciplinare sulle NRSRO e sancisce la tutela degli investitori attraverso la previsione in capo ad essi di un diritto di azione¹¹⁸.

Senza entrare nel dettaglio delle norme introdotte, basti qui sottolineare come esse abbiano introdotto meccanismi di controllo della *governance*, volti a evitare i rischi di conflitto di interesse; meccanismi sanzionatori che allargano le ipotesi di sospensione e revoca della registrazione a seguito di determinate azioni da parte delle agenzie. Vengono sanciti inoltre numerosi obblighi di *disclosure* e, rispetto al diritto di azione in capo agli investitori per i danni subiti dalla condotta scorretta delle agenzie, l'applicazione delle medesime sanzioni previste per le società di revisione e gli analisti finanziari. Viene affidata alla *Securities and Exchanges Commission* la previsione di regole volte a migliorare metodologie e procedure di assegnazione del rating e una serie di studi finalizzati ad analizzare e proporre modificazioni degli elementi di maggiore sensibilità relativi all'attività delle agenzie. Infine, con una previsione dall'apparenza rivoluzionaria, si richiede la rimozione, entro due anni dall'emanazione dell'atto, di qualsiasi riferimento al rating all'interno di alcune delle leggi che lo contenevano.

Se l'iniziale *mea culpa* della SEC è servito dunque a dare un *input* per modificare la disciplina esistente, intervenendo laddove la stessa SEC ammetteva vi fossero delle forti lacune, le agenzie, dalla loro parte, si sono velocemente adattate alla nuova legge, trasferendo i servizi di consulenza in una serie di società controllate, rispetto alle quali, assicurano, esiste un *firewall* che impedisce qualsiasi contatto, ma che in realtà secondo alcuni autori, sembra da un lato favorire l'assenza di trasparenza, dall'altro rendere più difficoltoso il controllo dei nuovi requisiti previsti dalla legge¹¹⁹.

La legge è stata criticata per non aver modificato in modo essenziale il mercato finanziario e, in senso contrario, per aver rinforzato le agenzie di rating nel loro ruolo di *gatekeepers*, senza ridurne l'influenza.

In generale, l'atto di riforma americano è stato giudicato deludente rispetto alle aspettative che aveva creato alla vigilia della sua entrata in vigore: molte delle regole in esso contenute, infatti, non hanno avuto un reale impatto e altre (circa due terzi di esse)

¹¹⁸ Un'interessante rassegna delle principali misure adottate con l'atto in questione è consultabile sul sito della nota law firm D. Polk, <http://www.davispolk.com/dodd-frank/>, p. 75-80. V. inoltre B. H. Brownlow, *Rating Agency Reform: Preserving the Registered Market for Asset-Backed Securities*, in N. C. Banking Inst. J., 2011, p. 111 ss.

¹¹⁹ W. Rügemer, *Las Agencias de Calificación*, cit., 219.

non sono ancora entrate in vigore ¹²⁰.

Inoltre, se da un lato gli organismi di vigilanza continuano a risultare incapaci di agire nella direzione tracciata dall'atto legislativo in questione (spesso per i conflitti di interesse in essi esistenti), dall'altro è risultato evidente come una spinta nella direzione di un totale annullamento delle regole in esso contenute giunge forte da parte delle lobby finanziarie, spesso capaci di influenzare e condizionare fortemente politici e legislatori americani.

Lungi dall'essere effettive e operanti, le norme contenute in questo ambizioso atto legislativo andrebbero dunque rafforzate da misure di attuazione, oltre che concretamente applicate; ma lo stato di cose attuale conferma ancora una volta i limiti di un *enforcement* pubblicistico probabilmente troppo "distante" dalle reali esigenze dei soggetti direttamente danneggiati dalle condotte scorrette dei grandi ed influenti operatori di mercato, come le agenzie di rating del credito.

4. LA DISCIPLINA EUROPEA: PRIMA DELLA CRISI FINANZIARIA MONDIALE: L'ASSENZA DI UNA REGOLAMENTAZIONE AD HOC

Se negli Stati Uniti gli interventi normativi rivolti alle agenzie di rating risalgono alla prima metà del XX secolo ¹²¹, sul versante europeo la situazione appare notevolmente diversa, caratterizzata, almeno fino a pochi anni fa, da un quadro di totale *deregulation*.

Infatti, una regolamentazione europea delle agenzie di rating fa la sua prima apparizione solo recentemente, con l'emanazione del regolamento n. 1060 del 2009, immediatamente successivo allo scoppio della crisi finanziaria mondiale del 2008.

Solo pochi anni prima, la commissione europea, in una comunicazione, sottolineava la mancanza della necessità di introdurre una disciplina ad hoc, "*salvo il caso di nuovi sviluppi, ad esempio di serie defaillance del mercato*"¹²², ritenendosi sufficienti quelle norme, rivolte alle agenzie, poste all'interno di diverse direttive dedicate ad altri

¹²⁰ Per una più completa visione circa la situazione attuale rispetto all'applicazione del Dodd-Frank Act v. *Dodd-Frank Progress Report*, in <http://www.davispolk.com/>

¹²¹ Si ricordi che la prima normativa che menziona espressamente il rating risale al 1930, quando l'*Office of the Comptroller of the Currency*, l'agenzia Americana incaricata della supervisione delle banche nazionali, emette *rules* che interessano direttamente le agenzie. A questo proposito di v. G. Harold, *Bond Ratings as an Investment Guide: an Appraisal of Their Effectiveness*, 1938; F. Partnoy, *The siskel and Ebert of Financial Markets*, cit., 687 ss.

¹²² V. la Comunicazione della Commissione Europea sulle agenzie di rating del credito del 2006 <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:IT:PDF>.

settori del mercato finanziario e nella normativa che recepiva nell'ordinamento comunitario l'Accordo c.d. Basilea 2.

Invero, la direttiva sugli abusi di mercato e le sue direttive di esecuzione¹²³, che affrontano le questioni dell'abuso di informazioni privilegiate e della manipolazione del mercato, pur non rivolgendosi direttamente alle agenzie di rating, quanto piuttosto a quei soggetti del mercato che si occupano di emettere raccomandazioni di investimento, stabiliva che le agenzie dovessero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne volte a garantire che i rating pubblicati fossero presentati in modo corretto e che le agenzie dovessero comunicare al pubblico eventuali interessi rilevanti o conflitti di interesse relativi agli emittenti o agli strumenti finanziari ai quali si riferivano i loro rating¹²⁴.

Inoltre, come sottolineava la stessa commissione nella comunicazione del 2006, si sarebbe potuto dedurre dal testo della direttiva 2003/6/CE, all'art. 1, punto 2, lettera c¹²⁵, un divieto di diffusione di informazioni false o fuorvianti, in quanto manipolazione del mercato, applicabile anche alle agenzie di rating.

Da ultimo, la direttiva appena richiamata, nel vietare ad ogni persona che disponesse di informazioni privilegiate di utilizzare tali informazioni al fine di acquisire o cedere gli strumenti finanziari ai quali tali informazioni si riferissero¹²⁶, vietava all'agenzia di rating o ad un dipendente avente accesso ad informazioni privilegiate di qualunque tipo utilizzare tali informazioni al fine di effettuare attività di negoziazione e di comunicare tali informazioni privilegiate a terzi, eccetto nell'esercizio normale del proprio lavoro, della propria professione o nell'adempimento delle proprie funzioni. In tale prospettiva, l'art. 6, paragrafo 3, terzo comma della direttiva, prevedeva che gli emittenti o le persone ad essi collegate da un rapporto di mandato, istituissero un registro delle persone che, in virtù di un contratto di lavoro o altro, avessero accesso a informazioni privilegiate.

¹²³ Direttiva 2003/6/CE del 28.1.2003; direttiva 2003/124/CE della Commissione del 22.12.2003; direttiva 2003/125/CE della Commissione del 22.12.2003; direttiva 2004/72/CE della Commissione del 29.4.2004; regolamento (CE) n. 2273/2003 della Commissione del 22.12.2003.

¹²⁴ Cfr. articolo 1, punto 8, e il decimo considerando della direttiva 2003/125/CE.

¹²⁵ La lettera di questa norma prevede che per manipolazione del mercato si intende la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano suscettibili di fornire, indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari, compresa la diffusione di notizie incontrollate o di informazioni false ovvero fuorvianti, se la persona che le ha diffuse sapeva o avrebbe dovuto sapere che le informazioni erano false o fuorvianti (...).

¹²⁶ Per informazione privilegiata, ai sensi dell'art. 1, punto 1, e articolo 2, paragrafo 1, della direttiva 2003/6/CE, si intende un'informazione che ha un carattere preciso, che non stata resa pubblica e che concerne, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o pi strumenti finanziari, che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari ovvero sui prezzi di strumenti finanziari derivati connessi.

Un altro degli atti normativi comunitari rivolti solo indirettamente alle agenzie di rating, era la direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) che, in attuazione dell'Accordo c.d. Basilea 2 per la vigilanza bancaria del 2004, introduceva un (nuovo) quadro di adeguatezza patrimoniale per gli enti creditizi e le imprese¹²⁷.

La normativa in questione prevedeva che nella determinazione delle ponderazioni di rischio (e dei conseguenti requisiti patrimoniali) applicate alle esposizioni delle banche o delle imprese d'investimento, venissero utilizzate valutazioni fornite da agenzie esterne di valutazione del merito del credito riconosciute (ECAI), principalmente agenzie di rating, e dunque introduceva un meccanismo di riconoscimento se fossero stati soddisfatti alcuni requisiti riconosciuti di volta in volta dall'autorità di vigilanza competente.

Il terzo ed ultimo atto normativo che nel disciplinare un settore finanziario specifico diverso da quello delle società di rating, di riflesso si rivolgeva ad esse, era la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MIFID)¹²⁸ che, come la stessa commissione europea metteva in evidenza nella summenzionata comunicazione del 2006, essendo rivolta ad entità che fornissero servizi di consulenza in materia di investimenti, riguardava le agenzie solo nel caso in cui svolgessero questa ultima attività.

Si riteneva, infatti, che tali disposizioni, insieme a quelle sui conflitti di interesse, volte a proteggere gli interessi dei destinatari dei servizi in questione¹²⁹, potessero imporre un grado adeguato di separazione tra servizi d'investimento e processo di rating, in tal modo non compromettendo la qualità e l'obiettività della prestazione di servizi accessori dei rating¹³⁰.

Fino allo scoppio della crisi finanziaria mondiale, dunque, le autorità europee persistevano nella convinzione per cui il quadro normativo sulle agenzie di rating fosse completo, atto a regolamentare le attività delle agenzie e ad evitare gli abusi del mercato, giudicando superfluo un intervento, a meno che non fossero sorte nuove circostanze o seri problemi di fallimento del mercato¹³¹.

¹²⁷ Rifusione della direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 marzo 2000, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e al suo esercizio e della direttiva 93/6/CEE del Consiglio, del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi. Oggi la direttiva in questione è stata ulteriormente rifusa nella direttiva 2006/48/CE.

¹²⁸ Direttiva 2004/39/CE del 21.4.2004.

¹²⁹ Cfr. art. 13, paragrafi 3 e 10, ed art. 18 della direttiva.

¹³⁰ Cfr. Comunicazione commissione europea, cit.

¹³¹ Cfr. *ibidem*.

5. SEGUE: IL CODICE DI(AUTO) DISCIPLINA IOSCO

All'interno della cornice legislativa volta a disciplinare (in via indiretta) le agenzie di rating, ancor prima di un intervento normativo *ad hoc* da parte dell'Unione europea, si collocava il c.d. codice di condotta elaborato dalla IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) nel 2004 e modificato nel 2008, in risposta alle osservazioni ricevute sui Principi relativi alle attività delle agenzie di rating, emanati nel settembre del 2003¹³², che definiscono obiettivi per le agenzie di rating, le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, gli emittenti e gli altri partecipanti al mercato, diretto a migliorare la protezione degli investitori, l'equità del mercato, l'efficacia, la trasparenza e ridurre il rischio sistemico¹³³.

Il codice di condotta, in particolare, esprime una visione dei meccanismi che le agenzie di rating dovrebbero attuare per garantire la qualità e l'integrità del processo di rating; eliminare i conflitti di interesse; assicurare la riservatezza delle informazioni ricevute dall'emittente e la tempestività nella comunicazione del rating a questi.

Con l'emanazione delle regole in questione, l'organismo internazionale (e allo stesso modo l'autorità europea¹³⁴) auspicava che esse fossero incluse dalle agenzie di rating nei propri codici di condotta, indicando, in caso contrario, le deviazioni rispetto al modello suggerito dalla IOSCO e precisando come fosse garantito il raggiungimento degli obiettivi esplicitati dall'organismo sovranazionale (secondo il meccanismo c.d. *comply or explain*).

Senonché, essendo un codice su adesione volontaria e, quindi, non vincolante, esso prevede semplicemente un invito, rivolto alle agenzie di rating, a motivare la loro condotta nel caso di mancato rispetto delle sue norme.

Invero, fin dalla sua emanazione, il codice stato criticato da pi parti, dato che, se da un lato esso, per la sua flessibilità, può essere adottato dalle agenzie di rating di qualsiasi paese - indipendentemente dalla legislazione nazionale che, in ogni caso, prevale -, dall'altro, non avendo carattere cogente, impedisce a qualsiasi organismo di intervenire sulle eventuali violazioni commesse dalle agenzie, sanzionandole.

Ciononostante, tale approccio in passato fu condiviso dalla Commissione europea

¹³² IOSCO's Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, consultabile all'indirizzo www.iosco.org/IOSCOPD151

¹³³ Su tali osservazioni cfr. Comunicazione della Commissione Europea, cit.

¹³⁴ V. ibidem.

che non solo nella comunicazione sulle agenzie di rating del credito del 2006 lo indicò come “*un corpus di norme utile a fini di autoregolamentazione*”¹³⁵, ma nel novembre del 2008, malgrado la presa d’atto in ordine alla inadeguatezza del codice IOSCO per la soluzione delle carenze strutturali del settore, fu considerato come punto di riferimento per l’elaborazione della proposta per una regolamentazione delle agenzie di rating del credito¹³⁶, poi introdotta nell’anno successivo con il regolamento n. 1060.

6. SEGUE: IL PRIMO INTERVENTO NORMATIVO RELATIVO ALLE AGENZIE DI RATING: IL REGOLAMENTO 1060/2009

I fallimenti del mercato sinistramente pronosticati dalla commissione europea nel 2006 non tardarono ad arrivare. Così, nel 2008, anno in cui la crisi finanziaria mondiale mostrò tutta la sua virulenza, non molto tempo dopo lo scoppio della bolla speculativa relativa ai mutui *subprime*, l’Unione europea ritenne finalmente opportuno intervenire a disciplinare quelle che furono (e sono tuttora) considerate tra le maggiori responsabili dello scoppio della crisi stessa: le agenzie di rating del credito.

Del resto, l’iniziale sottostima del rischio degli strumenti finanziari strutturati legati ai c.d. mutui *subprime*, che furono valutati dalle maggiori agenzie con rating altissimi, nonostante i gravi rischi collegati a tali strumenti, ed anche la tardiva revisione delle valutazioni fino a pochi giorni antecedenti al loro crollo, rappresentano solo la punta di un iceberg fatto di gravi carenze dei metodi e dei modelli utilizzati dalle agenzie di rating.

Tutti gli aspetti problematici che la crisi globale ha fatto venire in luce hanno spinto, dunque, i ministri delle finanze dei paesi membri, nell’ottobre del 2007, a richiedere alla commissione di effettuare una verifica sul ruolo e le eventuali carenze delle agenzie di rating, anche in relazione alla loro regolamentazione.

La commissione, perciò, sulla scia delle riforme già avviate in paesi come gli Stati Uniti e il Giappone, richiese previamente la consulenza del CESR (*Committee of European Securities Regulators*)¹³⁷ e dell’ESME (*European Securities Markets Expert Group*)¹³⁸ che,

¹³⁵ Cfr. Comunicazione commissione, cit.

¹³⁶ V. la Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo alle agenzie di rating del credito, consultabile su http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_it.pdf.

¹³⁷ Il CESR è un gruppo consultivo che assiste la commissione europea, composto dalle autorità di vigilanza nazionali dei mercati della UE.

¹³⁸ L’ESME, istituito nel 2006, è, al pari del CESR, un gruppo consultivo che assiste la commissione europea, formato da operatori ed esperti dei mercati mobiliari.

svolte una serie di consultazioni con le parti interessate, *in primis* le agenzie di rating¹³⁹, si pronunciarono in senso contrario all'introduzione di una normativa di tipo pubblicistico.

Secondo i due gruppi, infatti, non vi erano prove per credere che una regolazione dell'industria del rating potesse avere un effetto positivo sulle questioni emerse con la crisi dei titoli *subprime* né che i benefici da essa derivanti potessero essere superiori ai costi attuali; ritenendosi, invece, più utile favorire una quanto più ampia adesione al codice di autocondotta IOSCO e il rafforzamento del controllo esercitato dal CESR, estendendolo alla *corporate governance* delle agenzie¹⁴⁰.

Tuttavia, nonostante i pareri contrari dei gruppi consultati, la commissione giunse, nel 2008, ad una proposta di regolamentazione indirizzata specificamente alle agenzie e volta, secondo la lettera delle norme, al raggiungimento di quattro obiettivi fondamentali: garantire che le agenzie prevenissero conflitti di interesse; migliorare la qualità delle metodologie utilizzate e quella del rating stesso; migliorare la trasparenza attraverso l'imposizione di obblighi di *disclosure* in capo alle agenzie; garantire la registrazione ed una vigilanza efficiente, il tutto allo scopo di mantenere alto il livello di fiducia degli investitori nel mercato e tutelare il consumatore¹⁴¹.

La scelta del legislatore europeo ricadde, tra le diverse misure contemplate¹⁴², sull'elaborazione di un regolamento, allo scopo di garantire non solo una disciplina uniforme per tutti i paesi membri, - evitando, in tal modo, l'arbitrarietà nella scelta delle forme di attuazione da parte di ciascun stato membro, come nel caso di emanazione di una direttiva -, ma anche meccanismi coercitivi che ne garantissero l'applicazione, diversamente da quanto avvenisse con le uniche norme fino a quel momento rivolte

¹³⁹ Tra il luglio il settembre del 2008 si svolse anche una consultazione pubblica su internet, alla quale risposero agenzie di rating, banche, gestori di fondi di investimento, autorità di vigilanza e regolamentazione, ministeri delle finanze. Nel complesso giunsero 82 risposte, consultabili all'indirizzo: http://circa.europa.eu/Public/irc/markt/markt_consultations/library?l=/financial_services/credit_agencies&vm=detailed&sb=Title.

¹⁴⁰ Le valutazioni del CESR sono disponibili su *Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the Iosco Code and The role of credit rating agencies in structured finance*, 19 maggio 2008, disponibile all'indirizzo <http://www.cesr.eu/index.php?-docid=5049>, par. 7; per le osservazioni dell'ESME v. *The Role of Credit Rating Agencies*, 4 giugno 2008, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/securities/esme/index_en.htm, 22.

¹⁴¹ V. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/proposal_it.pdf.

¹⁴² La commissione, attraverso lo svolgimento di una valutazione di impatto, pervenne alla elaborazione di quattro possibili proposte alternative: mantenimento dell'approccio autoregolamentare con il codice IOSCO; elaborazione di un codice di condotta europeo e creazione di un organo preposto al controllo ma privo di poteri coercitivi; adozione di una raccomandazione non vincolante della commissione; legislazione che prevedesse la registrazione e la vigilanza delle agenzie.

direttamente alle agenzie di rating e cioè il sopracitato codice di condotta IOSCO¹⁴³.

Il regolamento 1060 del 2009, dunque, introdusse come finalità espressa quella di *“migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle agenzie; favorendo la qualità delle loro valutazioni, si mira poi, in ultima analisi, a contribuire al buon funzionamento del mercato interno e a proteggere gli investitori”*¹⁴⁴.

Il regolamento si divide in quattro titoli, dedicati, rispettivamente, all'ambito di applicazione e alle definizioni (artt. 1-5), all'emissione di rating (artt. 6-13), alla vigilanza delle attività di rating (artt. 14-35) e alle sanzioni e disposizioni finali (artt. 36-41). Inoltre, molte specificazioni delle disposizioni relative allo svolgimento dell'attività delle agenzie, contenute nel titolo II, sono contenute in un allegato.

L'ambito di applicazione del regolamento è esteso a tutti i rating emessi da agenzie registrate nella comunità, con la possibilità, per queste ultime, di avallare i rating di un'agenzia stabilita in un paese terzo, nel rispetto di alcune condizioni¹⁴⁵. Al contrario, il regolamento non trova applicazione nel caso di rating privati forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione; ai punteggi sull'affidabilità creditizia (c.d. *credit scores*); ai rating delle agenzie per il credito all'esportazione e quelli prodotti dalle banche centrali¹⁴⁶.

Come si è già avuto modo di affermare, tre sono i principali aspetti problematici che la normativa in questione - così come quella americana, seppur in un contesto notevolmente diverso - si è trovata ad affrontare: il problema del valore regolamentare del rating, quello dei conflitti di interesse e quello dell'accesso al mercato.

In questa prospettiva, il primo passo del legislatore europeo è stato quello di

¹⁴³ Di fronte alla scelta del legislatore europeo di introdurre una disciplina sulle agenzie di rating, si è parlato di “Lascia o raddoppia”, nel senso che *“davanti alla scarsa affidabilità dimostrata dall'impianto regolamentare precedente la crisi, si è deciso, per quanto riguarda i rating, di raddoppiare anziché di lasciare”*. In altre parole, tra la possibilità di *“ridisegnare in profondità la filosofia del rinvio ai rating per la determinazione dei beni detenibili dagli investitori o per la quantificazione, a fini prudenziali, delle dotazioni patrimoniali”* e intensificare i vincoli sull'attività delle agenzie, si è optato per la seconda scelta. In questo senso v. L. Enriques, *Rating e regolamentazione*, Testo riveduto e aggiornato dell'intervento svolto in occasione del convegno “Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso”, tenuto presso l'Università Commerciale L. Bocconi di Milano il 3 maggio 2010, p. 11.

¹⁴⁴ Cfr. art. 1 reg. 1060/2009.

¹⁴⁵ V. art. 4 reg. 1060/2009 e anche cons. 2, 4 e 15. Infatti, il regolamento, nella sua stesura definitiva, amplia l'ambito di applicazione ai rating provenienti da paesi terzi, rispetto a quanto previsto nell'originaria proposta della commissione, per evitare di dover escludere dalla disciplina in esame le principali agenzie di rating, con base fuori dall'area comunitaria.

Le condizioni alla base dell'avallo sono essenzialmente volte a verificare l'equivalenza della normativa di vigilanza del paese terzo con quella comunitaria.

¹⁴⁶ V. art. 2, comma 2, reg. 1060/2009.

introdurre una disciplina uniforme in tutto il territorio dell'Unione, evitando quindi la creazione di regimi regolamentari diversi, e ciò, *in primis*, attraverso la previsione di un unico meccanismo di registrazione, anche considerando la scala (globale) di operatività delle agenzie di rating. Peraltro, la procedura in questione appare diversa e per alcuni più efficace rispetto a quella originariamente prevista nella proposta di regolamento presentata dalla commissione.

Infatti, dopo il parere negativo del gruppo di esperti presieduto da *De Larosiére* alla proposta di attribuire la competenza alle autorità nazionali del paese di origine di ciascuna agenzia di rating, invece che al CESR, si è optato per una disciplina che prevede la leale collaborazione tra le diverse autorità¹⁴⁷.

Come è stato sottolineato, proprio per garantire, da un lato, l'omogeneità del procedimento e, dall'altro, una vigilanza capillare, posto che la valutazione fornita dalle agenzie incide su soggetti appartenenti a ordinamenti giuridici diversi¹⁴⁸, si è optato per un meccanismo che coinvolgesse sia le autorità di vigilanza dei singoli Stati membri che il CESR.

E' prevista la formazione di un "collegio" da parte delle autorità nazionali di vigilanza, che rappresenta "*la piattaforma effettiva per lo scambio di informazioni*"¹⁴⁹. La decisione sulla sussistenza dei requisiti per la registrazione è affidata all'autorità del paese d'origine dell'agenzia di rating che ne fa richiesta, previo scambio di pareri vincolanti con il CESR e il collegio di esperti, secondo un meccanismo che prevede, da ultimo, la nomina di un "facilitatore", per i casi di particolare complessità, e l'obbligo di rifiuto di registrazione in caso di disaccordo tra i membri del collegio¹⁵⁰.

¹⁴⁷ Cfr. The *High Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (c.d. Rapporto De Larosiére)*, 25 febbraio 2009, consultabile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_it.pdf, parr. 66-72, secondo cui "*la ripartizione dei compiti tra autorità [...] manca di efficacia e di efficienza*" per cui sarebbe più razionale affidare i compiti di autorizzazione e sorveglianza al CESR.

¹⁴⁸ Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 476.

¹⁴⁹ V. Cons. 46 e 49, art. 29, Reg. n. 1060/2009 e Cons. 47 e 48, Reg. n. 1060/2009.

¹⁵⁰ In particolare, la domanda di registrazione viene presentata al Cesr, il quale la trasmette alle autorità competenti di tutti gli Stati membri. L'autorità dello Stato d'origine dell'agenzia e i membri del collegio competente, di comune accordo, redigono una bozza di decisione circa la concessione o il rifiuto della registrazione, che viene trasmessa al Cesr affinché esprima il proprio parere circa la sussistenza dei requisiti. Dopo aver ricevuto tale parere, il collegio riesamina la bozza e l'autorità del Paese d'origine adotta la decisione. Qualora si discosti dal parere del Cesr, essa deve darne motivazione. Inoltre, come già sottolineato, in caso di costante disaccordo tra i membri del collegio, l'autorità competente dello Stato membro di origine deve adottare una decisione di rifiuto, anch'essa pienamente motivata, che identifichi le autorità dissenzienti e illustri le loro opinioni. A tal proposito, v. art. 15, cc. 1 e 4; Cons. 46; Art. 16, c. 1, 6 e 7 Reg. 1060/2009. Un meccanismo ugualmente ispirato alla leale collaborazione tra le diverse autorità di vigilanza è quello previsto per la revoca della registrazione, per il quale si v. art. 20, c. 1 e 2 Reg. 1060/2009.

Se per certi versi il procedimento appena descritto è stato oggetto di elogi, da parte di chi ha ritenuto la sua evidente complessità come il necessario contrappeso per garantire un'efficace e coordinata azione di controllo e vigilanza¹⁵¹; d'altro canto, questo modello è stato fin da principio considerato come inadeguato¹⁵² e lo stesso legislatore comunitario ha ritenuto di non considerare definitivo il sistema previsto dal regolamento, sottolineando l'opportunità di “*esaminare ulteriormente la necessità di ampie riforme del modello di regolamentazione e di vigilanza del settore finanziario nella Comunità*” allo scopo di “*realizzare il necessario livello di convergenza e cooperazione in materia di vigilanza*” e “*sostenere la stabilità del sistema finanziario*” sulla base delle indicazioni contenute nelle conclusioni del gruppo di lavoro *De Larosiére*¹⁵³.

Allo stesso modo, oggetto di critiche è stata la previsione dell'obbligo di unanimità della decisione relativa alla registrazione di un'agenzia, che porrebbe un problema di conflitto di interessi in capo agli Stati membri, dal momento che, nel caso in cui essi stessi (*rectius*: il loro debito sovrano) siano soggetti alla valutazione delle agenzie, potrebbero essere indotti a porre in essere dinamiche “*velatamente ricattatorie o quantomeno negoziali*” al fine di ottenere un trattamento più favorevole da queste¹⁵⁴.

Un'altra delle previsioni contenute nel regolamento 1060/2009, con riguardo al procedimento di registrazione, è quella che ha ad oggetto le informazioni che le agenzie sono tenute a trasmettere alle autorità nazionali e al CESR¹⁵⁵. Si tratta, in particolare, di dati relativi alla struttura organizzativa, agli assetti proprietari, alle metodologie utilizzate e al tipo di attività che si intende prestare.

Sotto questo aspetto, la normativa comunitaria si discosta da quella statunitense, che invece richiede il possesso anche di requisiti di carattere reputazionale; prescrizione

¹⁵¹ V. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 477.

¹⁵² F. Amtenbrink, J. De Haan, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1930.

¹⁵³ Cfr. Cons. 51, Reg. 1060/2009 dove si afferma anche che la commissione avrebbe dovuto trasmettere al parlamento europeo, al consiglio e alle altre istituzioni interessate, entro il 10 luglio 2010, “*le proprie osservazioni in merito, presentando le proposte legislative eventualmente necessarie per colmare le lacune riscontrate nell'ambito degli accordi di coordinamento e di cooperazione in materia di vigilanza*”.

Inoltre, il gruppo di lavoro facente capo a De Larosiére suggerì di rafforzare la cooperazione in materia istituendo un Sistema europeo di vigilanza finanziaria, composto da tre autorità competenti per i settori bancario, mobiliare e assicurativo per la quale si v. *The High Level Group on Financial Supervision in the EU, Report (c.d. Rapporto De Larosiére)*, cit., 50-62.

¹⁵⁴ V. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 477, secondo cui, comunque, tale rischio potrebbe essere scongiurato, al di là delle previsioni regolamentari, dall'eventuale riconoscibilità delle situazioni potenzialmente collusive, stante la necessità di motivare ogni provvedimento, anche di rigetto, nell'ottica della summenzionata dialettica interna al collegio delle autorità nazionali.

¹⁵⁵ V. allegato II del reg. 1060/2009.

che secondo alcuni può dar luogo alla creazione di barriere o di trattamenti di favore verso le più grandi agenzie¹⁵⁶ ed un conseguente mercato caratterizzato da un oligopolio; e ciò, malgrado oltreoceano il legislatore abbia dimostrato di dare priorità al problema della concorrenza nel mercato del rating, mentre sul versante europeo si sia data maggiore attenzione alla trasparenza e alla vigilanza, allo scopo di prevenire gli abusi.

Dal punto di vista del valore regolamentare del rating¹⁵⁷, la normativa europea conferma il quadro preesistente e, infatti, stabilisce che solo le valutazioni emesse da agenzie stabilite e registrate nella Comunità avranno valore a tale fine¹⁵⁸.

Infatti, come si è avuto modo di osservare, già una direttiva europea, la n. 2006/48/CE - in virtù di quanto stabilito dall'Accordo di Basilea II - prevedeva che solo i rating emessi dalle *External Credit Assessment Institutions* (ECAI) potessero essere usati per la valutazione sulle esposizioni al rischio degli enti creditizi.

Inoltre, il legislatore europeo, proprio allo scopo di evitare sovrapposizioni tra i due processi di riconoscimento - benché le attività svolte dalle ECAI costituiscano semplicemente una specie del più ampio genere svolto dalle agenzie di rating - si è preoccupato di stabilire che il riconoscimento ottenuto ai sensi del regolamento costituisce condizione per essere riconosciute come ECAI, salvo che l'agenzia non offra solamente rating da non pubblicare o distribuiti previo abbonamento¹⁵⁹.

Quest'ultimo tipo di valutazioni, infatti, è escluso dall'ambito di applicazione della normativa europea in esame, posto che è solo in relazione al modello di rating c.d. *issuer paid* e destinati ad essere divulgati al pubblico che si ritiene sorgano le principali problematiche che affliggono questo settore.

Lo stesso non può dirsi, invece, rispetto ai rating emessi secondo il risalente e iniziale modello c.d. *investor paid*, posto che essi vengono emessi su domanda degli investitori che, in quanto utilizzatori finali nonché parte contrattuale, se da un lato impediscono il configurarsi di conflitti di interesse, appaiono comunque protetti, in ultima istanza, dalle norme sulla responsabilità contrattuale.

Una particolare attenzione è stata data ai prodotti finanziari strutturati, essendo questi considerati come causa principale dello scoppio della crisi finanziaria mondiale,

¹⁵⁶ V. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 479.

¹⁵⁷ Il significato della locuzione è precisato dall'art. 3, comma 1°, lett. g) per cui "a fini regolamentari" significa: "utilizzo dei rating del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto comunitario così come recepito dalla legislazione nazionale degli stati membri".

¹⁵⁸ V. Art. 4, 1° e 4° comma, reg. 1060/2009.

¹⁵⁹ V. art. 1, par. 3, reg. 1060/2009.

anche per l'inadeguatezza delle metodologie utilizzate dalle agenzie rispetto a essi. A questo proposito, sono state introdotte misure come quelle che impongono di renderli distinguibili dalle tradizionali valutazioni delle agenzie, tramite simboli aggiuntivi, e di astenersi dall'emettere un rating in mancanza di dati affidabili o quando la struttura di un nuovo prodotto finanziario sia talmente complessa da impedire una valutazione credibile¹⁶⁰.

In questa prospettiva, inoltre, sono ammessi rating non sollecitati, ma devono essere espressamente indicati come tali, unitamente all'indicazione dei documenti cui ha avuto accesso e che sono stati utilizzati ai fini della loro emissione¹⁶¹.

Allo scopo di garantire l'indipendenza delle agenzie, dei manager, analisti e dipendenti e, quindi, prevenire ed evitare il sorgere di conflitti d'interesse, la disciplina europea indica una serie di requisiti organizzativi e di tipo operativo cui le società di rating registrate devono attenersi¹⁶².

I requisiti di tipo organizzativo che sono stati fissati dal regolamento rappresentano una vera novità, dato che hanno l'effetto di incidere sulla *governance* delle agenzie, come mai era accaduto all'interno di una disciplina rivolta direttamente o indirettamente ad esse.

A tal proposito, è previsto l'obbligo di introduzione di un minimo di due membri indipendenti nel consiglio di amministrazione; il divieto di retribuzioni commisurate ai risultati economici dell'agenzia e di rimozione dall'incarico, salvo scarso rendimento professionale o condotta scorretta; inoltre, un periodo massimo di durata della carica; la previsione di un dipartimento che abbia lo scopo specifico di monitorare la conformità dell'agenzia agli obblighi previsti dal regolamento stesso, oltre che una divisione di revisione¹⁶³.

Per quel che riguarda i requisiti operativi, la sezione dell'allegato I del regolamento ad essi dedicata stabilisce una serie di obblighi e divieti, in parte comuni a quelli previsti

¹⁶⁰ L'utilizzo di una simbologia apposita, nel caso di prodotti finanziari strutturati - sul quale si veda l'art. 10, c. 3, Reg. n. 1060/2009 - era già stata raccomandata nel 2008 dal FSB (*Financial Stability Board*) ed era inoltre una delle novità introdotte dalla revisione del codice IOSCO del 2008. Per la seconda delle misure indicate si veda l'All. I, sez. D, II, c. 4, Reg. n. 1060/2009.

¹⁶¹ V. Art. 10, c. 4, Reg. n. 1060/2009 secondo cui l'agenzia di rating "*comunica le sue politiche e procedure per quanto riguarda i rating non sollecitati*" e "*dichiara nel rating nel rating, dando opportuno rilievo a tale informazione, se l'entità valutata o terzi collegati abbiano partecipato o meno al processo di rating e se l'agenzia di rating del credito abbia avuto accesso ai conti e ad altri documenti interni pertinenti dell'entità valutata o di un terzo collegato*".

¹⁶² V. allegato I, sezioni A e B del regolamento 1060/2009.

¹⁶³ La divisione di revisione si occupa del controllo sulle metodologie e i modelli applicati nell'emissione dei rating e risponde del proprio operato solamente ai membri indipendenti del consiglio di amministrazione. Per tutte le misure elencate v. All. I, Sez. A, c. 2, 5 e 6, Reg. n. 1060/2009.

dalla legislazione nordamericana.

In via generale è posto l'obbligo di identificare, eliminare, gestire e divulgare qualsiasi conflitto di interesse attuale o solo potenziale.

Sono, poi, previsti obblighi di *disclosure* tra cui la comunicazione al pubblico degli emittenti valutati da cui proviene più del 5% del fatturato¹⁶⁴, l'obbligo di conservazione della documentazione relativa all'attività di rating¹⁶⁵ e di rendere note le metodologie utilizzate¹⁶⁶.

Ancora, viene disciplinato il procedimento di emissione del rating e vengono disposti divieti come quello di fornire servizi di consulenza all'entità valutata rispetto all'attività svolta, alla struttura societaria o giuridica¹⁶⁷ e di emettere raccomandazioni o proposte in ordine alla struttura di derivati finanziari¹⁶⁸, anche se, allo stesso tempo, rimane ammesso lo svolgimento di altri tipi di servizi come attività di previsione di mercato, valutazione delle tendenze economiche, analisi dei prezzi, altre analisi generali di dati, servizi di distribuzione connessi (c.d. attività accessorie)¹⁶⁹.

Infine, allo scopo di preservarne l'indipendenza e, quindi, evitare il sorgere di conflitti di interesse, è previsto l'obbligo di rotazione graduale degli analisti dipendenti¹⁷⁰ ed una netta separazione tra questi e il personale addetto alla negoziazione del compenso con i clienti¹⁷¹.

Ebbene, dopo un esame del regolamento europeo in questione, pare che le reali novità introdotte non siano le regole di condotta in esso previste, già in certo modo contenute nel codice di condotta IOSCO ed in parte nella direttiva sull'adeguatezza

¹⁶⁴ Al contrario, a differenza di quanto avviene nella legislazione americana, non è vietata l'emissione di rating su soggetti dai quali derivi più di una certa soglia di fatturato annuale, in questo senso mostrandosi la disciplina europea più sensibile al problema delle barriere all'ingresso. A tal proposito cfr. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 483.

¹⁶⁵ V. All. I, Sez. B, c. 2, Reg. 1060/2009 e All. I, Sez. B, c. 7, Reg. n. 1060/2009.

¹⁶⁶ V. Art. 8, Reg. n. 1060/2009.

¹⁶⁷ All. I, sez. B, c. 4, Reg. n. 1060/2009.

¹⁶⁸ All. I, Sez. B, c. 5, Reg. n. 1060/2009.

Si tratta di quelle attività che consistono, ad esempio, nello strutturare un prodotto finanziario al fine di ottenere un rating elevato e procedendo, poi, a valutarlo, e che vengono indicate come fonte principale di conflitti di interesse. Su tale circostanza avevano già fatto il punto la IOSCO e il CESR in *Iosco's Technical Committee's report on the Activities of Credit Rating Agencies*, settembre 2003 (<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD153.pdf>), 11 e Cesr, *Technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, 15-7.

¹⁶⁹ Rispetto a queste ultime, inoltre, viene rilevata la mancata armonizzazione con la disciplina statunitense, dato che, se si interpreta l'elenco fornito dal legislatore europeo come "chiuso", alcune attività potrebbero ritenersi consentite oltreoceano e vietate nel territorio comunitario. Per una più approfondita analisi del problema v. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating*, cit., 481-482.

¹⁷⁰ V. Art. 7, c. 5, Reg. n. 1060/2009.

¹⁷¹ Sulle previsioni relative agli analisti v. art. 7 e allegato I, sez. C reg. 1060/2009.

patrimoniale, che a sua volta incorpora in sé il c.d. Accordo di Basilea II; quanto nell'aver stabilito regole più dettagliate e soprattutto avergli attribuito efficacia cogente¹⁷² attraverso l'adozione di un regolamento, tipicamente obbligatorio e ad efficacia diretta in tutti i paesi membri dell'Unione.

Complessivamente inadeguato è stato giudicato anche l'aspetto relativo all'apparato sanzionatorio previsto dal regolamento in questione che, infatti, stabilisce misure che vanno dalla già menzionata revoca della registrazione, passando per il temporaneo divieto di emettere rating all'interno dell'Unione, la sospensione dell'uso a fini regolamentari del rating emessi, fino ad una generica previsione della possibilità, in capo agli Stati membri, di comminare misure necessarie a garantire l'applicazione del regolamento, purché proporzionate efficaci e dissuasive¹⁷³.

Inoltre, le autorità di vigilanza, al fine di preservare l'indipendenza delle agenzie, nell'esercizio delle loro funzioni, non possono in alcun modo sindacare le metodologie utilizzate né il contenuto delle valutazioni¹⁷⁴.

Non molto tempo dopo la sua emanazione, il regolamento è stato oggetto di modifiche, volte a colmare le diverse lacune rilevate nel sistema previsto dalla nuova disciplina europea.

7. SEGUE: LE MODIFICHE INTRODOTTE CON IL REGOLAMENTO 513/2011, L'ATTUALE DISCIPLINA (INTRODOTTA CON REGOLAMENTO 462/2013) E LE PROSPETTIVE ATTUALI. ASPETTI CRITICI.

La prima importante riforma del regolamento 1060/2009 si è avuta con l'emanazione del recente regolamento n. 513 del parlamento europeo e del consiglio, datato 11 maggio del 2011¹⁷⁵, sulla base della previa proposta avanzata dalla commissione

¹⁷² Si pensi, tra le modifiche di maggiore rilievo, all'introduzione del divieto di prestare servizi di consulenza in relazione a prodotti finanziari strutturati, laddove il codice di condotta IOSCO si limitava a prevedere la separazione tra l'attività di consulenza e quella di rating (art. 2.5); o alla più restrittiva soglia del 5% del fatturato proveniente da un unico emittente come limite minimo per far scattare l'obbligo di comunicazione in capo all'agenzia, mentre il codice di condotta indicava come limite quello del 10% (art. 2.8. lett. C).

¹⁷³ Cfr. art. 24, c. 1 e art. 36 Reg. 1060/2009.

¹⁷⁴ V. cons. 58 reg. 1060/2008. Analogamente nella regolamentazione statunitense è previsto il divieto di "regulate the substance of credit ratings or the procedures and methodologies by which any [Nrsro] determines credit ratings": J. Hunt, *Credit Rating Agencies And The "Worldwide Credit Crisis": The Limits Of Reputation, The Insufficiency Of Reform, And A Proposal For Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 125-127.

¹⁷⁵ Consultabile alla pagina: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:IT:PDF>.

nel giugno del 2010¹⁷⁶, con lo scopo generale di riformare il sistema di controllo e vigilanza dell'attività dell'agenzie, ritenuto inadeguato e inefficiente rispetto all'attività e alla velocità che caratterizza le dinamiche proprie dei mercati finanziari¹⁷⁷.

Lo scopo principale della nuova disciplina sembra essere stato, infatti, quello di concentrare su un'autorità europea di vigilanza, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), la competenza in materia di registrazione delle agenzie di rating, applicare misure di vigilanza e richiedere l'applicazione di sanzioni da parte della commissione europea¹⁷⁸.

L'opzione per un modello di supervisione accentrato, nel segno del superamento del sistema "a doppio livello" già previsto dal regolamento 1060/2009, costituisce, come si è già sottolineato, la risposta ad una maggiore esigenza di vigilanza dell'attività delle agenzie, emersa con lo scoppio della crisi finanziaria e presente anche negli anni successivi, non solo in considerazione dell'unicità del mercato e della giurisdizione in cui si trovano ad operare le agenzie, ma anche per l'inefficienza che un sistema di vigilanza affidato alle singole autorità nazionali ha determinato, in un mercato transnazionale come quello del rating. Ancora, l'indipendenza garantita dall'ESMA, si è ritenuto assicurasse al meglio l'espletamento dei compiti di vigilanza in un settore così delicato come quello del rating, oltre che una funzione di contatto e di scambio di informazioni con le Autorità dei paesi extra europei¹⁷⁹.

Nell'ottica di un accentramento dei compiti nelle mani dell'autorità di vigilanza europea si colloca anche la modifica delle condizioni di accesso all'attività di valutazione del merito creditizio, stante l'introduzione di nuove regole che prevedono l'affidamento

¹⁷⁶ *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 2.6.2010, COM(2010)289 def., 2010/0160 (COD), consultabile al seguente indirizzo: http://www.ania.it/export/sites/default/documenti/2968c737-e07a-11e1-8e56-f3c446ddb06___prop_reg_CRA_COM_2011_747_it.pdf.

¹⁷⁷ Cfr. A.J.Tapia Hermida, *Novedades en la Regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación crediticia (Agencias de Rating)*, in *RDBB*, n. 123, luglio – settembre 2011, p. 296.

¹⁷⁸ La misura si inserisce nel quadro di una profonda revisione dell'architettura del sistema di vigilanza finanziaria in Europa, nell'ottica di "istituire un sistema più efficace, integrato e sostenibile", con la creazione, con il regolamento 1095/2010, dell'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA); rispettivamente create dalla trasformazione dei comitati di vigilanza europei ovvero il comitato delle autorità europee di vigilanza bancaria (CEBS), il comitato delle autorità europee di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (CEIOPS) e il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR).

¹⁷⁹ V. M. Perassi, *La sorveglianza sulle agenzie di rating: l'ESMA quale controllore diretto*, intervento al convegno *Il rating: mito, realtà, narrazioni*, Venezia, 5 ottobre 2012, p. 6-7.

all'ESMA delle operazioni di registrazione, cancellazione e supervisione¹⁸⁰. Allo stesso tempo, viene stabilito l'obbligo di non interferenza con il contenuto dei rating e le metodologie utilizzate dalle agenzie; vengono poste nuove regole sui poteri investigativi e ispettivi dell'autorità di vigilanza¹⁸¹.

Un'altra delle principali novità introdotte dal regolamento 513, volta alla riduzione del rischio di conflitti di interesse e al miglioramento della qualità del rating, è la previsione di maggiore trasparenza delle informazioni fornite dagli emittenti alle agenzie di rating; e ciò in modo intensificare la concorrenza tra le diverse agenzie, oltre che il numero di “*unsolicited rating*” e l'accrescimento delle capacità degli investitori di sviluppare proprie analisi di rischio¹⁸².

Infine, viene notevolmente aggravato il regime sanzionatorio applicabile, con l'aumento dei poteri dell'ESMA, attraverso la previsione di multe¹⁸³, e la tipizzazione dettagliata delle infrazioni che possono essere commesse da un'agenzia¹⁸⁴.

Nonostante l'intervento correttivo del legislatore nel 2011, ulteriori sviluppi della crisi del debito della zona euro e la persistenza di quei problemi che, fin dall'inizio, avevano spinto alla regolamentazione del settore del rating del credito, hanno indotto l'autorità europea all'emanazione di un'altra proposta di modifica nel novembre dello stesso anno¹⁸⁵, preso atto dell'insufficienza del quadro normativo in vigore.

La proposta di riforma prospettata dalla commissione europea opera su diversi fronti.

Innanzitutto, è evidente il tentativo di depotenziamento dei rating, attraverso la previsione di un obbligo, in capo a istituzioni e investitori, di accedere a metodi alternativi di valutazione del rischio d'investimento, diminuendo l'eccessivo affidamento riposto nel rating.

Allo stesso tempo, nuove norme sono introdotte allo scopo di aumentare l'indipendenza delle agenzie e, quindi, in questo modo, diminuire il rischio di conflitti di interesse, derivanti dall'utilizzo del modello c.d. *issuer paid*. Tra di esse vi è, ad esempio,

¹⁸⁰ V. artt. da 15 a 20 reg. 513/2010.

¹⁸¹ V. artt. 22 *bis* e ss. Reg. 513/2011.

¹⁸² V. considerando n. 7 reg. 513/2011.

¹⁸³ V. artt. 36 *bis* e ss. Reg. 513/2011.

¹⁸⁴ V. allegato III che, aggiunto al reg. 1060/2011, prevede un'estesa lista di infrazioni in funzione della loro relazione con conflitti di interesse, requisiti di organizzazione o funzionamento, ostacolo all'attività di supervisione o alla divulgazione o informazione.

¹⁸⁵ Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (CE) n. 1060/2009 sulle agenzie di *rating* del credito, 15 Novembre 2011, Com(2011)747, consultabile su <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:145:0030:0056:IT:PDF>.

la previsione dell'obbligo, per gli emittenti, di cambiare agenzia di rating ogni tre anni e la necessità di due giudizi, emessi da agenzie diverse, rispetto a prodotti finanziari strutturati complessi.

Ancora, la proposta mira a una regolamentazione dei c.d. *"rating outlooks"*, oltre che ad un rafforzamento degli obblighi informativi dovuti dalle agenzie rispetto alle metodologie utilizzate tanto nell'assegnazione di questi ultimi quanto del rating.

Tra le misure di maggior rilievo vi è, poi, quella intesa ad introdurre una norma sulla responsabilità delle agenzie qualora esse, intenzionalmente o per colpa grave, violassero gli obblighi stabiliti nel regolamento, sempre che il rating conseguentemente emesso risultasse diverso da quello che sarebbe stato in caso di mancata violazione e tale rating avesse creato affidamento tra gli investitori.

Infine, sono previste norme volte a garantire maggiore trasparenza per i c.d. *"rating sovrani"*, per i quali negli ultimi anni (e negli ultimi mesi) sono state sollevate numerose polemiche.

Dopo molti mesi e i pareri di istituzioni e parti coinvolte, la proposta ha ricevuto nel maggio del 2013 l'approvazione definitiva. Con l'emanazione del regolamento n. 462/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 maggio è stata introdotta la modifica al Regolamento n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

Le misure adottate confermano in gran parte quelle già previste dalla commissione nel novembre del 2011.

Infatti, le recenti modifiche prevedono che rating non richiesti sul debito sovrano potranno essere pubblicati solo in date prestabilite, due o tre volte l'anno, e solo dopo la chiusura o un'ora prima dell'apertura dei mercati europei. Le imprese dovranno essere avvisate un giorno prima della pubblicazione in modo da consentire eventuali correzioni e sono vietate valutazioni di politica economica o giudizi politici.

E' fatta richiesta agli istituti di credito e a quelli privati d'investimento di *"sviluppare al loro interno le capacità per valutare il rischio creditizio"* ed è stabilito che entro il 2020 nessuna legislazione europea dovrà fare riferimento a rating esterni.

L'agenzia di rating dovrà astenersi da qualsiasi valutazione o comunicare il conflitto di 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, nessuno potrà possedere più del 5% di diverse agenzie, salvo il caso che appartengano allo stesso gruppo.

Infine, sulla questione relativa alla responsabilità agenzie, è prevista la possibilità, in capo agli investitori e nonostante l'assenza di un vincolo contrattuale con le agenzie, di agire in giudizio nel caso in cui un rating emesso si trovi in contrasto con le norme stabilite dal nuovo regolamento e l'agenzia abbia agito con dolo o colpa grave.

Esaminate, dunque, le proposte avanzate e le modifiche introdotte a partire dal 2011 fino ad oggi, appare evidente che la scelta sia andata, da un lato, nella direzione dell'accrescimento e del rafforzamento della disciplina relativa alle agenzie di rating¹⁸⁶; dall'altro, e soprattutto volgendo lo sguardo verso alcune delle novità introdotte da ultimo con il regolamento 462, è evidente che vi sia stata la contestuale volontà di depotenziare il valore dei giudizi emessi dalle agenzie. Al riguardo, infatti, è stata sottolineata un'evidente contraddizione¹⁸⁷ laddove il legislatore europeo prevede che banche, assicurazioni, imprese d'investimento e investitori istituzionali effettuino la propria valutazione del rischio di credito, non affidandosi esclusivamente al rating e che le tre autorità di vigilanza europea nel settore bancario, mobiliare e assicurativo e il Comitato europeo per il rischio sistemico non facciano riferimento ai rating nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiano di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati si affidino meccanicamente ai rating del credito.

In altre parole, il rating era e continua a sembrare, sul versante europeo, pietra angolare della regolamentazione, assurgendo ad una funzione quasi pubblica e determinando, in tal modo, non solo un'eccessiva sensibilità dei prezzi finanziari, ma anche la deresponsabilizzazione degli operatori del settore, a partire dalle stesse società fino a giungere ad emittenti, investitori e persino supervisori.

In questo senso, la scelta del legislatore dell'Unione di intervenire in una direzione opposta a quella della deregolamentazione, è apparsi ad alcuni come controproducente, ritenendosi opportuno il ritorno al rating come un giudizio emesso da società private,

¹⁸⁶ Ciò, come hanno sottolineato da diversi autori (D. Masciandaro, *Non oracoli, solo opinioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2012; G. Ferri, *Agenzie di rating un'altra riforma che non risolve il problema*, in <http://www.firstonline.it>, 22 gennaio 2012) non solo in tendenza opposta rispetto all'esperienza americana - che con il c.d. *Dodd Frank Act* di riforma del sistema finanziario, nel 2010, elimina un numero rilevante di rinvii ai rating, depotenziando così il ruolo delle agenzie -, ma anche in senso contrario alle opinioni degli economisti, secondo i quali sarebbe impossibile raggiungere l'obiettivo della garanzia della qualità dell'informazione attraverso la regolamentazione amministrativa, e determinando un inevitabile incremento dei costi transattivi che queste regole comportano a carico degli emittenti e, quindi, degli investitori.

¹⁸⁷ V. G. Carriero, *Previsioni, opinioni, certezze. Le Agenzie di rating*, in *Europa edir. Priv.*, 3/2012, p. 882, il quale sottolinea come il perseguimento dell'obiettivo di lungo termine di ridurre l'eccessivo affidamento nel rating, avvenga attraverso mezzi che (in senso contrario) radicano nel pubblico dei risparmiatori aspettative taumaturgiche del rating.

orientate al profitto sul merito del credito degli emittenti, che non si sostituisca alle valutazioni pubbliche dei supervisori e ai giudizi autonomi delle stesse società emittenti¹⁸⁸.

All'indomani dell'approvazione della modifica in questione, l'Unione Europea, nella persona di Michel Barnier, Commissario per il Mercato interno e i servizi, si dice compiaciuta del risultato, intervenuto a soli diciotto mesi dalla presentazione delle proposte della Commissione. Secondo le autorità europee, infatti, in base alla nuova legislazione, le agenzie di rating del credito *“dovranno essere più trasparenti e responsabili nel valutare gli Stati sovrani. Le nuove norme contribuiranno anche a una maggiore concorrenza nel settore della valutazione del credito, attualmente dominato da un numero ridotto di operatori, e ridurrà l'eccessiva fiducia riposta nel rating dagli operatori dei mercati finanziari”*.

Naturalmente, essendo trascorsi solo pochissimi mesi dalla riforma messa in atto dalle autorità europee, non è possibile trarre delle conclusioni in ordine alla concreta effettività delle norme in essa contenute.

In termini più generali, è possibile notare come la regolamentazione intervenuta fino ad oggi a disciplinare l'attività delle agenzie di rating del credito sia stata indirizzata soprattutto verso la previsione di misure di matrice pubblicistica; essendosi lasciata al margine, invece, la statuizione di regole di tipo privatistico.

Le misure, come è stato detto e come si evince dalla lettura del regolamento e delle sue modifiche, sono volte principalmente al superamento delle questioni controverse che a livello macroeconomico l'attività delle agenzie di rating crea, e cioè, in particolare, dei menzionati problemi del mercato oligopolistico in cui queste operano, del conflitto di interessi e della funzione regolamentare dei rating; il tutto evidentemente con il principale scopo di tutelare il corretto funzionamento dei mercati dell'Unione.

Ciò che appare chiaro ai più, e che ci sembra di poter qui confermare, è che la maggior parte delle misure legislative adottate, lungi dall'essere dirette ed effettive, hanno spesso reso ancor più complicato il raggiungimento dell'obiettivo fissato; finendo per agevolare e così rafforzare indirettamente il potere delle entità che si pretendeva regolare.

Inoltre, l'impressione che emerge dall'analisi della normativa in questione è che la tutela degli investitori danneggiati da condotte scorrette delle agenzie – che è il profilo sul quale si intende focalizzare l'attenzione del presente lavoro, al fine di formulare una proposta in ordine ai rimedi applicabili – abbia scontato e continui ad oggi a scontare il

¹⁸⁸ D. Masciandaro, *Non oracoli, solo opinioni*, cit.

perseguimento dell'obiettivo che può da sempre ritenersi primario nelle intenzioni delle istituzioni europee, ossia quello del buon andamento dei mercati comunitari. Deve ritenersi ormai noto, d'altronde, come si sia assistito e si continui ad assistere ad una regolazione che si abbatte sull'autonomia privata modificandone gli equilibri, allo scopo di perseguire il reale obiettivo e cioè promuovere la concorrenza dei mercati; nell'ottica dunque di un diritto che asseconda di volta in volta le tendenze del sistema capitalista¹⁸⁹.

Peraltro, il timido approccio del legislatore rispetto ad un *private enforcement*, consistente nella mera previsione di un diritto d'azione dell'investitore nei casi di danno causato dal mancato rispetto delle norme del regolamento, non ha ancora ricevuto alcun riscontro da parte dei giudici europei. Non esistono ancora, infatti, pronunce di condanna al risarcimento delle agenzie di rating per i danni causati al pubblico degli investitori; rivelandosi persistente, al contrario, una sostanziale immunità delle entità di cui si discute.

In ogni caso, sulla base delle regole previste, il problema di un intervento "dal basso" si scontra in primo luogo con l'ostacolo di un'asimmetria tra un diritto sancito a livello europeo e l'applicazione di rimedi adeguati, anche da un punto di vista sistematico, a livello nazionale.

Nel nostro ordinamento, come si vedrà più avanti, ci si imbatte nella difficoltà di inquadrare queste fattispecie tanto nell'ambito della responsabilità extracontrattuale quanto all'interno delle regole che disciplinano la responsabilità da inadempimento; entrando così nel cuore di un complesso dibattito sul nostro sistema di responsabilità civile che ha animato e anima tutt'oggi dottrina e giurisprudenza nostrane: quello relativo alla possibilità di affermare l'esistenza di una zona di responsabilità, "a confine tra contratto e torto", nella quale ricondurre proprio quelle fattispecie che – come nel nostro caso – non presentano i caratteri formali che normalmente le includerebbero, per l'appunto, nell'uno o nell'altro modello di responsabilità previsti nell'ordinamento domestico.

Sul versante spagnolo, invece, come si vedrà, i problemi appaiono di minore intensità, se si considera che il sistema di responsabilità civile ivi previsto diverge da quello italiano per l'essere caratterizzato dall'esistenza di una clausola aperta, che consente il risarcimento anche di danni non collegati ad una situazione espressamente tutelata dall'ordinamento giuridico positivo, ma comunque ritenuta meritevole di protezione sulla

¹⁸⁹ Per una autorevole ed esaustiva trattazione del tema si rimanda a L. Nivarra, *Tutela dell'affidamento e apparenza nei rapporti di mercato*, in *Europa e diritto privato*, 3/2013, p. 835 ss.; ma anche, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema: il diritto civile nella fase attuale di sviluppo capitalistico*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2012, p. 211 ss.

base di un giudizio espresso *ex ante*; sempre che possano dirsi integrati i requisiti generali previsti dalle norme che all'interno del *codice civile* disciplinano la responsabilità di tipo extracontrattuale.

CAPITOLO IV
UN MODELLO DI RESPONSABILITA' PER I DANNI SUBITI DAGLI
INVESTITORI A CAUSA DELLE INFORMAZIONI SCORRETTE O NON
VERITIERE EMESSE DALLE AGENZIE DI RATING

Come si è venuto anticipando fin dal principio di questo lavoro, obiettivo ultimo di esso è quello di focalizzare l'attenzione sulla questione relativa alla responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori che dal loro giudizio scorretto o falso siano stati danneggiati.

L'adozione di un modello di mercato in cui sono gli stessi emittenti a richiedere l'assegnazione di un giudizio sul proprio merito creditizio (c.d. modello *issuer pays*) – a volte necessario, come si è visto, a fini regolamentari, ma in ogni caso finalizzato a essere segnalato al pubblico degli investitori, che sulla base di tale informazione potranno operare con maggiore consapevolezza le proprie scelte di investimento – fa sì che una relazione contrattuale venga instaurata solamente tra l'agenzia di rating e l'emittente che riceve la valutazione.

La circostanza per cui ad entrare in un rapporto obbligatorio in senso stretto siano i due soggetti da ultimo citati rende evidente, dunque, come l'investitore resti, rispetto ad esso, un terzo estraneo. A differenza di quanto avvenisse in passato, quando sulla base del modello di mercato c.d. *investor pays* fosse l'investitore ad acquisire il rating direttamente dall'agenzia dietro il corrispettivo di un prezzo, oggi nessun contratto viene concluso tra quest'ultimo e la società di rating.

Come si vedrà, quanto si è appena evidenziato genera problemi per l'inquadramento delle ipotesi in cui questi soggetti – come è accaduto nel corso dei recenti scandali finanziari – vengano danneggiati da una condotta scorretta posta in essere dalle agenzie, e cioè per l'emissione di un rating falso o errato.

La tutela degli investitori che abbiano subito un danno per l'aver compiuto le proprie scelte di investimento sulla base dei giudizi (scorretti) emessi dalle agenzie è stata per lungo tempo inesistente, nonostante risulti evidente la necessità di sancire un qualche tipo di protezione per questo tipo di situazioni. Sotto questo profilo, infatti, è stato sottolineato come¹⁹⁰, sulla base di un principio generale per cui non possa esistere potere

¹⁹⁰ V. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, cit., p. 45-46.

senza responsabilità, queste entità debbano rispondere per gli atti da esse compiuti.

D'altra parte, a dare rilevanza alla tutela degli investitori è intervenuto di recente lo stesso legislatore che con il regolamento 1060/2009 (così come modificato dal reg. 462/2013) ha sancito in capo ad essi un diritto d'azione per i danni subiti dai rating errati su cui abbiano fatto affidamento, pur in assenza di un vincolo contrattuale tra questi e l'agenzia. La normativa europea, infatti, stabilisce che *“se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul rating del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione”*.

In questa prospettiva, viene in rilievo il problema delle misure concretamente applicabili in ciascun ordinamento membro, al fine di garantire la protezione di quei diritti sanciti a livello comunitario, senza la contestuale previsione dei corrispondenti rimedi.

Invero, sulla base del consolidato principio per cui, in assenza di regole comunitarie uniformi, sono gli Stati membri a dover provvedere ai rimedi e i metodi per la protezione dei diritti sanciti dal diritto europeo¹⁹¹, si prospetta in ciascun ordinamento la ricerca di soluzioni dogmaticamente adeguate a dare risposta alle esigenze di tutela di cui si è detto.

Come è naturale, soprattutto per via dell'elemento che per primo viene in rilievo ad un esame sommario di questi casi, e cioè l'assenza di qualsiasi relazione negoziale tra le parti coinvolte, quasi sempre l'indagine si è indirizzata in prima battuta sulla configurabilità di una responsabilità di tipo extracontrattuale per queste fattispecie di danno.

Come immediatamente si vedrà, è proprio a questo modello rimediale che si è guardato negli ordinamenti presi in considerazione nel corso del presente lavoro. Infatti, tanto nell'ordinamento italiano – con scarsi esiti –, quanto all'interno di quello spagnolo – con risultati più convincenti –, l'analisi di dottrina e giurisprudenza si è spinta nella verifica della possibilità, per queste ipotesi di danno, di integrare un modello di responsabilità derivante da fatto illecito.

¹⁹¹ Su questi termini v. W. Van Gerven, *Of rights, remedies and procedures*, in *CMLRev.*, 2000, 501 ss.

PARTE I

L'IPOTESI DI UN MODELLO DI RESPONSABILITÀ EXTRA CONTRATTUALE

1. IL PROBLEMA DEL NESSO DI CAUSALITÀ TRA LA CONDOTTA DELL'AGENZIA DI RATING E IL DANNO SUBITO DALL'INVESTITORE

Da sempre e in modo pressoché unanime nella tradizione giuridica occidentale la causalità è considerato “*punto di avvio [del] giudizio sul fatto*”, criterio che dà struttura alla responsabilità civile¹⁹². Un obbligo risarcitorio può essere attribuito ad un soggetto soltanto qualora un danno sia conseguenza di un fatto riferibile a questi.

Come è stato sottolineato nell'ambito di pregevoli studi comparatistici, nella maggior parte degli ordinamenti giuridici la causalità risulta essere analizzata attraverso lenti sostanzialmente analoghe, oltre che volta a spiegare e dare quindi risposte a dinamiche equivalenti; e ciò a prescindere dai concreti ingranaggi assunti dal torto in ciascun sistema giuridico¹⁹³.

Quello del nesso eziologico tra condotta e danno è, dunque, elemento della responsabilità civile comune a tutti i sistemi giuridici che di un rimedio a presidio del pregiudizio provocato agli investitori dalle informazioni scorrette delle agenzie di rating si sono occupati.

Invero, proprio il nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia, consistente nell'emissione di un rating scorretto o nella mancata revisione di esso, e il danno subito dall'investitore è da sempre stato considerato il maggiore ostacolo alla configurazione di una responsabilità civile in capo alle agenzie di rating. In altre parole, l'investitore sarebbe chiamato a provare che se l'agenzia non avesse errato nella valutazione espressa su un determinato emittente o strumento finanziario da questo emesso, non avrebbe sottoscritto l'investimento o avrebbe dismesso i titoli già acquistati¹⁹⁴.

¹⁹² Il corsivo è tratto da C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, Milano, 2007, p. 241. V. anche M. Infantino, *Il diritto comparato della causalità aquiliana*, in *Riv. dir. civ.*, 3/2013, p. 569 ss. e, da questo a. citato, A. M. Honoré, *Causation and Remoteness*, in *International Encyclopedia of Comparative Law*, vol. XI, ch. 7, Tubingen-Paris-New York, , 1971, 3, 7.

¹⁹³ Cfr. M. Infantino, *Il diritto comparato della causalità aquiliana*, cit., 577-578.

¹⁹⁴ L'onere probatorio sarebbe il medesimo che incombe sull'investitore che pretenda di provare il danno subito dall'intermediario finanziario per violazione degli obblighi informativi, come si evidenzia in Trib. Catania, 23 gennaio 2007, Pres. G.B. Macrì; Trib. Venezia, 4 maggio 2006 – Pres. R. Zacco; Trib. Milano, sez. VI civ. – Pres. Alda Vanoni, , 9 novembre 2005. Trib. Genova, sez. I civ., 15 marzo 2005. In senso diverso, Trib. Mantova, sez. II – Pres. Dr. A. Dell'Aringa, 15 marzo 2005, secondo la quale “il cliente è

La giurisprudenza, tanto statunitense quanto europea, infatti, non si è mai pronunciata in senso favorevole all'esistenza di un nesso eziologico tra la condotta e il danno appena menzionati¹⁹⁵; e ciò nonostante taluni timidi approcci positivi da parte della dottrina¹⁹⁶.

Già a partire dai primi casi sollevati dinanzi alle corti americane, la difesa delle agenzie di rating, volta ad escludere la sussistenza del nesso causale e accolta pressoché unanimemente, si è sempre attestata sul richiamo del Primo Emendamento della Costituzione americana, che tutela la libertà di parola e di stampa come sinonimo della libertà d'espressione.

L'argomento portato avanti dalle agenzie e, poi, fatto proprio da una costante giurisprudenza, muove dall'assunto secondo cui le valutazioni emesse dalle società in questione rappresentano un mero parere sulla rischiosità di un titolo, paragonabile a una mera opinione giornalistica e diverso da un'esplicita raccomandazione ad acquistare uno specifico strumento finanziario¹⁹⁷, per cui sarebbe onere di ogni investitore compiere ulteriori ricerche e le proprie personali valutazioni in ordine all'opportunità di investire o meno su un determinato titolo¹⁹⁸.

In questo senso, dunque, la condotta dell'agente/agenzia di rating non sarebbe in grado di porsi come antecedente causale del danno patrimoniale prodottosi in capo all'investitore.

Il rating, in quanto mera opinione, non sarebbe in grado di generare affidamento, eliminandosi in radice la possibilità di ritenere che da una certa valutazione emessa dall'agenzia sia dipesa la scelta dell'investitore di acquistare determinati titoli e quindi di

onerato solo della prova della condotta del soggetto che presta il servizio di investimento e di quella del danno subito, restando a carico di tale soggetto quella di un fatto che elida il nesso di causalità sussistente fra illecito e conseguenze dannose, il quale si presume esistente fino a prova contraria".

¹⁹⁵ *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 175 F. 3d 848 (10th Cir. 1999); *Newby v. Enron 2005 U.S. Dist. LEXIS 4494*; Tribunale di Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Danno e resp.*, 2/2013, p. 177 ss. con commento di M. Saponaro;

¹⁹⁶ Facci, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 4, p. 912; Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.* 2010, I, p.121; M. Saponaro, *Commento a sentenza Trib. Roma 17 genn. 2013 n.835*, in *Danno e resp.*, cit., p. 186 ss; seppur sottolineando la necessità di operare le opportune distinzioni tra diversi casi, P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, p. 411-415; G. Husisian, *What Standard of Care Should Govern In the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell L. Rev.*, 75, 1990, p. 411;

¹⁹⁷ In questi termini viene descritta l'attività delle principali agenzie di rating. A tal proposito v. www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com, www.moodys.com.

¹⁹⁸ La stessa disciplina europea, sulla base delle indicazioni date dalle agenzie di rating, disincentiva l'accettazione acritica dei giudizi emessi dalle agenzie, promuovendo, al contrario, il reperimento di ulteriori informazioni da parte dell'investitore.

vedersi conseguentemente danneggiato.

Così, a parte qualche sporadica e recente pronuncia in direzione contraria¹⁹⁹, nel versante statunitense, dove si registrano le prime cause intentate contro le società di rating, la maggior parte delle pronunce affermano la mancanza di un nesso causale tra il rating e il danno sofferto da quest'ultimo, quasi sempre attraverso l'uso dell'argomentazione fondata sulla tutela della libertà d'espressione. Un caso emblematico, a tal proposito, è quello in cui un giudice statunitense ritenne che l'affidamento riposto da un investitore nel rating "A" emesso da Standard & Poor's, poi rivelatosi fallimentare, fosse da considerarsi *unreasonable*, considerata la natura dell'attività dell'agenzia, paragonabile a quella di un giornalista²⁰⁰.

La situazione appare sostanzialmente identica volgendo lo sguardo sul versante domestico, dove la giurisprudenza è stata chiamata a pronunciarsi sulla responsabilità delle agenzie di rating soltanto più di recente. Infatti, sulla stessa scia delle pronunce dei giudici d'oltreoceano si colloca una recente sentenza del Tribunale di Roma che, seguendo l'orientamento ormai consolidato secondo cui i rating non costituirebbero delle raccomandazioni a comprare, detenere o vendere determinati titoli ma, come le stesse agenzie sono solite affermare, semplici pareri sul merito del credito di un determinato emittente o strumento finanziario, respinge la domanda di risarcimento proposta contro le

¹⁹⁹ V. *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.*, n. 08-CV-7508, 2009 WL 2828018, at *9 (S.D.N.Y. Sept. 2, 2009), relativa ad un caso in cui le agenzie di rating emisero giudizi su strumenti finanziari non offerti al pubblico ma collocati privatamente, nel quale la Corte distrettuale del *Southern District of New York* si pronunciò sul collocamento privato, posto in essere da Morgan Stanley & Co. per mezzo di una società veicolo, di *tranches* di debito cartolarizzato al quale sia Standard & Poor's che Moody's avevano assegnato un rating elevato, che si era poi rivelato più rischioso di quanto certificato dalle due agenzie. In questi casi, secondo il giudice del distretto sud di New York, il rating su strumenti collocati privatamente non esprimono una opinione avente rilevanza pubblica, ma una informazione destinata ai privati e, quindi, non protetta dal Primo Emendamento della Costituzione americana. La conseguenza è che l'attore non dovrebbe provare l'intenzione delle agenzie di pubblicare informazioni false (*actual malice*), ma solamente la negligenza nell'elaborazione delle informazioni divulgate (*negligent misrepresentation*).

Un'altra fattispecie nella quale il Tribunale escluse che questo tipo di difesa potesse essere sempre invocata dalle agenzie è quella del caso *Commercial Financial Services v. Arthur Andersen LLP*, 94P.3d 106, 109 (Okla. Civ. App. 2004), nella quale l'attore citò la società di revisione che a sua volta chiamò in causa le agenzie di rating, affermando che le operazioni di cartolarizzazione poste in essere da queste fossero basate sulle valutazioni – sbagliate – emesse dalle agenzie. Il giudice, per l'appunto, osservò che il rapporto tra il cliente e l'agenzia di rating non fosse paragonabile a quello tra un giornalista e chi chiede di scrivere un articolo, ma somigliasse maggiormente a quello intercorrente tra l'emittente e il revisore contabile.

²⁰⁰ Si tratta del caso *Quinn v. McGraw-Hill Companies, Inc.*, 168 F. 3d 331, 336 (7th Cir. 1999) che ricevette un commento molto acuto da parte di uno dei giuristi maggiormente interessati al tema in questione, F. Partnoy, *The Paradox of Credit Rating Industry*, cit., p. 20, secondo il quale "*the irony is clear: at the same time virtually every financial regulator in the United States is relying substantively on credit ratings, a few smart judges in Chicago are saying such reliance by an investor is unreasonable*". Altri casi, nei quali la giurisprudenza americana si è pronunciata in senso favorevole all'agenzia di rating sono, tra gli altri,

agenzie di rating²⁰¹.

Allo stesso risultato, seppur attraverso un diverso iter logico giuridico, giunge il Tribunale di Catanzaro²⁰², secondo cui, nonostante l'informazione proveniente da un soggetto particolarmente qualificato, come le agenzie di rating, generi un affidamento che è da ritenere meritevole di tutela, non è possibile configurare in capo ad esse la responsabilità per il danno causato al terzo investitore, essendo necessaria la sussistenza del rapporto di causalità tra la condotta dell'agenzia, che emette il rating errato, e il pregiudizio subito dall'investitore. Quest'ultimo deve provare che se la valutazione fosse stata corretta, non avrebbe acquistato o non avrebbe mantenuto lo strumento finanziario²⁰³; prova che, nel caso di specie, non è stata fornita.

Inoltre, sia pure con riferimento ad una fattispecie in cui la diffusione delle informazioni provenisse dall'emittente, una delle pronunce spesso usate come punto di riferimento al fine di sostenere la mancanza del nesso di causalità nelle fattispecie in questione è quella del Tribunale di Milano, pronunciatisi sul noto caso Parmalat²⁰⁴. Anche in questa ipotesi, infatti, il giudice afferma che a doversi determinare è "l'effettiva incidenza della condotta punita sul processo di formazione della volontà del soggetto che si dice danneggiato dalla sua scelta di acquistare il titolo proposto in vendita".

Di parere diverso rispetto a quello ad oggi espresso dalla giurisprudenza maggioritaria sembra essere, invece, parte della dottrina. Numerosi autori, infatti, grazie ad uno sforzo dogmatico probabilmente maggiore di quello che può registrarsi nella maggior parte delle pronunce intervenute nel tema in questione, sostengono attraverso diverse argomentazioni la possibile configurabilità di un nesso causale.

In particolare, secondo alcuni autori, le affermazioni secondo cui il rating

²⁰¹ Affermano i giudici romani, infatti, che questo tipo di valutazioni, anche nel caso in cui dovessero rivelarsi errate, non potrebbero dar luogo ad alcun risarcimento del danno, posto che trattandosi di una mera opinione, come tale non potrebbe essere classificata errata sulla base di criteri oggettivi. Tribunale di Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Danno e responsabilità*, 2/2013, p. 181 ss.

²⁰² Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e responsabilità*, 2/2013, p. 183 ss.

²⁰³ Secondo quanto afferma il giudice calabrese, al fine di affermare la responsabilità dell'agenzia, inoltre, sarà necessario provare la sussistenza dell'elemento del dolo o della colpa, intendendosi come la mala fede ovvero l'inosservanza dei principi di diligenza professionale e degli standard di settore così come previsti dal regolamento Consob n. 12175 del 2 novembre del 1999. Al terzo danneggiato spetta l'onere di provare che la società di rating ha errato o omesso di modificare una valutazione che non rispecchia lo stato economico-patrimoniale dell'emittente e che tale errore dipende dall'utilizzo di metodologie e procedure non conformi alle prassi internazionali o agli standard di settore.

All'agenzia di rating, d'altro canto, spetta l'onere di provare che la mancata corrispondenza tra il rating da essa emesso e la reale situazione patrimoniale dell'emittente non dipende da suo dolo o colpa, ma da false informazioni fornite da quest'ultimo e non riscontrabili come tali al momento della valutazione.

²⁰⁴ Trib. Milano, sez. I, 18 dicembre 2008 (p. 333).

costituirebbe un mero parere, alla stregua di un'opinione di stampo giornalistico, non possono ritenersi idonee, per la loro genericità, a negare il ruolo che il rating svolge nella scelta di investimento del risparmiatore²⁰⁵.

D'altronde, tali asserzioni risultano non solo generiche, ma addirittura infondate se si considera che il rilascio del rating costituisce secondo la legislazione vigente, condizione necessaria per il collocamento di determinati titoli nel mercato ovvero per beneficiare dei trattamenti previsti dalla stessa regolamentazione. In tal senso apparirebbe quantomeno irragionevole affermare che le valutazioni emesse dalle agenzie, soprattutto nelle ipotesi di rating sollecitati dall'entità emittente, costituiscano mere opinioni di stampo giornalistico²⁰⁶.

Quest'ultimo assunto sarebbe confermato dalla circostanza per cui, come afferma la giurisprudenza, la mancata comunicazione del rating da parte dell'intermediario finanziario costituisce violazione di un obbligo informativo²⁰⁷ e, quindi, risulterebbe contraddittorio, da un lato, affermare l'esistenza di un nesso causale tra la mancata comunicazione del rating da parte dell'intermediario e le scelte di investimento; dall'altro, negarne l'esistenza nell'ipotesi di rating erroneo emesso dall'agenzia.

Le valutazioni di queste ultime generano così un affidamento per cui è possibile sostenere che esse entrino senz'altro a far parte del processo decisionale che conduce i soggetti a porre in essere le proprie decisioni di investimento.

Secondo questa tesi, pertanto, l'investitore sarebbe in grado di assolvere all'onere probatorio attraverso presunzioni a norma dell'art. 2727 c.c. e cioè assumendo "come normale e corrispondente a regolarità causale" che se non vi fosse stata la valutazione erronea relativa ad un emittente poi rivelatosi insolvente da parte dell'agenzia non avrebbe posto in essere l'investimento.

In altre parole, la finalità del rating di rendere l'investitore maggiormente consapevole consentirebbe di prevedere l'esistenza di una presunzione semplice di

²⁰⁵ G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e Impresa*, 2008, p. 164.

²⁰⁶ Tali affermazioni potrebbero apparire fondate laddove si considerino le ipotesi di c.d. *unsolicited ratings*, ovvero quei casi in cui la valutazione dell'agenzia non venga richiesta dallo stesso emittente, ma sia emessa spontaneamente dalla stessa società di rating. Queste ipotesi si identificano soprattutto con la pubblicazione dei rating degli Stati sovrani che, come si è detto, per la dimensione macroeconomica nella quale le problematiche ad esse inerenti si inseriscono, non sono oggetto di analisi nel corso del presente lavoro.

²⁰⁷ V. Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005 – Pres. Parnisari, *Est. Salerno*; Trib. Catania, 5 maggio 2006, n. 43, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 912, con nota di Facci, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*; F. Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, cit., p. 151.

causalità tra fatto doloso o colposo dell'agenzia e danno subito dall'investitore, di guisa che, pur trattandosi di responsabilità aquiliana, nella quale spetterebbe al danneggiato l'onere di provare l'esistenza di tutti gli elementi dell'illecito, il nesso di causalità potrebbe ritenersi *in re ipsa* e pertanto spetterebbe all'agenzia dimostrare l'eventuale intervento di fatti interruttivi dello stesso²⁰⁸. La società di rating, infatti, potrebbe dimostrare che il profilo dell'investitore che lamenta il danno causato da una valutazione poi rivelatasi scorretta fosse caratterizzato da una forte propensione al rischio; elemento che potrebbe evincersi dalla detenzione in portafoglio di numerosi titoli *speculative grade*, per cui anche nel caso in cui il rating fosse stato negativo (o fosse stato corretto in negativo) l'investitore in questione avrebbe comunque acquistato (o mantenuto) i titoli.

Un altro orientamento, sorto negli Stati Uniti e accolto anche nella dottrina italiana, ha tentato di risolvere il problema del nesso di causalità attraverso il ricorso ad argomentazioni diverse²⁰⁹.

In particolare, si fa riferimento alla c.d. *Fraude on the Market Theory*, secondo la quale l'investitore, nelle cause relative alla diffusione di informazioni false nel mercato secondario, non avrebbe l'onere di fornire la prova di aver fatto concreto affidamento sull'informazione stessa, poiché soccorrerebbe la presunzione per cui quest'ultima sia stata perfettamente riflessa nel prezzo del titolo al momento della negoziazione, nell'ambito di un mercato efficiente, quantomeno nella forma semi-forte²¹⁰.

Secondo i sostenitori della teoria citata, in un mercato di questo tipo i prezzi riflettono le informazioni disponibili, comprendendosi tra esse anche quelle false, e sulla

²⁰⁸ In questo senso v. Trib. Venezia, 5 novembre 2009 in *Corr. mer.*, 2010, p. 145 con nota di F. Bruno e A. Rozzi, pronunciatisi su un caso di responsabilità dell'intermediario finanziario. In dottrina così si esprime G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p.191.

²⁰⁹ D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in *Bus. Law.*, 38, 1982, p.1; *Basic Inc. v. Levinson*, 485 US 224 (1988); In re LTV Securities Litigation, 88 F. R. D. 134, 143 (ND Tex. 1980). Nella dottrina italiana, v. P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 283 ss.; S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto impr.*, 2001, p. 1287 ss.; Idem, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000; A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003; Idem, *Le società di rating*, in Balzarini-Carcano-Ventoruzzo (a cura di), *La società per azione oggi: tradizione attualità e prospettive***, Milano, 2007, p. 1023 ss.

²¹⁰ La teoria si basa sulla "*efficient capital market hypothesis*", secondo la quale il mercato finanziario è efficiente, almeno nella forma semi-forte. Secondo i sostenitori di tale teoria – il cui punto di partenza nella vasta letteratura disponibile al riguardo può essere considerato E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.*, 25, 1970, p. 383 – l'efficienza del mercato può essere distinta in tre forme. Una forma debole, nella quale i prezzi riflettono tutte le informazioni passate relative agli strumenti finanziari e al loro emittente; una forma semi-forte, in cui i prezzi riflettono le informazioni passate e tutte le informazioni pubblicamente disponibili sul mercato; e la forma forte, dove i prezzi riflettono anche le informazioni disponibili agli *insiders*.

base di questi gli operatori assumono le proprie decisioni di investimento o disinvestimento²¹¹. Essi, quindi, confidano nell'analisi e nell'elaborazione delle informazioni disponibili svolta dal mercato.

In altri termini, le informazioni, se inesatte, si inseriscono nell'intero processo attraverso cui il mercato genera un prezzo, causando il danno all'investitore²¹².

Come è stato sottolineato, questa argomentazione estende in modo considerevole la potenziale responsabilità derivante dalla diffusione di false informazioni sul mercato, consentendo il risarcimento del danno indistintamente a tutti coloro che hanno negoziato nel mercato nell'intervallo di tempo compreso tra la diffusione dell'informazione e il momento in cui essa si è rivelata falsa, e non solo a coloro che dimostrino di aver negoziato sulla base delle false informazioni²¹³.

Secondo alcuni, infatti, in virtù della funzione delle norme che proteggono le parti dalle false informazioni di impedire eccessive indagini private, il diritto al risarcimento del danno deve essere attribuito solamente a coloro che effettivamente abbiano confidato nella veridicità dell'informazione e non anche a chi avrebbe comunque investito, senza compiere alcuna valutazione. In questo senso, il tradizionale ricorso alla prova dell'affidamento, che la *Fraude on The Market Theory* sacrifica per facilitare l'utilizzo delle *class action*, impedirebbe di attribuire il diritto al risarcimento agli investitori che hanno operato passivamente nel mercato, ritrovandosi solo casualmente dalla stessa parte di coloro che hanno subito la perdita sul titolo. Inoltre, l'ipotesi contraria, costituirebbe una sanzione civile eccessiva, che determinerebbe troppa prudenza da parte del management nel rilascio di informazioni, ne ridurrebbe la diffusione e, inoltre, distorcerebbe gli incentivi per gli

²¹¹ Cfr. D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, cit., p. 1; in senso critico v. P.G. Mahoney, *Precaution Costs And The Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Va L. Rev.*, 78, 1992, p.623.

²¹² P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 284.

²¹³ A tal proposito, la *Fraude on The Market Theory* avrebbe consentito e facilitato il ricorso alle *class action*. Infatti, dal momento che nell'ambito di essa devono esistere elementi comuni di fatto o di diritto che prevalgono sugli elementi individuali, la prova dell'affidamento sulla bontà delle informazioni fornita da ciascun membro della classe renderebbe impossibili le anzidette *Securities class actions*. Con il ricorso alla teoria della *Fraude on the Market*, invece, il giudice si limita a presumere che l'informazione sia stata incorporata nel prezzo del titolo, in tal modo colpendo indistintamente tutti gli operatori del mercato. Su questo punto cfr. R.A. Epstein, *Class Actions. Aggregation, Amplification and Distorsion*, in *U Chi Legal F.*, 2003, p. 475; A. C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Action with Exchanges and Securities Fraud Enforces*, in *Va. L. Rev.*, 85, 1999, p. 925.

Una decisione emblematica è considerata *Basic Inc. V. Levinson*, cit., dopo la quale a un corrispondente aumento esponenziale delle sanzioni civili è corrisposto un intervento del legislatore americano, attraverso la modifica del *Private Securities Litigation Reform Act*, nel 1995.

*informed traders*²¹⁴.

D'altro canto, i sostenitori della teoria ritengono che l'estensione del danno collettivo, senz'altro non facilmente misurabile, debba essere accolta, e che gli investitori debbano riporre la loro fiducia sulla correttezza dei processi attraverso i quali il mercato attribuisce i prezzi agli strumenti finanziari, anche nei casi in cui essi non vi abbiano partecipato direttamente.

Il problema di questa teoria sarebbe rappresentato, secondo alcuni, dalla circostanza per cui essa funzionerebbe solamente all'interno di un mercato efficiente. In tutti gli altri casi, infatti, sarebbe difficile affermare che il prezzo trasmette tutte le informazioni disponibili²¹⁵.

A questa critica si risponde che, in realtà, anche un investitore che ponga in essere operazioni su prodotti derivati, allo scopo di speculare su disallineamenti tra prezzo attuale e futuro di un titolo, come avviene nelle ipotesi di *short selling*, fa affidamento sul meccanismo generale di formazione del consenso sul prezzo e sulla base di esso egli assume le proprie decisioni di investimento²¹⁶.

Ad ogni modo, come alcuni autori fanno notare, il problema da cui l'indagine prende le mosse è rappresentato dall'affidamento e cioè dall'accertamento che il giudice deve compiere *ex post* in ordine all'effettiva influenza che una certa informazione abbia avuto sulla decisione di acquistare o vendere a quel determinato prezzo. Soccorrerebbe un criterio probabilistico per cui la diminuzione del prezzo di un titolo, nel momento della scoperta dell'inesattezza dell'informazione, dimostrerebbe che quest'ultima avesse un valore per gli operatori del mercato e che, quindi, l'investitore concreto vi aveva fatto affidamento.

In tal senso la perfetta efficienza del mercato non rappresenterebbe *conditio sine qua non* per l'applicazione della presunzione affermata

²¹⁴ P. G. Mahoney, *Precaution Costs and The Law of Fraud in Impersonal Markets*, cit. In senso contrario, N.L. Georgakopoulos, *Frauds, Markets, and Fraud on the Markets Theory: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securities Fraud*, in *U. Miami L. Rev.*, 49, 1995, p. 671.

²¹⁵ Si pensi al caso di un mercato in cui avvengono operazioni di *short selling*, ovvero di vendite allo scoperto che creano movimenti al rialzo o al ribasso dei prezzi.

²¹⁶ Cfr. P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 287.

Spiega il fenomeno dello *short selling* e le conseguenze che avrebbero le misure di divieto dello stesso L. Copeland, *Short Sales Bans Shooting the Messenger?*, in *Briefing Papers - Cato Institute*, 119, 2010. V., inoltre, Z. Goshen – G. Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke L.J.*, 55, 2006, p. 711.

dalla *Fraud on The Markets Theory*.²¹⁷

2. IL PROBLEMA DEL NESSO EZIOLOGICO ALLA LUCE DEI CRITERI VALIDI NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

Le argomentazioni fin qui esaminate e che conducono all'affermazione dell'esistenza di un nesso causale tra la condotta dell'agenzia di rating e il danno subito dall'investitore se, da un lato, risultano convincenti, quantomeno da una prospettiva teorica, appaiono generiche se si considera che la responsabilità civile altro non è che un conflitto concreto tra sfere soggettive.

Allo scopo di poter affermare pienamente l'esistenza del nesso causale risulta necessario, dunque, spostarsi su un piano concreto e verificare se, alla luce dei criteri che si ritengono applicabili per l'accertamento di esso da parte dell'interprete, possa ritenersi che tra l'affidamento che l'investitore fa sul rating errato e il successivo danno prodottosi in capo a questi esista in concreto un rapporto di tipo causale.

Come è noto, nel nostro ordinamento non esiste una norma esplicitamente riferita al nesso di causalità. L'art. 2043 c.c., che configura l'illecito civile, lo indica quale elemento necessario della fattispecie ma senza specificare quale debba essere il criterio attraverso cui selezionare le condotte rilevanti che possano ritenersi causa di un evento. Ciò ha reso il tema in questione uno dei profili più discussi dell'intera tematica della responsabilità civile, ancora oggi dibattuto e privo di soluzioni certe e univoche²¹⁸.

In particolare, nella disciplina in esame, le problematiche relative al nesso di causalità sono da sempre state legate, da un lato, al c.d. rapporto di causalità materiale, ossia il rapporto che deve intercorrere, nella struttura del fatto illecito, tra condotta del danneggiante ed evento; dall'altro, alla c.d. causalità giuridica, ovvero il collegamento esistente tra fatto illecito e conseguenze pregiudizievoli che da esso discendano. Se il legislatore sembra avere disciplinato quest'ultimo, direttamente per quel che riguarda la

²¹⁷ Cfr. P. Giudici, , *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, cit., p. 284-285, secondo il quale, comunque, vi sarebbero delle situazioni limite nella quali la presunzione non potrebbe funzionare. Si tratta, ad avviso dell'Autore, di quelle ipotesi, individuate dalla disciplina di settore, in cui la negoziazione di determinati strumenti finanziari sia sospesa o annullata. Fino a quel momento, infatti, il giudice potrà presumere la regolarità del mercato sul titolo e, quindi, il corretto affidamento degli investitori sul meccanismo di formazione del prezzo e la sua capacità di riflettere le valutazioni degli operatori sulle informazioni relative all'emittente.

²¹⁸ M. Capecchi, *Il nesso di causalità. Da elemento della fattispecie "fatto illecito" a criterio di limitazione del risarcimento del danno*, Padova, 2005.

responsabilità contrattuale o indirettamente rispetto a quella aquiliana, non sembra che lo stesso sia da dirsi rispetto ai criteri da utilizzare per l'accertamento del nesso di causalità materiale.

Il tema in questione risulta essere uno dei più complessi dell'intera disciplina dell'illecito civile, nel quale la responsabilità sanitaria e il nesso di causalità negli illeciti omissivi hanno fatto da vero e proprio scenario all'alternarsi di soluzioni trasposte poi anche ad altri settori del diritto.

La giurisprudenza e la dottrina, al fine di colmare le lacune esistenti, hanno correntemente applicato la disciplina dettata dagli artt. 40 e 41 del codice penale, ovvero le norme sull'accertamento del nesso di causalità nel settore penale. Tuttavia, salvo vaghi riferimenti a un principio generale estendibile a ogni ramo del diritto²¹⁹ o alla non meglio precisata opinione per cui essendo la valutazione del nesso di causalità nel diritto penale di tipo naturalistico, per tale ragione essa sarebbe trasponibile ad ogni settore del diritto²²⁰, a tale presa di posizione non è mai corrisposta alcuna giustificazione esaustiva.

Nell'ambito della responsabilità civile sarebbe applicabile l'interpretazione delle norme contenute agli artt. 40 e 41 c.p., secondo cui l'accertamento del nesso di causalità andrebbe compiuto in due fasi: in un primo momento si dovrebbe procedere all'individuazione di tutti gli antecedenti di un evento, secondo il c.d. criterio della *conditio sine qua non*; successivamente, alla valutazione del concorso di cause.

Infatti, dal momento che, attraverso l'applicazione del criterio condizionalistico, di cui all'art. 40 c.p., il risultato sarebbe la proliferazione di cause per ciascun evento verificatosi, di guisa che la responsabilità ricadrebbe su tutti coloro cui sia imputabile una delle condizioni senza le quali detto evento non sarebbe venuto in essere, si impone un correttivo, ricavabile dall'interpretazione dell'art. 41 c.p., che consenta di limitare tali risultati. In questo senso, si introduce quella che viene definita come una "giuridicizzazione della causalità"²²¹, indicata anche come teoria del "concorso di cause", in base alla quale si dovrebbe procedere alla individuazione di una causa che abbia

²¹⁹ Cass., 04.12.1957; nella giurisprudenza più recente, v. Cass., 17.11.1997, n. 11386; Cass., 19.09.1996, n. 8348; Cass., 15.01.1996, n. 268; Cass., 27.05.1995, n. 5923; Cass., 14-10.1992, n. 11207; Cass. 24.'2.1987, n. 1937.

²²⁰ Carnelutti, *Perseverare diabolicum (a proposito del limite della responsabilità per danni)*, in *Foro it.*, 1952, IV, 97; Visintini (a cura di), *I fatti illeciti III. Causalità e danno*, Padova, 1999; Gorla, *Sulla cosiddetta causalità giuridica: "fatto dannoso e conseguenze"*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1951, p. 411; Busnelli, *La lesione del diritto di credito da parte del terzo*, Milano, 1964, p. 127; Alpa, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile*, Milano, 1999, p. 318..

²²¹ M. Capecchi, *Il nesso di causalità*, cit., p. 66 ss.

un'efficacia tale da essere capace, da sola, di cagionare l'evento, producendo in tal modo l'interruzione del nesso di causalità tra lo stesso e gli altri antecedenti²²².

La rigidità e le conseguenti difficoltà nell'applicazione del criterio condizionalistico, ma anche l'esigenza di fornire risposta alla crescente richiesta di giustizia da parte di soggetti danneggiati da attività sanitarie, portarono la giurisprudenza, a partire dagli anni '80, ad una inversione di rotta e all'accertamento del rapporto di causalità basato su criteri di tipo probabilistico²²³.

Questo orientamento, che abbandonava l'uso di criteri logici, caratterizzati da un'alta percentuale probabilistica (prossima alla certezza) richiesta per l'accertamento del nesso, per lasciare posto a parametri di tipo statistico, si ritenne avesse portato di fatto ad una *interpretatio abrogans* dell'art. 40 c.p.²²⁴

Così, già a partire dalla fine degli anni '90, ma in modo definitivo attraverso la pronuncia relativa al noto caso Franzese, la giurisprudenza di legittimità tornò a richiedere nuovamente requisiti più stringenti per l'accertamento del nesso di causalità²²⁵. La Suprema Corte, partendo dalla distinzione tra "probabilità logica" e "probabilità statistica", escluse che da un "coefficiente di probabilità espresso dalla legge statistica" potesse dedursi automaticamente l'esistenza del nesso eziologico, poiché spetta al giudice verificarne la validità nel caso concreto, in modo che possa escludersi l'interferenza di fattori alternativi e che risulti giustificato e processualmente certo che la condotta del danneggiante sia "*condizione necessaria dell'evento lesivo con alto o elevato grado di credibilità razionale*" o "*probabilità logica*"²²⁶.

Sul versante civilistico, se la dottrina non sembra avere preso una posizione decisa, ritenendosi per lo più che le soluzioni adottate nel settore penale valgano anche nell'ambito dell'illecito aquiliano²²⁷; la giurisprudenza, dopo una sostanziale adesione a questo orientamento, ha tracciato una distinzione tra i due versanti. La conferma del

²²² V. ex multis: Cass., 10.05.2000, n. 5962; Cass. 06.03.1997, n. 2009; Cass. 27.05.1995, n. 5923; Cass. 06.03.1992, n. 2688; Cass., 07.10.1987, n. 7467; Cass. 16.06.1984, n. 3609; Cass., 10.02.1981, n. 826.

²²³ Cfr. M. Donini, *Il garantismo della condicio sine qua non e il prezzo del suo abbandono. Contributo all'analisi dei rapporti tra causalità e imputazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2011, 494 ss., spec. 531 ss; L. Nocco, *Il nesso causale e la responsabilità sanitaria, un itinerario in perenne evoluzione*, in *Danno e resp.*, 10/2012, p. 950 ss; nella giurisprudenza v., ex multis, Cass. 12 maggio 1983, n. 4320, in *Riv. it. med. leg.*, 1984, 871.

²²⁴ M. Donini, *Il garantismo della condicio sine qua non e il prezzo del suo abbandono*, cit.

²²⁵ Cass. pen., sez. un., 11.09.2002, n. 30328, in *Danno e resp.*, 2003, 195, con commento di S. Cacace, *L'omissione del medico e il rispetto della presunzione d'innocenza nell'accertamento del nesso causale*.

²²⁶ Cass. Sez. Un., 11.09.2002, cit.

²²⁷ R. Scognamiglio, *Causalità (Rapporto di)*, *dir. civile*, in *Noviss. Dig. it.*, Torino, 1968, p. 650; A. De Cupis, *Danno (dir. vig.)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1962, p. 622 ss.

mutamento di prospettiva è giunta con una pronuncia a Sezioni Unite della Suprema Corte²²⁸.

Preso atto della insufficienza in sede civilistica della struttura del nesso causale utilizzata nell'ambito del diritto penale, i giudici di legittimità affermano che mentre ai fini dell'applicazione della sanzione penale si imputa al reo il fatto, ai fini della responsabilità civile ciò che si imputa è non il fatto, quanto piuttosto il danno.

Tuttavia, poiché un fatto, a cui collegare eziologicamente una conseguenza, deve necessariamente sorgere per aversi responsabilità, si sottolinea come il danno rilevi sotto due diversi profili, e cioè come evento lesivo e come conseguenze risarcibili; il primo retto da un rapporto di causalità materiale, il secondo un criterio di causalità giuridica.

Il danno oggetto dell'obbligazione risarcitoria è da considerarsi solamente il danno conseguenza del fatto lesivo.

L'idea affermata è che in tema di nesso di causalità, nell'ambito della responsabilità aquiliana, esiste il momento della costruzione del fatto idoneo a fondare la responsabilità, che presenta analogie con la causalità materiale di cui agli artt. 40 e 41 c.p., e la determinazione dell'intero danno cagionato, cui si ricollega la norma sancita dall'art. 1223 c.c., richiamato dall'art. 2056 c.c., per il quale il risarcimento deve comprendere le perdite che siano “*conseguenza immediata e diretta*” del fatto lesivo²²⁹. In altre parole, occorre distinguere tra il nesso che deve sussistere tra fatto/comportamento ed evento, affinché possa configurarsi una responsabilità “strutturale” e il nesso che, collegando l'evento al danno, consente di individuare le conseguenze dannose risarcibili, ovvero “*delimitare, a valle, i confini di una (già accertata) responsabilità risarcitoria*”²³⁰.

Nell'ambito della responsabilità civile, in applicazione dei principi di cui agli artt. 40 e 41 c.p., un evento deve considerarsi causato da un altro se il primo non si sarebbe verificato in assenza del secondo, in virtù della c.d. teoria della *conditio sine qua non*.

Allo scopo di temperare il rigore del principio dell'equivalenza delle cause, sancito dall'art. 41 c.p. e in base al quale se il verificarsi di un evento dannoso è riferibile a più azioni od omissioni, ad ognuna di esse deve riconoscersi efficienza causale, trova applicazione il principio della c.d. causalità efficiente, desumibile dal comma 2 della norma citata, secondo cui l'evento dannoso deve essere attribuito all'autore della condotta

²²⁸ Cass. Sez. Un., 11.01.2008, n. 576.

²²⁹ Per tale ragione, secondo la Corte, la norma è stata correttamente riferita al nesso causale e non alla determinazione del *quantum* del risarcimento.

²³⁰ Cfr. Cass. Civ. Sez. Un., 11.01.2008, cit., secondo cui, anche per la dottrina maggioritaria, tale distinzione sarebbe riflessa nei commi 1 e 2 dell'art. 1227 c.c.

sopravvenuta solo se essa sia in grado di rendere irrilevanti le altre cause preesistenti, ponendosi dunque al di fuori del normale sviluppo della serie causale in atto²³¹.

Ad ogni modo, perché si determini una causalità giuridicamente rilevante, non è sufficiente tale tipo di relazione causale, dovendosi dare rilievo, all'interno delle serie causali anzidette, a quelle che non appaiano inverosimili e che, secondo il principio della c.d. regolarità causale, non siano del tutto imprevedibili²³².

Pertanto, secondo tale teoria, un soggetto è responsabile solamente per le conseguenze della sua condotta sufficientemente prevedibili nel momento in cui ha agito; prevedibilità dell'evento che non deve misurarsi dal punto di vista dell'agente, ma secondo la prospettiva di regole statistiche e/o scientifiche, da cui discende un giudizio di non improbabilità dell'evento.

In altre parole, la valutazione di prevedibilità si rende necessaria al fine di circoscrivere la responsabilità del danneggiante ed essa non è che una valutazione statistica di probabilità circa il verificarsi di un evento²³³.

Viene sancito un temperamento secondo il quale la “*verifica probabilistica si arresta su soglie meno elevate di accertamento contro fattuale*”²³⁴, dando luogo ad un mutamento della regola probatoria, per cui se nel processo penale vale la regola della prova “oltre ogni ragionevole dubbio”, in quello civile vige la regola del “più probabile che non”²³⁵; peraltro, in linea con le recenti affermazioni della Corte di Giustizia europea la quale ha ribadito che il collegamento tra causa ed evento dannoso debba essere fondato su una “sufficiente probabilità”²³⁶.

Dunque, sulla base delle considerazioni fin qui riportate e, cioè, i criteri che secondo la giurisprudenza della Suprema Corte ritiene debbano utilizzarsi al fine di verificare in concreto la sussistenza di un nesso eziologico tra la condotta dell'agente e l'evento dannoso, non ci pare debba escludersi del tutto la possibilità di configurare

²³¹ Sono citate dalla stessa Corte: Cass. 19.12.2006, n. 27168; Cass. 8.9.2006, n. 19297; Cass. 10.3.2006, n. 5254; Cass. 15.1.1996, n. 268.

²³² V., ex multis, Cass. 1.3.2007, n. 4791; Cass. 6.7.2006, n. 15384; Cass. 27.9.2006, n. 21020; Cass. 3.12.2002, n. 17152; Cass. 10.5.2000 n. 5962.

²³³ V. M. Capecchi, *Il nesso di causalità*, cit., p. 31.

²³⁴ Cfr. Cass. 19 maggio 2006, n. 11755, in *Danno e resp.*, 2006, 1238 ss., con commento di L. Nocco, *Causalità: dalla probabilità logica (nuovamente) alla probabilità statistica: la Cassazione civile fa retromarcia* e Cass. 16 ottobre 2007, n. 21619, in *Danno e resp.*, 2008, 43, con commento di R. Pucella, *Causalità civile e probabilità: spunti per una riflessione*.

²³⁵ Cass. Sez. Un., 11.01.2008, n. 581, cit.

²³⁶ v. C. Giust. CE, sent. 13 luglio 2006, n. 295, cause riunite Vincenzo Manfredi vs. Lloyd Adriatico Assicurazioni SpA (C-295/04), Antonio Cannito vs Fondiaria Sai SpA (C-296/04), e Nicolo` Tricarico (C-297/04) e Pasqualina Murgolo (C-298/04) vs. Assitalia Spa.

l'esistenza di un collegamento causale tra l'emissione di un rating errato, o l'omissione di una modifica dello stesso quando le condizioni del titolo preso in considerazione siano peggiorate, e il danno patrimoniale subito dall'investitore che quel titolo abbia acquistato.

Invero, come si è già avuto modo di evidenziare nel corso di questo lavoro, l'affermazione per cui le valutazioni emesse dalle società di rating siano paragonabili alle opinioni espresse da un giornalista, per cui risulterebbero protette dal principio fondamentale di libertà d'espressione, non trova alcun fondamento nella realtà. Al contrario, la circostanza secondo cui le legislazioni di diversi Paesi le indichino come soggetti qualificati a rilasciare certificazioni utili a beneficiare del trattamento previsto dalla stessa regolamentazione e prevedano meccanismi di registrazione di tipo pubblico, conferma che le agenzie di rating posseggono uno status qualificato, alla stregua di un'entità pubblica, e che pertanto la loro attività generi un affidamento meritevole di tutela.

D'altronde, per le stesse ragioni appena considerate, uno strumento finanziario che ottenga un rating alto risulta più facilmente collocabile nel mercato²³⁷.

In questo senso è stato correttamente affermato che la dimostrazione della circostanza per cui anteriormente ai contratti di rating le emissioni obbligazionarie abbiano avuto un minor successo potrebbe costituire un significativo indice del vantaggio e, quindi, dell'univoca efficienza causale attribuibile all'attività prestata dall'agenzia di rating²³⁸. Tale indice si evidenzia, *a contrario*, dalla circostanza per cui una variazione al ribasso del rating di un titolo determini il crollo dello stesso, come conseguenza della decisione degli investitori di dismetterlo.

Pertanto, può ragionevolmente prevedersi che un rating scorretto o la mancata modifica al ribasso di esso, determinando l'investitore a non vendere il titolo oggetto di quella valutazione – sulla base dell'affidamento che egli ripone sull'operato di un soggetto qualificato quale è l'agenzia di rating del credito –, assurga a causa del danno patrimoniale prodottosi in capo a questi.

²³⁷ Sembra opportuno sottolineare, ad ulteriore conferma del fatto che un rating alto consenta una migliore vendita del titolo, che gli emittenti che non ottengano un rating elevato sogliono rivolgersi ad un'altra agenzia, dando luogo al fenomeno del c.d. *rating shopping*. Secondo alcuni il fenomeno del rating shopping potrebbe essere giustificato da altre motivazioni, come la volontà degli emittenti di dimostrare di non avere nulla da nascondere, che indurrebbe, peraltro, gli investitori ad avere più fiducia nel titolo e ad acquistarlo. Tale diversa argomentazione, tuttavia, non farebbe venir meno le conclusioni cui si è pervenuti; al contrario, le confermerebbe. Sul fenomeno anzidetto, fra gli altri, v. Ferri – Laticignola, *Le agenzie di rating*, cit., p. 121 ss.

²³⁸ Trib. Catanzaro, 02.03.2012, n. 685, in *Danno e resp.*, 2/2013, p. 183 ss.

Senonché, sebbene la questione relativa all'individuazione di un nesso di causalità nelle fattispecie qui considerate, per il suo essere comune a tutti gli ordinamenti coinvolti dal problema del riconoscimento di un modello di responsabilità delle agenzie di rating, sia stato affrontato per primo, ci pare che esso passi in secondo piano laddove si facciano alcune considerazioni.

Nonostante nei diversi ordinamenti giuridici – tanto continentali, quanto *common law* – si tenti di dare risposta ai problemi sul nesso causale mediante schemi precostituiti, validi indipendentemente dalle variabili del caso concreto, l'esito raggiunto risulti spesso difforme da una fattispecie all'altra²³⁹.

Le formule della causalità teorizzate e applicate, molto lontane dall'essere parametri universali e omogenei, si atteggiavano in modo diverso a seconda delle peculiarità delle vicende in concreto prese ad esame. In questa prospettiva, persino ingenua è stata definita da certa dottrina “*la pretesa di offrire soluzioni preconfezionate*” al di là delle “*circostanze del loro impiego*”²⁴⁰.

Al di là di una prospettiva che guardi ai diversi sistemi giuridici nazionali, vi è che anche all'interno di ciascun ordinamento sovrano il criterio di connessione eziologica tra danno e fatto imputabile al convenuto non è criterio neutro rispetto all'atteggiarsi delle diverse componenti del singolo caso concreto. Prova ne è il fatto che, a usare il vaglio sulla causalità come principale criterio di selezione degli accadimenti risarcibili, i risultati cui si giunge sono diversi a seconda delle circostanze che integrano la singola fattispecie.

Senza negare che l'accertamento del nesso di causalità sia un profilo senz'altro necessario al fine di potere affermare l'esistenza di un'obbligazione risarcitoria, bisogna al contempo ammettere che si tratti di un criterio “mobile”, che non consente di approdare a conclusioni univoche e che, pertanto, sia opportuno volgere l'attenzione verso quello che tra gli elementi indicati dall'art. 2043 c.c. meglio sia in grado di condurre nell'operazione di ricostruzione delle condotte illecite; si tratta in altre parole di spostare la prospettiva verso il danno e la sua qualificazione in termini di ingiustizia, vero fulcro del sistema della responsabilità civile²⁴¹.

²³⁹ M. Infantino, *La causalità nella responsabilità extracontrattuale. Studio di diritto comparato*, Borna-Napoli, 2012, p. 69-257.

²⁴⁰ Approfondisce queste considerazioni M. Infantino, *Il diritto comparato della causalità aquiliana*, cit., p. 585 ss. la quale fa notare come nell'esame del nesso di causalità influisca l'intreccio di fatti, persone e interessi (e molte altre circostanze) peculiari del singolo fatto concreto.

²⁴¹ Vale la pena sottolineare ancora una volta che spostare l'attenzione sul tema del danno ingiusto non significhi affermare che in questi termini si esaurisca il giudizio di responsabilità civile. Al contrario,

3. L'INGIUSTIZIA DEL DANNO COME UNITA' DI MISURA DELLA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING

Oltre al nesso di causalità, viene allora in rilievo un altro profilo problematico relativo al configurarsi di una responsabilità extracontrattuale nei casi oggetto di studio, ovvero quello che riguarda l'ingiustizia del danno, cui fa riferimento l'art. 2043 c.c. nella descrizione della fattispecie dell'illecito aquiliano; e ciò tanto più ove si ritenga opportuno volgere lo sguardo alla cornice domestica.

Se il profilo problematico relativo al nesso causale risulta essere comune a tutti gli ordinamenti, tanto anglosassoni quanto continentali, – e in ogni caso affrontato da tutti quelli che un problema di responsabilità delle agenzie di rating si sono posti – si è visto come, d'altra parte, quello del collegamento eziologico tra condotta imputabile e fatto di danno sia elemento “labile”, inadeguato a essere considerato, quantomeno in ipotesi come quelli che qui si prendono ad esame, criterio in grado di dare risposte certe in ordine alla configurabilità di una responsabilità di tipo extracontrattuale.

La questione relativa all'ingiustizia del danno risulta essere in realtà dirimente, posto che si tratti non solo di un problema che riguarda l'ordinamento domestico e, in particolare, il sistema di responsabilità civile previsto dall'ordinamento italiano, ma tendendo in considerazione altresì che si faccia riferimento a quell'elemento che dell'obbligazione aquiliana rappresenta, secondo la maggior parte della dottrina, l'unico “input” capace di farla sorgere²⁴².

E' noto, infatti, come nel dibattito teorico prevalga l'idea secondo cui l'elemento soggettivo della fattispecie, previsto dal legislatore congiuntamente nelle forme del dolo e della colpa allo scopo di coprire tutti i possibili fatti da cui possa dipendere il prodursi di un danno ingiusto, sia irrilevante rispetto all'*an respondeatur*²⁴³. Discorso che vale, in

affinché possa affermarsi l'esistenza di una obbligazione risarcitoria, è pur sempre necessario che gli altri presupposti della fattispecie legale vengano integrati.

Tuttavia, si ritiene che per i danni che in questa sede vengano in rilievo (danni che consistono nella diminuzione del patrimonio dei soggetti danneggiati), quello dell'ingiustizia del danno sia il maggiore ostacolo alla configurabilità di una responsabilità extracontrattuale. Per una disamina del tema in questione v. S. Rodotà, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964; ma v. anche C. Scognamiglio, *L'ingiustizia del danno (art. 2043 c.c.)*, in *Tr. dir. priv.* (diretto da Bessone), I, X, Torino, p. 1 ss.; V. Scalisi, *Danno e ingiustizia nella teoria della responsabilità civile*, in *riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, p. 785 ss.

²⁴² V. nota precedente.

²⁴³ Tale argomentazione, secondo P. Cendon, *Il dolo nella responsabilità extracontrattuale*, Torino, 1974, p. 3 ss., sarebbe confermata dal mancato rinvio dell'art. 2056 c.c. all'art. 1225 c.c., co. 2, che in ambito contrattuale estende il limite della risarcibilità dei danni prevedibili nell'ipotesi di condotta dolosa.

particolare secondo certa dottrina, soprattutto in riferimento al requisito della colpa e non anche a quello del dolo, in funzione del quale potrebbe sì dipendere il sorgere di certi illeciti; atteggiandosi dunque come elemento non solo necessario ma altresì sufficiente a integrare fattispecie di responsabilità²⁴⁴. A parte tali ipotesi, dunque, può ritenersi irrilevante la connotazione soggettiva della condotta al fine del configurarsi della responsabilità di cui si discorre²⁴⁵.

Il superamento dell'impostazione tradizionale²⁴⁶, ad opera della migliore dottrina²⁴⁷, nel corso degli anni '60 e '70, si è risolto nella violazione dell'"antico santuario della responsabilità civile fondata sulla colpa"²⁴⁸ e nella contestuale affermazione di un'opinione, per l'innanzi divenuta dominante, favorevole a far coincidere l'ingiustizia con il concetto di illecito²⁴⁹.

Fondamento della responsabilità civile viene ad essere così considerato il danno ingiusto, unico elemento costante in tutte le fattispecie di responsabilità, dinanzi al quale criteri di imputazione come la colpa arretrano a unità di misura della distanza tra la norma generale rappresentata dall'art. 2043 c.c. e quelle (altre) fattispecie considerate eccezionali²⁵⁰.

All'interno dello stesso dibattito si colloca il superamento dell'idea della correlatività tra condotta antiggiuridica e responsabilità civile. L'art. 2043 c.c., così come

²⁴⁴ P. Cendon, *Il dolo nella responsabilità extracontrattuale*, cit., p. 21 ss.

²⁴⁵ V. L. Mengoni, *La parte generale delle obbligazioni*, in *riv. crit. dir. priv.*, 1984, p. 515; C. Castronovo, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto: scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995, p. 157 ss.

²⁴⁶ Sulla concezione di una responsabilità civile fondata sull'elemento della colpevolezza v. G. Cian, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, Padova, 1966, p. 62, 273, 351; A. De Cupis, *Dei fatti illeciti*, Comm. Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1971, p. 4; F.D. Busnelli, *La parabola della responsabilità civile*, *Riv. crit.dir. priv.*, 1988, p. 675 ss., che più di recente, in senso contrario alla dottrina maggioritaria, rivaluta la colpa come parametro di valutazione del comportamento del danneggiante.

²⁴⁷ V., tra i numerosi autori, S. Rodotà, *Il problema della responsabilità civile*, cit., p. 77 ss; R. Scognamiglio, *Illecito (diritto vigente)*, *Novissimo dig. It.*, VIII, Torino, 1962, p. 165 ss; C. Castronovo, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, 1979, p. 159 ss; C.M. Bianca, *Diritto civile*, 5, *La responsabilità*, Milano, 1994, p. 540 ss;

²⁴⁸ Una ricostruzione di questo percorso, che ha visto il superamento del tradizionale orientamento e l'accoglimento pressoché unanime di un'impostazione che fa coincidere l'ingiustizia con il concetto di illecito è compiuta da F. Piraino, *"Ingiustizia del danno" e antiggiuridicità*, in *Eur. dir. priv.*, 2005, p. 703 ss.

²⁴⁹ Affermava emblematicamente S. Rodotà, *Il problema*, cit., p. 78: "A fondamento della responsabilità sta un fatto giuridico, il fatto dannoso: un elemento unitario, dunque. Molteplici, invece, si riveleranno i criteri per procedere all'imputazione di tale fatto ad un soggetto determinato".

²⁵⁰ Per una chiara ricostruzione del problema, v. C. Castronovo, *Problema a sistema*, cit., p. 158-161. V. ancora S. Rodotà, *Il problema*, cit., p. 148, il quale afferma che i criteri di collegamento come la colpa "per la loro stessa funzione sfuggono ad ogni classificazione d'ordine gerarchico che non sia unicamente fondata su considerazioni d'ordine quantitativo o statico (maggiore frequenza d'applicazione) o su di un esplicito giudizio di valore (maggiore rilevanza socio-economica delle ipotesi di danno in relazione alle quali il criterio è chiamato ad operare)".

dettato dal codice del 1942, non assegna alcuna rilevanza al requisito dell'antigiuridicità della condotta, dal momento che la qualifica di ingiustizia è da riferirsi al danno e non al comportamento dell'agente.

Lo stesso dato positivo esclude che l'antigiuridicità sia compresa tra gli elementi costitutivi dell'illecito civile e, al contempo, mette in primo piano la nozione di danno che in questo modo giustifica una definizione della responsabilità extracontrattuale in termini di “*reazione che il diritto appresta avverso il danno ingiusto imponendo a chi vi ha dato causa l'obbligo di risarcirlo*”²⁵¹.

Pertanto, nemmeno l'antigiuridicità della condotta deve ritenersi elemento in grado di integrare un'obbligazione extracontrattuale ed anzi, più in generale, nemmeno requisito costitutivo della fattispecie di cui all'art. 2043 c.c.²⁵²

Come è stato sottolineato, la lesione del diritto altrui non può che essere antigiuridica e l'antigiuridicità in realtà non definirebbe che la “*mancanza di autorizzazione dell'ordinamento all'offesa arrecata ad altri*”, coincidendo, quindi, in questo senso, con l'assenza di cause di giustificazione²⁵³.

In realtà, in una visione specularmente opposta, a ritenersi elemento costitutivo della fattispecie dovrebbe essere la non antigiuridicità, in quanto elemento impeditivo della responsabilità per la presenza di cause di giustificazione.

Quanto affermato conferma, da un lato, la non correttezza dell'argomento secondo cui all'ingiustizia del danno corrisponderebbe un pregiudizio arrecato *contra ius e non iure*, ovvero mediante una condotta antigiuridica²⁵⁴; dall'altro, *a fortiori*, che non l'antigiuridicità ma l'ingiustizia del danno sia elemento valido a integrare e a far sorgere ipotesi di responsabilità *ex delicto* e che sull'esistenza di questo bisogna indagare se si voglia verificare l'esistenza di un'obbligazione nascente da fatto illecito. Il perno della fattispecie risarcitoria rimane così attestato sul danno ed è con riferimento ad esso che va verificato il predicato dell'ingiustizia.

²⁵¹ Queste le affermazioni di F. Piraino, “*Ingiustizia del danno*”, cit., che riporta le parole di C. Scognamiglio, *Responsabilità, civile*, in *Novissimo dig. it.*, XV, Torino, 1968, p. 638.

²⁵² Tale elemento, previsto nella fattispecie dell'illecito extracontrattuale tedesco e stante a indicare la connotazione della condotta dell'agente ai fini della qualifica di illiceità della stessa, è stato oggetto del dibattito sulla responsabilità civile tedesco e, in particolare, introdotto da R. Jhering, *Das Schuldmoment im Roemischen Privatrecht*, in *Vermischte Schriften*, Leipzig, 1879, p. 159.

²⁵³ Cfr. C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006, p. 17 ss., il quale ritiene che dietro tale profilo si celi una difficoltà di distinguere la violazione della regola di condotta che costituirebbe l'antigiuridicità dal criterio di imputazione del dolo o della colpa.

²⁵⁴ Così si era espressa, per es., Cass., sez. un., 26.01.1971, n. 174, in *Foro it.*, 1971, I, p. 351; Cass., sez. un., 24.06.1972, n. 2135, in *Foro it.*, 1973, I, 1, p. 111; Cass., 23.04.1975, n. 1582, in *Giur. it.*, 1975, I, 1, p. 1788 ss.

In altre parole, e ad ulteriore riprova della tesi riportata, vi è che identificando l'ingiustizia con il difetto di una causa di giustificazione si finirebbe col trasporre tale qualificazione dal danno, quale elemento oggettivo della fattispecie aquiliana, alla condotta; inoltre, sulla base del presupposto per cui al danneggiato spetti l'onere di provare gli elementi costitutivi previsti dalla norma di cui all'art. 2043 c.c., si obbligherebbe quest'ultimo a provare che il danneggiante ha agito in assenza di cause di giustificazione. Quindi, lo si obbligherebbe non solo a fornire, in un modo che è stato ritenuto del tutto irrazionale, una prova negativa, ma anche un'attestazione che da sempre, nell'ambito di un giudizio di responsabilità, fa parte dell'onere spettante al convenuto²⁵⁵.

Si torna così alla questione iniziale per cui ciò che conta ai fini della venuta in essere della responsabilità civile è l'accertamento della posizione soggettiva lesa e cioè quanto l'ordinamento richiede per la qualificazione di ingiustizia del danno. Perciò, è a tale profilo che bisogna guardare all'interno delle ipotesi di somministrazione di una informazione non corretta al mercato da parte della agenzie di rating del credito.

Invero, in tali casi il danno subito dall'investitore consiste nella diminuzione patrimoniale conseguente alla scelta di investimento fatta da questi sulla base dell'affidamento riposto sull'informazione emessa dall'agenzia di rating, in ordine all'affidabilità di un determinato strumento finanziario o emittente e poi rivelatasi scorretta.

In questa prospettiva, il problema che si pone è se questo danno possa assurgere a "danno ingiusto" o meno; e la risposta, posto che esistono diversi orientamenti che si contrappongono con riguardo a questa qualificazione che viene data del danno extracontrattuale, risulta essere diversa a seconda dell'indirizzo a cui si ritenga aderire.

Secondo autorevole dottrina, il modello di responsabilità civile tracciato nella stesura del codice civile del 1942 risulta essere aderente al modello francese, rappresentandone un miglioramento, senza trascurare il BGB tedesco. La norma di esordio, infatti, si pone come una norma di portata generale, alla stregua di quanto avviene nel sistema francese, senza l'indicazione nominativa dei diritti soggettivi la cui lesione fa sorgere una responsabilità, come contrariamente si prevede nel § 823 de BGB; ma non è così lontana da quest'ultima come potrebbe apparire ad un primo sguardo.

La qualificazione del danno come "ingiusto" segna, da un lato, uno scostamento dal modello francese, nel quale l'elemento oggettivo della fattispecie di responsabilità è

²⁵⁵ In questo senso si esprime C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p 25.

costituito dal danno senza qualificazioni, dall'altro, in un certo senso, un avvicinamento al modello tedesco per l'aver dato rilevanza ad un danno non puramente patrimoniale, ma accompagnato dalla lesione di una situazione giuridica soggettiva concreta riconosciuta dall'ordinamento²⁵⁶.

Secondo questi autori, non sarebbe corretto ritenere che esistano solamente due diversi modi di disciplinare l'illecito civile, e cioè attraverso l'elencazione di singole fattispecie o la previsione di una fattispecie unitaria la quale rappresenterebbe una clausola generale²⁵⁷, come è evidente se si guarda alla norma che codifica la responsabilità civile nel nostro ordinamento.

Invero, nella descrizione dell'illecito extracontrattuale di cui all'art. 2043 c.c. il legislatore italiano ha introdotto l'aggettivo "ingiusto" intendendo aggiungere una qualificazione giuridica al danno in quanto perdita patrimoniale. In questo senso, dunque, impedendo che sia rimesso all'interprete il giudizio in ordine alla rilevanza dell'interesse leso, in funzione del contingente conflitto di interessi, come avverrebbe nel caso in cui ci si trovasse di fronte ad una clausola generale²⁵⁸.

In particolare, si è inteso creare una norma flessibile, che consenta la risarcibilità non solo dei danni conseguenti alla lesione di un diritto soggettivo riconosciuto dall'ordinamento, ma anche di quelli conseguenti alla lesioni che si considerino "ingiuste" perché collegate a situazioni giuridiche soggettive che l'ordinamento ha ritenuto rilevanti, comprendendole in una previsione normativa; in altri termini, quelle ipotesi in cui l'attribuzione di poteri al titolare dell'interesse protetto o di doveri ad altri soggetti in funzione di quell'interesse facciano desumere la tutela dell'interesse offeso²⁵⁹.

Visto dalla prospettiva del "danno", dunque, ai fini della configurabilità di una responsabilità aquiliana, non rileva una mera diminuzione o perdita patrimoniale, ma è necessario che essa sia il risultato di una lesione giuridicamente rilevante²⁶⁰.

Quello che viene definito come danno al patrimonio, espressione dell'interesse

²⁵⁶ In una più ampia analisi del tema, in questo senso si esprime C. Castronovo, *op. ult. cit.*, p. 3 ss., il quale fa notare come, invece, parte della dottrina ignora tale indiretta vicinanza al modello tedesco, affermandosi l'adesione al modello francese, in virtù della quale la norma italiana conterrebbe una clausola generale: v. Rodotà, *Il problema della responsabilità civile*, cit., p. 84-86.

²⁵⁷ H. K. Nipperdey, *Die Generalklausel im künftigen Recht der unerkaubten Handlungen*, in *Grundfragen der Reform des Schadensrechts*, München-Berlin, 1940, p. 36.

²⁵⁸ C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 11.

²⁵⁹ In questo senso, come sottolinea C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., la "giuridicizzazione" del danno operata dal legislatore italiano è più vantaggiosa rispetto alla previsione del BGB tedesco, che prima elenca nominatamente i diritti soggettivi la cui lesione può dar luogo a responsabilità e poi rende rilevante ogni interesse che risulti protetto da una norma di protezione.

²⁶⁰ C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 11.

puramente economico del singolo – nel senso di mancate occasioni di guadagno o perdite subite –, risulta in questo senso “*antitetico alla figura dei diritti o beni nominati*”²⁶¹.

L’art. 2043 c.c. acquista, così, carattere di norma “secondaria”, volta ad attribuire una tutela risarcitoria solamente alle situazioni soggettive già contemplate da norme di legge, onde evitare un sistema che si presti facilmente ad abusi, attraverso un eccessivo allargamento delle maglie della tutela aquiliana ovvero, come è stato sottolineato da autorevole dottrina, un sistema basato su una “*giustizia del caso concreto*”²⁶².

La preoccupazione è ritenuta condivisibile ma scongiurata da chi, all’interno del dibattito che a partire dagli anni ’70 ha acceso la dottrina italiana, sostiene un altro orientamento, che rappresenta, peraltro, dalla dottrina maggioritaria. Secondo questo indirizzo la norma contenuta all’art. 2043 c.c. detterebbe una clausola generale; questa renderebbe risarcibile un danno in tutti i casi in cui, come risultato di una valutazione comparativa degli interessi coinvolti, esso possa collegarsi ad un soggetto qualificabile come autore del danno, sulla base di criteri di imputazione diversi ma pur sempre controllabili razionalmente²⁶³.

Il danno risarcibile potrebbe qualificarsi come “ingiusto” quando esso consista nella lesione di un interesse socialmente apprezzabile, che abbia determinato un pregiudizio patrimoniale e che venga considerato dall’interprete, dopo un bilanciamento degli interessi in gioco, meritevole di tutela rispetto ad un altro interesse in conflitto. Tale giudizio, comunque, non andrebbe condotto sulla base di criteri equitativi, ma in base ad una gerarchia di interessi riferibili all’ordinamento²⁶⁴. Proprio in questo senso, infatti, si ritiene possa essere scongiurato il pericolo che la clausola generale venga utilizzata per giustificare decisioni di tipo equitativo.

In realtà, si sostiene, il vero pericolo risiederebbe in una “dilatazione incontrollata” della nozione di diritto soggettivo e di danno patrimoniale e, in questa prospettiva, la tesi che ritiene l’art. 2043 c.c. una norma secondaria non risolverebbe il problema²⁶⁵, posto che qualunque interesse soggettivo qualificato dall’ordinamento come meritevole di tutela – in

²⁶¹La definizione è tratta da A. di Majo, *Il problema del danno al patrimonio* (postfazione a Canaris, *Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione*), in *Riv. crit. dir. priv.*, 2/1984, p. 330.

²⁶²S. Mazzamuto, *Il rapporto tra gli artt. 2043 e 2059 c.c. e le ambiguità delle Sezioni unite a proposito della risarcibilità del danno non patrimoniale*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 363-365.

²⁶³Così si esprime M. Libertini, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni antitrust*, in *Danno e resp.*, 10/2004, p. 937 ss.; ma v. anche P. Trimarchi, *Illecito*, in *Enc. Dir.*, XX, Milano, 1970, p. 98 ss.

²⁶⁴Così risponde M. Libertini, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni antitrust*, cit., 936, a chi sostiene che tale ricostruzione si presterebbe facilmente all’abuso e cioè all’estensione eccessiva dell’ambito di applicazione dell’art. 2043 c.c. da parte di dottrina e interpreti.

²⁶⁵Ibidem, p. 103.

un sistema “a libertà generale” in cui ognuno di essi risulta astrattamente suscettibile di tutela giuridica – aprirebbe le porte all’applicazione della tutela risarcitoria aquiliana²⁶⁶.

A meno di non voler sostenere che l’art. 2043 c.c. sia norma meramente ricognitiva, per cui ad acquisire rilevanza sarebbero solamente ipotesi tassative individuabili per mezzo di altre norme che dispongono esplicitamente il risarcimento del danno per la lesione di certe situazioni giuridiche soggettive – argomento non sostenuto da alcuno, oltre che contrario alla storia della genesi della norma –, dovrebbe riconoscersi la possibilità che qualsiasi interesse possa trovare tutela extracontrattuale e allora dovrebbe necessariamente ragionarsi in termini di “bilanciamento degli interessi in gioco”²⁶⁷.

L’ingiustizia del danno, secondo alcuni dei sostenitori della tesi in esame, metterebbe in evidenza l’esistenza di un conflitto di interessi che andrebbe risolto operando un bilanciamento degli stessi, alla stregua della teorica dell’abuso del diritto, ovvero verificando se l’agente abbia esercitato correttamente un diritto che gli appartiene, posto che la condotta di questi ne integrerebbe in ogni caso l’esercizio²⁶⁸.

Qualsiasi attività contraria a correttezza, in quanto capace di provocare un danno ad altri, conterrebbe in essa l’elemento oggettivo e soggettivo necessari a configurare il fatto illecito²⁶⁹ e quest’ultimo, identificato come mala fede, intenzione dolosa o macchinazione fraudolenta tipiche di chi abusa del proprio diritto, varrebbe non solo a verificare la sussistenza dell’elemento soggettivo della responsabilità, ma anche a “*qualificare il fondamento dell’ingiustizia del danno*”²⁷⁰.

Una tale impostazione, oltre a non risultare convincente in quanto incapace di coprire quelle situazioni in cui l’azione dell’agente avrebbero una connotazione anti-giuridica tale da non integrare lo schema dell’esercizio di un diritto, di una libertà o di una prerogativa legittimamente riconosciute dall’ordinamento; determinerebbe, come si

²⁶⁶ Questa conclusione consente di richiamare M. Barcellona, *Strutture della responsabilità e “ingiustizia” del danno*, in *Europa e dir. Priv.*, 2000, p. 401 ss., che partendo dalla tesi del carattere secondario della norma di cui all’art. 2043 c.c. giunge a sostenere in termini di bilateralità la valutazione di ingiustizia del danno, costruendo la categoria di interessi a protezione giuridica modale, caratterizzati per essere riconosciuti esplicitamente dall’ordinamento e per il contestuale riconoscimento di interessi contrapposti, allo stesso modo meritevoli di tutela.

²⁶⁷ Con queste argomentazioni sostiene M. Libertini, *Ancora sui rimedi civili*, cit., p. 937, che il contrasto tra chi sostiene la teoria della clausola generale e chi, invece, afferma l’atipicità dell’illecito extracontrattuale, si ridurrebbe solamente a “*preferenze terminologiche*”.

²⁶⁸ F. Busnelli – E. Navarretta, *Abuso del diritto e responsabilità civile*, in *Diritto privato*, 1997, p. 212 ss., secondo cui la condotta dell’agente rappresenta sempre l’esercizio di un diritto e la responsabilità civile è sempre il risultato di un bilanciamento di interessi.

²⁶⁹ In questo senso Carraro, *Valore attuale della massima “Fraus omnia corrumpi”*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 1949, p. 794.

²⁷⁰ Maiorca, *Colpa civile (Teoria generale)*, in *Enc. Dir.*, VII, Milano, 1960, p. 599.

può facilmente intendere, la necessità di un intervento del giudice volto a dare concretezza alla clausola generale di “ingiustizia”, ovvero, come auspicato da un noto autore, di una giurisprudenza “*affrancata da eccessivi scrupoli dogmatici e sensibile all’esigenza di una giustizia del caso concreto*”²⁷¹.

Nella prospettiva di un danno ingiusto che abbia natura di clausola generale la valutazione di essa andrebbe fatta dall’interprete, il quale, nel momento dell’accertamento della lesione, attribuirebbe *hic et nunc* rilevanza giuridica all’interesse ritenuto meritevole di tutela.

4. IL DANNO DA INFORMAZIONE NON VERITIERA COME DANNO MERAMENTE PATRIMONIALE

All’interno del dibattito qui brevemente ricostruito emblematica risulta la figura del danno meramente patrimoniale, e cioè quella perdita puramente economica che, nonostante secondo parte della dottrina non debba considerarsi risarcibile per l’assenza della contestuale lesione di un diritto soggettivo protetto dall’ordinamento²⁷², è stata spesso collegata dalla giurisprudenza a diverse situazioni giuridiche tutelate al fine di garantire il ristoro di danni altrimenti privi di tutela risarcitoria²⁷³.

Proprio il danno puramente patrimoniale segna, come è stato affermato da autorevole dottrina, la differenza tra l’accettazione o il rifiuto del danno ingiusto come clausola generale e, per effetto, del potere del giudice di attribuire rilevanza ad una perdita patrimoniale non collegata ad una situazione soggettiva ritenuta meritevole di tutela da parte del legislatore. La giurisprudenza, che negli ultimi anni ha costantemente accolto e applicato la tesi per cui il danno ingiusto sarebbe clausola generale, nonostante lo abbia di volta in volta identificato con la lesione di diritti riconosciuti dall’ordinamento, ha in realtà in questi casi dato fondamento alla responsabilità risarcitoria attraverso diritti di creazione giurisprudenziale²⁷⁴.

Significativo in questa prospettiva risulta l’esame del noto caso De Chirico, nel quale il pittore, dopo avere autenticato un dipinto non suo, viene chiamato in giudizio da

²⁷¹ Così si esprime F. D. Busnelli, *Nuove frontiere della responsabilità civile*, in *Jus*, 1976, p. 4 ss. Nello stesso senso v. F. Galgano, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto impr.*, 1985, p. 1 ss.

²⁷² In questo senso v. C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 109 ss.

²⁷³ V., tra gli altri, Cass. 04.05.1982, n. 2765, in *Giur. it.*, 1983, I, 1, p. 786; Cass., 25.07.1986, n. 4755, in *Nuova giur. Civ. comm.*, 1987, I, p. 386 ss., con nota di M. Libertini.

²⁷⁴ C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., *passim*.

un terzo subacquirente per il risarcimento del danno consistente nell'aver pagato un falso come quadro d'autore.

Invero, qui, dovendosi escludere la configurabilità di una tutela di tipo contrattuale, data la natura di terzo dell'acquirente danneggiato, e ritenendosi al contempo meritevole di ristoro la perdita subita dal terzo, viene costruito “*ad hoc un diritto assoluto (...) versus atti colpevoli di terzi*”²⁷⁵.

In particolare, la giurisprudenza di legittimità identifica la situazione giuridica soggettiva lesa, in un primo momento, con un generico “*diritto all'integrità del patrimonio*”, dopo, con un più specifico “*diritto di determinarsi liberamente nello svolgimento dell'attività negoziale relativa al patrimonio*”, collegandolo anche alla libertà di iniziativa economica privata garantita dalla Costituzione all'art. 41²⁷⁶.

La pronuncia, così come le altre sentenze espressesi in questo senso, è stata criticata da coloro che sostengono non essere sancito, nel nostro ordinamento, alcun diritto all'integrità del patrimonio. Infatti, il danno patrimoniale è sempre stato pensato come un sistema di tutela di situazioni soggettive che nell'insieme formano la categoria “patrimonio”, ma mai in grado di esaurirsi in un'unica situazione soggettiva²⁷⁷. La risarcibilità di qualsiasi perdita patrimoniale, non accompagnata dalla lesione di una situazione giuridica soggettiva, determinerebbe una contraddizione con l'esigenza dell'ordinamento di qualificare il danno come ingiusto. In altri termini, se oggetto di tutela fosse il patrimonio, il senso di ogni altra situazione giuridica soggettiva verrebbe meno, così come la stessa qualificazione di ingiustizia che si assegna al danno.

Secondo autorevole dottrina, la mera diminuzione patrimoniale deve trovare tutela nell'ambito della responsabilità contrattuale, come dimostra la struttura del sistema di responsabilità civile, caratterizzato dalla bipartizione tra responsabilità contrattuale e responsabilità aquiliana, collegate rispettivamente al danno da inadempimento e quello che non sia conseguenza immediata e diretta di questo. Mentre quella extracontrattuale è una responsabilità che sorge tipicamente tra soggetti non uniti da alcun vincolo giuridicamente rilevante, quella contrattuale sorge tra individui legati tra loro da un qualche *vinculum iuris*, ovvero come risultato della “*violazione di un obbligo funzionale alla realizzazione di*

²⁷⁵ Tale constatazione è tratta da A. di Majo, *Il problema del danno al patrimonio*, cit., p.315-316.

²⁷⁶ Cass., 04.05.1982, n.2765, in *Giust. Civ.*, 1982, I, p. 1745 ss con nota di A. Di Majo.

²⁷⁷ C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., 111 ss.

un diritto”²⁷⁸.

Proprio nel noto caso ora richiamato, in cui il pittore De Chirico attribuisce autenticità a un quadro in realtà falso nell’ambito di una stipulazione contrattuale nella quale il subacquirente non è parte, in virtù di quest’ultima circostanza, si sarebbe (*rectius*: si è stati) indotti a ritenere che il pregiudizio subito debba ascrivere a responsabilità aquiliana.

Ammettere tale possibilità, significherebbe, però, paradossalmente estendere gli effetti di un contratto – per definizione avente efficacia solo tra gli stipulanti – a soggetti che di quel negozio non sono entrati a far parte²⁷⁹. In questa prospettiva, dunque, troverebbe conferma l’idea per cui qualsiasi pregiudizio che sia conseguenza di un inadempimento assuma rilevanza solo nell’ambito di un rapporto contrattuale e che, nel caso in cui ad essere coinvolto sia un terzo (nel caso di cooperazione o induzione all’inadempimento), trovino comunque applicazione le regole sulla responsabilità contrattuale²⁸⁰.

In altre parole, è da escludersi che tra soggetti legati da una relazione giuridicamente rilevante possa sorgere una responsabilità *ex delicto* in conseguenza di un danno puramente patrimoniale, dovendosi confermare l’idea che quest’ultimo possa trovare ristoro solamente laddove derivi dalla lesione di una situazione giuridica soggettiva.

D’altra parte, riconoscere la risarcibilità di qualsiasi tipo di pregiudizio significherebbe attribuire alla responsabilità civile il senso di un’unica grande clausola generale, consentendo al giudice di assegnare (o meno) la qualifica di ingiustizia a qualsiasi fatto oggetto di cognizione e, quindi, lasciando spazio ad una giurisprudenza equitativa che anche i sostenitori della teoria del danno ingiusto come clausola generale scongiurano²⁸¹.

In questo modo, seguendo l’impianto del nostro codice civile, non rileverebbe qualsiasi violazione di una regola di condotta, anche se da essa sia derivata la lesione di

²⁷⁸ Sottolinea questo punto, indicandolo in particolare come insormontabile ostacolo alla tutela extracontrattuale del patrimonio in sé considerato C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 113 ss.

²⁷⁹ In particolare, secondo C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 128, ammettere il danneggiato a far valere il danno patrimoniale in via extracontrattuale significherebbe ammetterlo all’esercizio di un’azione nascente dal contratto di vendita – nel caso di specie relativamente al profilo della mancanza di una qualità essenziale del bene venduto – la quale può essere ammessa solo *inter partes*.

²⁸⁰ Cfr. *Ibidem*.

²⁸¹ S. Rodotà, *Il problema della responsabilità civile*, cit., p. 138 ss; M. Libertini, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni antitrust*, cit., p. 936-937.

una posizione soggettiva protetta dall'ordinamento, ma solamente quelle violazioni in grado di produrre danno e, inoltre, non qualsiasi danno, ma soltanto quello che, potendosi qualificare come ingiusto, abbia determinato la violazione di una situazione giuridica soggettiva²⁸²; mettendosi così “*in chiaro, in astratto, perché si è fatti responsabili del danno e a quali condizioni*”, nell'ottica di “*una risposta in termini garantistici agli accadimenti dannosi*”²⁸³.

In definitiva, è necessario ribadire che se si accoglie l'orientamento secondo cui il “danno ingiusto” costituisce una clausola generale, sarebbe possibile affermare che una mera perdita economica consenta il configurarsi di una responsabilità di tipo extracontrattuale. Tuttavia, rendere risarcibile ogni pregiudizio patrimoniale significherebbe privare di significato la qualifica di ingiustizia che il legislatore nel 1942 ha dato al danno di cui all'art. 2043 c.c. Dunque, a meno di non voler ipotizzare l'esistenza di una situazione giuridica soggettiva lesa dalla condotta delle agenzie di rating attraverso l'emissione di un rating scorretto, dovrà ritenersi che, essendo quello subito dall'investitore un danno puramente patrimoniale, esso non trovi tutela nell'ambito della responsabilità *ex delicto*, quanto piuttosto nell'alveo di quella contrattuale.

Invero, affinché l'interesse dell'investitore possa ritenersi azionabile in giudizio sarebbe necessario “*un indice di rilevanza fornito dall'ordinamento*”, non essendo sufficiente, a tale scopo, riferirsi ad “*un obiettivo da perseguire*” che metta in luce un interesse al risarcimento, comunque incapace di integrare una posizione soggettiva giuridicamente rilevante²⁸⁴.

In assenza di un riferimento legislativo *ad hoc* o, comunque, di quell’*“indice di rilevanza fornito dall'ordinamento”* che autorevoli autori indicano come necessari al fine dare forma ad un'ingiustizia del danno a sua volta *input* in grado di far sorgere una responsabilità di tipo aquiliano; rimane un danno meramente patrimoniale che pare non possa che trovare tutela nell'ambito dei rimedi previsti per la responsabilità *ex*

²⁸² Ibidem, *passim*.

²⁸³ A. Di Majo, *Tutela risarcitoria: alla ricerca di una tipologia*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, p. 243 ss.

²⁸⁴ I corsivi sono di C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., 180 ss., seppur con riferimento alla dibattuta questione relativa alla possibilità di dedurre l'esistenza di un interesse giuridicamente rilevante del consumatore dalla disciplina antitrust. Per tale dibattito si rimanda a C. Castronovo, *Sezioni più unite che antitrust*, in *Europa e dir. priv.*, 2005, p. 2207 ss.; L. Nivarra, *La tutela civile: profili sostanziali*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di A. Frignani *et al.*, II, Bologna, 1993, p. 1456; C. Scognamiglio, *Prospettive europee della responsabilità civile e discipline del mercato*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, 349 ss. In senso contrario, M. Libertini, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni di norme antitrust*, cit., p. 936 ss.

*contractu*²⁸⁵.

Come si è avuto modo di affermare, nei casi che qui si prendono ad esame, non è possibile rilevare alcuna posizione giuridicamente rilevante in capo all'investitore affidatosi alla valutazione scorretta dell'agenzia di rating; non essendo sancito, nemmeno all'interno della disciplina europea dedicata a queste entità, alcun diritto ad un'informazione corretta.

Nell'ambito del dibattito sul danno da informazioni non veritiere è stata avanzata l'idea per cui la situazione giuridica soggettiva tutelata dall'ordinamento, che dovrebbe ritenersi lesa dalla condotta scorretta degli operatori di mercato, sarebbe da ricondurre alle norme in materia di trasparenza previste nel codice civile e nel testo unico della finanza. Tali norme, invero, imporrebbero doveri di chiarezza, veridicità e trasparenza ai quali corrisponderebbe un diritto in capo agli investitori a ricevere informazioni corrette, e ciò in virtù di un interesse alla tutela del pubblico risparmio²⁸⁶.

Senonché, non ci pare che tali affermazioni possano essere accolte, se non nella stessa forma in cui vengono proposte, ovvero al di là di un'adeguata giustificazione dogmatica. Sostenere che nell'ordinamento sia possibile individuare norme che impongono doveri di trasparenza e da esse ricavare un generico diritto degli investitori a ricevere informazioni veritiere risulta quantomeno affrettato.

Emblematica, in questo senso, ci sembra sia la questione relativa alla responsabilità della Commissione Nazionale per la Società e la Borsa nei confronti dei terzi non soggetti alla vigilanza dell'ente, sostenuta dalla giurisprudenza maggioritaria e, da ultimo, dalla Suprema Corte nel 2011, che la qualifica fonte di obbligazione risarcitoria ex art. 2043 c.c.²⁸⁷ e rispetto alla quale diversi autori si sono espressi con scetticismo²⁸⁸.

²⁸⁵ *Ibidem, passim.*

²⁸⁶ L'affermazione è tratta da S. Bruno, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, cit., p. 1287 ss., la quale, però, ci pare non argomenti esaurientemente tali asserzioni. L'autrice, invero, sostiene *tout court* l'esistenza di questo dovere di trasparenza, cui corrisponderebbe un diritto alla veridicità delle informazioni in capo agli investitori. In particolare, essendo i suddetti doveri rivolti a soggetti indefiniti e non determinati, si tratterebbe di "doveri in senso proprio", che valgono a integrare una responsabilità di tipo aquiliano; e ciò "*indipendentemente dal fatto che si voglia accogliere l'impostazione classica, meramente sanzionatoria, più rigida, quanto quella prevalente che la vede [l'art. 2043 c.c.] come "norma primaria", più aperta*".

²⁸⁷ V. Cass., III sez., 23.03.2011, n. 6681. Si tratta dei casi in cui viene affrontato il tema della responsabilità della Consob verso soggetti diversi da quelli direttamente vigilati.

²⁸⁸ Vedi, tra gli altri, Scotti, *Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza*, in *Giur. comm.*, 2002, II, 30. Anche la giurisprudenza in precedenza si era sempre espressa in senso contrario proprio per la difficoltà di individuare in capo ai risparmiatori una posizione soggettiva autonomamente tutelabile, capace di integrare il requisito dell'ingiustizia del danno richiesto dall'art. 2043 c.c. (v. Trib. Milano, 9.1.1986, in *Giur. comm.*, 1986, II, 427 ss). A parte qualche isolata pronuncia in senso contrario, però, un cambio di rotta nella direzione della

Invero, con la pronuncia richiamata la recente giurisprudenza sembra avere confermato l'orientamento che sostiene l'esistenza di un diritto soggettivo del risparmiatore, il quale si sostanzierebbe nella possibilità di orientarsi consapevolmente nelle proprie scelte di investimento, e che troverebbe fondamento negli artt. 41 e 47 della Costituzione, che tutelano rispettivamente l'iniziativa economica e il risparmio. Questa posizione giuridica soggettiva riconosciuta in capo al risparmiatore sarebbe sancita, inoltre, dalle norme contenute nel Testo unico finanziario, laddove si specifichi che la vigilanza sulle attività disciplinate è volta alla tutela dei risparmiatori (art. 5) e, in tema di offerta al pubblico di strumenti finanziari, laddove si richieda che il prospetto informativo richiesto contenga *“tutte le informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente [...] nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti”* (art. 94).²⁸⁹

Su questa base il giudice afferma che *“la posizione dei risparmiatori nei confronti dell'Autorità di vigilanza assume la consistenza di un diritto soggettivo (...)”*²⁹⁰.

Senonché, non può ignorarsi che le norme richiamate, soprattutto quelle di rango costituzionale, in quanto norme di ordine pubblico economico o comunque volte a tutelare l'andamento generale dei traffici e disciplinare l'operato delle istituzioni, non ci pare possano sancire *tout court* un generico diritto in capo ai soggetti.

Con riguardo alle norme del TUF sopra citate e che sono state indicate anch'esse come fonte di posizioni giuridiche soggettive protette dall'ordinamento, pertanto azionabili in giudizio, deve sottolinearsi come si tratti di disposizioni che hanno la finalità specifica quella di garantire il potenziamento del mercato dei capitali, e ciò attraverso il perseguimento di altri obiettivi strumentali tra le quali la tutela della trasparenza.

Inoltre, basti richiamare la migliore dottrina che, con riguardo a una presunta situazione giuridica soggettiva riferibile ai consumatori in virtù delle norme che disciplinano la tutela della concorrenza e del mercato, sottolinea come quelli che sono

tutela dei risparmiatori viene segnato dalla storica sentenza n. 500 del 1999, pronunciata a Sezioni Unite, la quale estende l'ambito di applicazione della responsabilità civile anche alla lesione di interessi legittimi e non più solamente dei diritti soggettivi (Cass., S.U., 22.7.1999, n. 500, in Foro it., 1999, I, 2487, con osservazioni di Palmieri e Pardolesi). Attraverso i principi contenuti in questa sentenza, infatti, la giurisprudenza giunge a riconoscere un obbligo risarcitorio derivante da fatto illecito in capo alla Commissione nei confronti dei terzi risparmiatori per insufficiente vigilanza (per una più approfondita disamina dell'iter storico qui brevemente riportato v. C. Fin, *La rivincita degli investitori: la Cassazione condanna la Consob al risarcimento del danno*, in *Resp. Civ.*, 1, 2012, p. 27 ss.

²⁸⁹ Per queste ricostruzioni cfr. Cass. Sez. Un., 29.07.2005, n. 15916; Cass., Sez. Un., 02.05.2003, n. 6719.

²⁹⁰ Cfr. Cass. Sez. Un., 29 luglio 2005, n. 15916.

indicati come “*obiettivi finali della legge*”, da perseguire come fine ultimo della stessa, non vanno confusi con la titolarità di diritti autonomamente azionabili in giudizio²⁹¹.

Lo stesso discorso ci pare possa farsi a proposito della responsabilità delle agenzie di rating del credito nei confronti degli investitori danneggiati dai loro giudizi di merito scorretti o non veritieri. Non è possibile rinvenire all’interno di tutta la normativa dedicata alle agenzie e da ultimo il regolamento n. 1060 del 2009 così come modificato dal n. 462 del 2013 alcun indice in grado di istituire un diritto degli investitori ad ottenere informazioni corrette. L’art. 1 del provvedimento legislativo anzidetto, che tra le finalità perseguite indica “*la protezione e dei consumatori e degli investitori*”, non può ritenersi fondante una posizione giuridica soggettiva autonoma in capo ai soggetti che sui rating facciano affidamento; e ciò vale anche per le disposizioni che sanciscono il diritto al risarcimento dei danni subiti a causa di violazioni delle norme ivi previste con dolo o colpa grave delle agenzie (art. 35 *bis*).

Rispetto alla prima delle disposizioni ora richiamate è opportuno rilevare ancora una volta come le finalità della disciplina sancita dal legislatore non possano essere scambiate per situazioni soggettive di cui gli investitori vengano fatti titolari²⁹².

Affermare il contrario significherebbe dirigersi verso la strada indicata da coloro che si sono fatti sostenitori di un illecito civile “aperto”, un sistema “a clausola generale” nel quale possa essere riconosciuta una tutela di tipo extracontrattuale a tutti gli interessi ritenuti rilevanti dall’interprete, anche quando non protetti come diritti soggettivi. Un sistema così configurato costituirebbe una “*valvola che tempera la rigidità dell’ordinamento*”, consentendo all’interprete “*elasticità di apprezzamento*”²⁹³.

Tuttavia, come si è avuto modo di sostenere in precedenza attraverso il richiamo e l’accoglimento della posizione espressa dalla migliore dottrina, tale orientamento, insieme

²⁹¹ Il riferimento è, ancora una volta, a C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., 180 ss., che critica qui la pronuncia delle Sezioni Unite n. 2207 del 2005, chiamata a dirimere un contrasto sorto in seno ad essa con riguardo all’ambito di applicazione della legge 287 del 1990 ed, in particolare, l’art. 33 della legge stessa. Nello stesso senso v. anche Id., *Sezioni più unite che antitrust*, in *Europa e dir. priv.*, 2005, p. 435. Non molto diversamente opina L. Nivarra, *La tutela civile: profili sostanziali*, cit., p. 1456 ss., citato dall’autore ult. cit. in *La nuova responsabilità civile*, cit.; il quale, seppur sollevando perplessità, ritiene “probabilmente eccessiva” l’esclusione dei consumatori dall’ambito di applicazione della legge citata. In un senso diverso v. anche C. Scognamiglio, *Prospettive europee della responsabilità civile e discipline del mercato*, cit., p. 349 ss.

²⁹² Obiettivi da perseguire ci pare debbano considerarsi quelli elencati dall’art. 1 reg. 1060/2009 il quale, infatti, non a caso, prima ancora di fare riferimento alla “*realizzazione di un grado elevato di protezione dei consumatori e degli investitori*”, auspica anche al miglioramento dell’*integrità, la trasparenza, la responsabilità, la correttezza gestionale e l’indipendenza delle attività di rating del credito*” oltre che al “*buon funzionamento del mercato interno*”.

²⁹³ Cfr. G. Alpa, *La responsabilità civile*, cit., p. 352 ss.

al rischio di dar vita ad una responsabilità civile informata da criteri equitativi, deve ritenersi inaccettabile.

L'art. 2043 c.c., con la qualifica di ingiustizia che attribuisce al danno affinché un diritto risarcitorio possa sorgere in capo al danneggiato, è norma generale; che rappresenta un sistema caratterizzato da una tipicità "evolutiva" delle situazioni giuridiche soggettive protette. In altre parole, solamente la lesione di interessi rilevanti secondo il diritto positivo potrebbero essere considerati ingiusti e ciò non varrebbe in nessun caso per le perdite puramente economiche, non essendo queste mai ancorate a una situazione soggettiva reputata meritevole di tutela dall'ordinamento²⁹⁴.

Riguardo la previsione contenuta all'art. 35 *bis*, regolamento 1060/2009, così come modificato di recente dal n. 462/2013, che prevede che l'investitore danneggiato possa agire in giudizio per richiedere il risarcimento del pregiudizio subito a causa della violazione, da parte dell'agenzia, delle norme ivi sancite, è necessario sottolineare come l'affermazione di un diritto di azione per l'inosservanza di prescrizioni provenienti da un provvedimento europeo non determini l'automatica statuizione di una concreta posizione giuridica soggettiva in capo ai soggetti, prevista e tutelata nel nostro ordinamento; non quantomeno a prescindere dal rispetto degli schemi dogmatici del sistema giuridico domestico.

Infatti, i rimedi e le forme di tutela concretamente applicabili, che in ogni ordinamento sovrano necessitano della presenza di determinati elementi per potersi configurare, sono da ritenersi prerogativa di ciascun ordinamento particolare. Il diritto di origine europea sancisce la tutela di certe situazioni soggettive ma, sulla base dei principi già enunciati precedentemente, non si spinge oltre, e lascia agli Stati membri la scelta dei rimedi di volta in volta applicabili²⁹⁵.

Pertanto, non si tratta di rifiutare l'esistenza di una tutela in capo agli investitori danneggiati dalle condotte scorrette delle agenzie di rating, o negare una protezione che pure è stata prevista dal diritto europeo, ma di trovare la migliore forma di tutela giuridica per questi soggetti; la quale, senza scorciatoie, passi attraverso il rispetto delle regole

²⁹⁴ V. C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 46 ss. il quale, come si è già visto, pur ammettendo che il parametro del danno ingiusto possa estendersi al di là della lesione dei soli diritti soggettivi, nega la teoria della clausola generale, che secondo l'a. comporterebbe l'assegnazione al giudice del potere di stabilire quali interessi ritenere meritevoli di tutela, come nel caso di una perdita patrimoniale pura e semplice.

²⁹⁵ Per un esame approfondito di questi principi v. P. Craig – G. De Burca, *Eu Law: Text, Cases, and Materials*, Oxford, 4^o ed. 305 ss.; ma v. anche C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, Milano, 2007, p. 758 ss.

sistematiche e dogmatiche valide in ciascun ordinamento nazionale.

Il danno da informazioni scorrette è danno meramente patrimoniale. Si tratta di “*un’alterazione di segno negativo del patrimonio di un soggetto*”, non ancorata ad alcuna situazione giuridica soggettiva tutelata dall’ordinamento e della quale, quindi, ci si pone il problema della possibilità di una reintegrazione del medesimo²⁹⁶.

Stando così le cose, è da contestare quell’orientamento per il quale tale tipo di danno possa trovare tutela nelle forme della responsabilità *ex lege aquilia*, giacché esso prende le mosse, come si è visto, dall’idea che il sistema di responsabilità civile sancito dal legislatore del 1942, all’art. 2043 c.c., sia un sistema a clausola generale, per mezzo del quale tutte le lesioni, ancorché non connesse a situazioni giuridiche meritevoli di tutela secondo le norme dell’ordinamento, come nel caso di danno all’integrità del patrimonio, possano trovare ristoro laddove sia l’interprete a ritenere di dovervi dare rilevanza, nei casi portati alla sua cognizione.

Al contrario, si è dimostrato come nel nostro ordinamento sia vigente una sistema di “tipicità evolutiva” dei fatti illeciti; il legislatore italiano, assegnando al danno suscettibile di risarcimento la qualifica di “ingiustizia”, ha dato vita ad un sistema che, sebbene consenta la tutela aquiliana di sole lesioni tipiche, ovvero situazioni rese *ex ante* – per mezzo una “norma primaria” – giuridicamente rilevanti, per le stesse ragioni rimane aperto alle istanze che nel tempo vengono in rilievo attraverso l’intervento del legislatore.

Ancora, un altro argomento che deve spingere ad escludere che la responsabilità dell’agenzia di rating del credito per i danni causati agli investitori sia da ascrivere al modello extracontrattuale, è rappresentato dal fatto che la responsabilità derivante da fatto illecito, è rimedio volto alla risoluzione in concreto di conflitti tra sfere soggettive, rappresentate da un lato, da un soggetto portatore di un diritto o situazione giuridicamente rilevante, dall’altro, dal c.d. *quisque de populo*, ovvero colui il quale, con dolo o colpa, pone in essere una condotta che infrange il principio del *neminem laedere*.

Ebbene, quella che è definita come “responsabilità del passante” non può ritenersi “luogo” adeguato per la disciplina di situazioni in cui ad entrare in conflitto sono parti che, per la particolare posizione rivestita dall’una e il conseguente affidamento generato nell’altra, risultano in qualche modo legate tra loro da un rapporto, seppur non (contrattuale) in senso stretto.

²⁹⁶ La definizione è tratta da C. Scognamiglio, *Tutela del patrimonio e responsabilità extracontrattuale*, Roma, 1994, p. 43 ss.

In altre parole, il particolare ruolo ricoperto dalle agenzie di rating, che per i motivi di cui si è detto in precedenza potrebbe definirsi para-istituzionale, benché incapace di far sorgere in capo ad esse un obbligo di adempimento, implica comunque doveri (di protezione) che danno luogo ad una relazione “qualificata”.

D'altra parte, non deve trascurarsi che nelle ipotesi che qui si prendono ad esame manca effettivamente un rapporto diretto tra i soggetti coinvolti. Infatti, risulta opportuno ribadire che oggetto del presente studio sono casi in cui l'agenzia di rating del credito emette giudizi sul merito di determinati strumenti o emittenti, in alcuni casi sulla base di un accordo negoziale stipulato con quest'ultimo (c.d. *solicited ratings* – o nei casi in cui non sia così c.d. *unsolicited ratings*), secondo quello che è stato definito un modello “issuer pays”. Le valutazioni vengono dunque emesse nel mercato finanziario e non sono dirette a soggetti determinati, ma in generale al pubblico degli investitori affinché questo possa venire a conoscenza del grado di rischio (di *default*) dello strumento o dell'emittente e, sulla base di esso, ponderare le proprie scelte di investimento.

Dunque, se l'assenza di un vincolo contrattuale tra i soggetti coinvolti e, al contempo, l'impossibilità di individuare un soggetto attivo determinato (né determinabile *a priori*) rendono impraticabile la strada di un rimedio risarcitorio di tipo contrattuale; non può nemmeno negarsi che a venire in rilievo vi sia una relazione che, seppure “atipica”, non può in ogni caso inquadrarsi all'interno di una responsabilità “del passante”.

Per tutelare situazioni come queste, per le quali apparentemente risulta impossibile l'inquadramento tanto nell'una quanto nell'altra forma di rimedio risarcitorio previsto nel nostro ordinamento, la migliore dottrina ha fatto riferimento a una c.d. area di turbolenza, a confine tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale, nella quale – per l'appunto – sembrano poter confluire quelle fattispecie caratterizzate da profili che le accostano tanto all'una quanto all'altra, ma senza al contempo rendere convincente alcuna delle due soluzioni prospettate²⁹⁷.

²⁹⁷ Principale sostenitore di questa teoria, nella nostra dottrina, è C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit. In senso contrario v. F. D. Busnelli, *Itinerari europei nella “terra di nessuno” tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., p. 539 ss.

PARTE II
LA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING VERSO GLI
INVESTITORI MODELLATA SUI CRITERI CONTRATTUALI

**1. LA RESPONSABILITA' A CONFINE TRA CONTRATTO E TORTO:
LA CULPA IN CONTRAHENDO ALL'ORIGINE DELL'OBBLIGAZIONE SENZA
PRESTAZIONE**

Dall'analisi condotta fin qui appare ormai chiaro che l'applicazione di un modello di responsabilità aquiliana per le fattispecie di danno prodotto dall'agenzia di rating in capo agli investitori non risulti convincente, specialmente per l'impossibilità di giustificare tale soluzione da un punto di vista dogmatico oltre che sistematico, stante la natura meramente patrimoniale dei pregiudizi che vengono in considerazione.

Se, da un lato, si è tentato di dimostrare che la questione relativa alla difficoltà di provare l'esistenza di un nesso di causalità risulti in realtà ormai ancorata a vecchi argomenti – come quello della natura meramente giornalistica dei rating – che possono ritenersi risolutamente superati per le motivazioni che si sono messe in luce; dall'altro, dopo avere verificato la concreta possibilità di dimostrare un collegamento eziologico tra condotta delle agenzie di rating e danno subito dall'investitore alla luce dei criteri elaborati nell'ordinamento nostrano, si è sottolineato come questa non sia questione dirimente né decisiva rispetto alla possibilità di configurare una responsabilità di tipo extracontrattuale in capo alle prime.

A tal proposito, si è reso evidente come il vero ostacolo alla configurabilità di questo tipo di responsabilità risieda nella difficoltà (*rectius*: impossibilità, se si adotta la teorica della “tipicità evolutiva” dell'illecito civile) di individuare una lesione che ricada su una posizione giuridica soggettiva rilevante per il diritto positivo domestico e che sia quindi in grado di integrare il “danno ingiusto” che l'ordinamento per il sorgere di una responsabilità ex art. 2043 c.c. richiede.

Il danno subito dall'investitore, consistente nel pregiudizio patrimoniale conseguente alla scelta di investimento (o disinvestimento) sulla base dell'affidamento riposto nelle valutazioni (scorrette) emesse da quelle entità che, si è visto, svolgono una delle funzioni di maggiore rilevanza all'interno dei mercati finanziari, non connettendosi a nessuna situazione giuridica soggettiva rilevante, bensì prospettandosi come mero

ammanco, pregiudizio economico, perdita di utilità; non può che qualificarsi come un danno puramente patrimoniale.

D'altra parte, mettere l'accento sull'assenza di un vincolo negoziale diretto tra i soggetti considerati, non può ritenersi sufficiente a ritenere che una risposta rimediale debba provenire dalla disciplina sancita all'art. 2043 c.c. Infatti, essendo questi danni (all'investitore) occasionati dall'esecuzione di un altro contratto (quello tra agenzia di rating ed emittente che richiede la valutazione del merito del proprio credito), il rimedio aquiliano non può che prospettarsi come insufficiente a tutelare terzi la cui posizione si presenta chiaramente differenziata rispetto a quella del c.d. *quisque de populo*²⁹⁸.

Queste ultime affermazioni e, quindi, l'emersione di situazioni "prossime" a rapporti contrattuali, nelle quali un soggetto assume una posizione diversa rispetto a quella del c.d. passante, conduce a ritenere di dover volgere lo sguardo verso quelle opzioni ermeneutiche, sostenute dalla prevalente dottrina, che indicano l'ambito della responsabilità contrattuale come il "luogo" da cui attingere risposte di tutela adeguate per questi casi.

In altre parole, sebbene l'assenza di un vincolo negoziale tra l'agenzia di rating del credito e l'investitore danneggiato riportino immediatamente l'attenzione e la ricerca di profili di tutela verso quell'area di responsabilità che trova fondamento nel principio del *neminem laedere*, ovvero quella che viene definita come la responsabilità "del passante"; dopo un'analisi delle fattispecie ci si avvede di come, allo stesso tempo, non possa parlarsi di ipotesi in cui entrino "*in relazione soggetti fino a quel momento estranei*" ma più correttamente di casi nei quali un "*obbligo di attenzione*" di un soggetto verso l'altro esiste già²⁹⁹.

In una situazione di questo tipo – come quella, per l'appunto, in cui un professionista specializzato diffonde notizie in un mercato specifico, generando affidamento in un'indistinta classe di destinatari – si creano rapporti particolari all'interno dei quali i soggetti vengono a trovarsi per la partecipazione al "traffico negoziale"; così, una maggiore esposizione al rischio di danni rende insufficiente la tecnica del dovere generico del *neminem laedere* e spinge a guardare verso forme di "*tutela in senso forte*,

²⁹⁸ Questa osservazione è fatta da A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, p. 1 ss.

²⁹⁹ Le espressioni riportate sono di C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 446. Per un esame più ampio relativo alla tutela contro i danni, v. A. di Majo, *La tutela civile dei diritti*, 3° ed., Milano, 2001, p. 165 ss.

modellata su regole e criteri contrattuali”³⁰⁰.

Del resto, essendo quantomeno evidente che non si possa guardare nemmeno ad una responsabilità da inadempimento in senso stretto, calibrata sulla tutela dell’interesse alla prestazione dovuta, che nei casi qui considerati manca, la naturale direzione ci pare debba essere quella dell’accoglimento di quell’opzione ermeneutica secondo cui esiste un’”area di turbolenza” che si colloca tra responsabilità aquiliana e responsabilità contrattuale e nella quale si riversano quelle fattispecie dannose caratterizzate da elementi che non le rendono idonee ad essere inquadrate, in modo convincente, tanto nell’ambito della responsabilità da inadempimento quanto nell’alveo di quella extracontrattuale³⁰¹.

In questo senso, il punto di partenza del dibattito volto a indagare sulla possibilità di “estrarre” alcune relazioni tra determinati soggetti da una troppo debole e generica responsabilità del c.d. *quisque de populo* e l’interrogativo sulla natura di questo tipo di responsabilità è da considerarsi la c.d. *culpa in contrahendo*; figura divenuta paradigmatica per la teorizzazione di questa “zona grigia” di responsabilità, ai confini tra contratto e torto³⁰².

L’origine storica di quella che è stata definita come “una delle più importanti figure dogmatiche della civilistica moderna” è da rinvenire nella metà del secolo scorso, quando nel pensiero giuridico germanico venne coniata per indicare la responsabilità precontrattuale³⁰³. Il problema fu affrontato a partire dalla constatazione di una lacuna delle fonti, nelle ipotesi di scorretto comportamento precontrattuale ovvero nel corso delle trattative precedenti alla stipulazione di un negozio giuridico, che non consentono l’applicazione di nessuno dei modelli di responsabilità previsti dall’ordinamento, né quello contrattuale né quello aquiliano.

Essendo assenti i requisiti necessari per la configurabilità di alcuno dei rimedi previsti – un contratto valido e la lesione dell’integrità personale o di cose, rispettivamente

³⁰⁰ Cfr. A. di Majo, *Il problema del danno al patrimonio*, cit., *passim*.

³⁰¹ Parlano e analizzano questo tipo di responsabilità C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., 443 ss.; anche se in senso diverso v. anche F. D. Busnelli, *Itinerari europei nella “terra di nessuno” tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto imp.*, 1991, p. 539 ss.

³⁰² Il riferimento è a L. Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, II, p. 361, che fa riferimento all’insegnamento di R. von Jhering, *Culpa in contraendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfection gelante Verträgen*, in *Jherings J.*, 1861, p. 1 ss., tenendo conto anche del successivo dibattito nella dottrina tedesca.

³⁰³ Il corsivo è di C. Castronovo, voce *Obblighi di protezione*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1990, XXI. Rispetto alla teorizzazione della dottrina tedesca il riferimento è a R. Jhering, *Culpa in contrahendo*, cit.

per la responsabilità da inadempimento e quella da fatto illecito³⁰⁴ – con la figura della *culpa in contrahendo* la dottrina tedesca “*getta un ponte tra il già danno e il non ancora contratto*” e sancisce una responsabilità che assume le caratteristiche funzionali della responsabilità contrattuale ma, al contempo, sulla base dei presupposti strutturali tipici del rimedio *ex lege Aquilia*.³⁰⁵

Dunque, trasportandoci direttamente nell’ordinamento domestico, dove a partire dall’insegnamento germanico il pensiero giuridico si è sviluppato e ha seguito itinerari suoi propri, l’indagine deve prendere le mosse dal problema della natura della responsabilità precontrattuale, e cioè la natura della responsabilità che si configura quando, dopo l’instaurazione di una trattativa precontrattuale, una parte subisce un danno a causa della condotta posta in essere dall’altra; in particolar modo, quelle ipotesi in cui la violazione di obblighi di informazione relativi ai vizi della cosa oggetto del contratto (*ex multis*, art. 1812 c.c., 1821 c.c. etc.) o di interruzione ingiustificata delle trattative (1337 c.c.) o, ancora, mancata comunicazione di una causa di invalidità del contratto, conosciuta o conoscibile con l’ordinaria diligenza (art. 1338 c.c.), possano dar luogo alla stipulazione di un contratto viziato o alla mancata conclusione dello stesso.

In particolare, se nel primo dei casi considerati il problema che si pone è quello di ricondurre nell’area del contratto un fatto che – sebbene funzionalmente connesso a esso – si è verificato in un momento precedente alla sua conclusione, per la seconda fattispecie la difficoltà è quella di affermare che da essa possa discendere una responsabilità di tipo extracontrattuale, che tipicamente sorge tra soggetti estranei e mai entrati in una relazione di alcun tipo fino al verificarsi della lesione.

Si tratta invero di ipotesi in cui vengono in considerazione rapporti particolari, dai quali o un contratto si dà, ma non è da esso che la lesione discende, o casi in cui un vincolo contrattuale manchi del tutto e, al contempo, la lesione venga arrecata ad interessi riconducibili alla mera integrità del patrimonio del soggetto danneggiato.

Queste fattispecie, che secondo il legislatore italiano danno origine a responsabilità

³⁰⁴ Nel discorso di Jhering il riferimento, rispetto al presupposto essenziale per la configurabilità della responsabilità *ex delicto*, è alle categorie del diritto romano, nelle quali è assente una responsabilità extracontrattuale per danno meramente patrimoniale.

³⁰⁵ Il corsivo e la riflessione sono ancora da attribuire a C. Castronovo, voce *Obblighi di protezione*, cit., p. 2, che della creazione della figura dogmatica della *culpa in contrahendo* fa una chiara ricostruzione e, invero, afferma: “*in buona sostanza si ascriveva all’area del contratto in senso ampio (inteso come vincolo la cui violazione genera una sanzione speciale distinta da quella extracontrattuale) una responsabilità che altrimenti avrebbe continuato a esprimere la disciplina dei comportamenti tra distanti e non dei rapporti tra parti*”.

precontrattuale, come si è anticipato, devono ritenersi presidiate da rimedi di origine contrattuale³⁰⁶.

La riflessione teorica a sostegno di questa tesi prende le sue mosse dall'assunto per cui quando l'art. 1337 c.c. obbliga le parti a svolgere la relazione precontrattuale secondo buona fede, la conseguenza non è che la nascita di un rapporto giuridico, di tipo obbligatorio, che alla luce di questo di essa deve essere spiegato. L'affidamento che il comportamento di una parte ha ingenerato nell'altra, e cioè la buona fede oggettiva, sarebbe in altre parole quel fatto che la legge (l'art. 1173 c.c.) indica come idoneo a far sorgere tale rapporto obbligatorio e i doveri che da esso derivano, non solamente di informazione e comunicazione, ma anche di conservazione e custodia di tutte le parti della trattativa che possano risultare lesi.³⁰⁷

La presenza di questi obblighi "ulteriori" dimostrerebbe così, in una visione speculare, che la responsabilità contrattuale non può identificarsi soltanto con l'inadempimento di un'obbligazione che si esaurisce con il dovere di prestazione, ma prova al contempo che all'interno di essa possano essere inquadrati ipotesi di danno causate dalla lesione di doveri specifici tra soggetti determinati.

Se ciò che differenzia e caratterizza la responsabilità contrattuale rispetto a quella di origine aquiliana è, dunque, la preesistenza di obblighi, a rilevare non è allora il contenuto di questi ultimi quanto, piuttosto, l'obbligo in sé, ovvero l'imposizione di un comportamento che se violato non può che dar origine ad una responsabilità *ex contractu*; e non di certo far sorgere quella – extracontrattuale – che non trae origine dalla violazione di un preesistente obbligo³⁰⁸.

Come afferma autorevole dottrina, il condizionamento dello svolgimento di un rapporto sociale all'imperativo della buona fede è indice sicuro che esso si trasformi, sul piano giuridico, in un rapporto obbligatorio. In tal senso ciò che è opportuno sottolineare, ancora una volta, è che a configurarsi quale fonte della relazione di cui si discute non è la buona fede, quanto piuttosto la legge stessa, ai sensi dell'art. 1173 c.c.; risultando la prima essere il presupposto di fatto sul quale la legge consente il sorgere di effetti giuridici³⁰⁹.

La norma richiamata, indicando tra le fonti delle obbligazioni "*ogni altro atto o fatto idoneo a produrle in conformità dell'ordinamento giuridico*" comprende in sé anche

³⁰⁶ L. Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., p. 367.

³⁰⁷ *Ibidem*.

³⁰⁸ Cfr. *Ibidem*, citando H. Doelle, *Aussergesetzliche Schuldpflichten*, in *Zeitschr. f. d. gesam. Staatswissen*, 1943, (103), p. 85.

³⁰⁹ V. L. Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., p. 364.

obbligazioni che consistono in obblighi diversi da quello di prestazione. Presentandosi l'obbligazione, in generale, come un vincolo che rende giuridicamente rilevante la relazione soggetti estranei, tra i quali solo a posteriori nasce un rapporto obbligatorio – come nel caso dell'obbligazione nascente da fatto illecito –, ben può dirsi che a rendere giuridicamente rilevante tale relazione siano obblighi diversi, che impongono un certo comportamento la cui violazione dà origine a responsabilità³¹⁰.

Dunque, sulla base di quanto fin qui riportato si conclude nel senso che la figura della c.d. *culpa in contrahendo* sintetizzerebbe una serie di obblighi generati da buona fede (*rectius*: dall'affidamento che una parte ripone nell'altra), ovvero rapporti obbligatori *ex lege*, privi di un obbligo di prestazione, dalla cui violazione deve ritenersi discendere una responsabilità da considerarsi di natura contrattuale.³¹¹

La conseguente questione, affrontata nell'ambito del dibattito di cui si è dato fin qui brevemente conto, è se a partire dall'art. 1337 c.c. possa dedursi l'esistenza di un modello normativo in grado di spiegare vicende diverse da quella precontrattuale, tuttavia caratterizzate dalle medesime caratteristiche formali e, pertanto, suscettibili di essere ricondotte agli stessi esiti in ordine al rimedio applicabile.

Nonostante non sempre e ovunque si sia giunti a dare le medesime risposte a questo interrogativo³¹², nel nostro ordinamento la responsabilità precontrattuale è stata sì considerata come specie di un più ampio genere di “responsabilità da violazione dell'affidamento”, ovvero una responsabilità conseguente alla violazione di obblighi *altri*, diversi da quello tipico di prestazione vigente tra soggetti – debitore e creditore – vincolati da un rapporto obbligatorio in senso stretto³¹³.

³¹⁰ V. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 466 ss. nt. 55; il quale fa notare come l'apertura all'atipicità delle fonti dell'obbligazione sia già stata affermata da M. Giorgianni, *Appunti sulle fonti dell'obbligazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, p. 70 ss., ora in *Scritti minori*, Napoli, 1988, p. 587 ss. In senso critico rispetto a tale ricostruzione si è espresso M. Maggiolo, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003, p. 133; il quale sostiene che un'obbligazione senza prestazione non potrebbe giustificarsi per l'assenza di determinatezza dei soggetti coinvolti, oltre che per l'assenza dell'obbligo di prestazione. A tali critiche replica Castronovo, op. ult. cit., affermando, da un lato, che indeterminatezza dei soggetti in realtà non vi è, poiché è in funzione dell'affidamento che questi vengono individuati; dall'altro, che è lo stesso art. 1337 c.c. a confermare che un'obbligazione senza prestazione possa configurarsi, quando ancora un obbligo di prestazione non sia ancora sorto.

³¹¹ C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 463.

³¹² Ci si riferisce in particolare alla dottrina tedesca dove, per un verso, allo scopo di utilizzare il modello di responsabilità previsto per le ipotesi di *culpa in contrahendo*, molte situazioni pur prive delle caratteristiche che potevano definirle come precontrattuali, sono state comunque considerate tali; per altro verso, proprio per il timore di un eccessivo allargamento delle maglie di questo spazio di responsabilità, si è ritenuto di dovere applicare la responsabilità aquiliana, cadendo così nell'eccesso opposto. A questo proposito v. C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 470 ss., nt. 61 e 64.

³¹³ V. L. Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, cit., *passim*.

Così, per mezzo di un modello normativo cristallizzato a partire dalla *culpa in contrahendo* si è reso possibile disciplinare con le regole della responsabilità contrattuale lesioni derivanti da rapporti generati dall'affidamento e privi di un obbligo di prestazione, al contempo evitando di snaturare le funzioni e le caratteristiche della responsabilità derivante da fatto illecito³¹⁴.

Non si tratta, infatti, di ritenere in ogni caso precontrattuale la responsabilità che derivi da qualsiasi situazione nella quale due soggetti vengono in contatto anche a prescindere dall'intento di concludere un contratto e, quindi, di identificare la *culpa in contrahendo* con tutte le ipotesi in cui vi sia una violazione dell'affidamento; ma di ricondurre alla disciplina sulla responsabilità contrattuale la violazione di situazioni soggettive “*funzionalmente collegate all'attuazione del rapporto obbligatorio*” tutelate mediante obblighi di protezione³¹⁵.

2. GLI OBBLIGHI DI PROTEZIONE E IL RAPPORTO OBBLIGATORIO A STRUTTURA COMPLESSA

Attraverso la ricostruzione condotta finora, si è visto dunque come elemento cruciale per l'inquadramento di una responsabilità che allarga le proprie maglie fino a ricomprendere la risarcibilità di lesioni che non possano trovare tutela né attraverso il ricorso al rimedio aquiliano né per mezzo di una responsabilità da inadempimento, non sia altro che la configurazione di speciali “doveri di protezione” (*Schutzpflichten*), a tutela degli interessi dei soggetti che in qualche modo entrano in contatto tra loro, seppur senza dar vita ad un rapporto di tipo obbligatorio in senso stretto³¹⁶.

³¹⁴ Cfr. C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 471, che a partire dall'insegnamento Mengoniano, così argomenta la teorizzazione di una responsabilità da violazione dell'affidamento.

³¹⁵ *Ibidem*, p. 473 ss., dove il riferimento è alla dottrina tedesca, nel suo tentativo di sfuggire alla strettoia della tipicità degli illeciti ivi operante, e alla tendenza a identificare la *culpa in contrahendo* con l'obbligazione senza prestazione nonostante il potenziale fornito dalla recente riforma del diritto delle obbligazioni del 2002, in base alla quale ad una responsabilità da affidamento ben potrebbero ricondursi quelle fattispecie da cui nasca un rapporto obbligatorio anche non necessariamente destinato alla conclusione di un contratto.

³¹⁶ L'esistenza di quelli che sono definiti come obblighi di protezione è stata teorizzata in Germania agli inizi del secolo XX (H. Stoll, *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung*, *Arch. civ. priv.*, 1932) soprattutto per dare soluzione a problemi pratici posti dal sistema di responsabilità vigente in quell'ordinamento e, in particolare, per attrarre nell'ambito della responsabilità contrattuale fattispecie che non avrebbero agevolmente trovato tutela nell'ambito di quella extracontrattuale a causa di tipicità che lo caratterizza; essi hanno acquisito ulteriore rilevanza con la riforma del diritto delle obbligazioni del 2002. Nel nostro ordinamento, invece, sono stati accolti dalla dottrina maggioritaria e, prima, in particolare, da L. Mengoni, *Obbligazioni “di risultato” e obbligazioni “di mezzi”*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, p. 368 ss.; Benatti, *Osservazioni in tema di “doveri di protezione”*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, p. 1342 ss.; Betti, *Teoria*

A partire dall'analisi della figura della *culpa in contrahendo* e la sua successiva astrazione si è giunti infatti a sostenere l'esistenza di obbligazioni, sceve dell'elemento tipico della prestazione dovuta, che trovano la loro fonte nella legge (in particolare nell'art. 1173 c.c.) e tutelate secondo le regole e i criteri della responsabilità contrattuale. Infatti, come messo in evidenza da autorevole dottrina, *culpa in contrahendo* e *Schutzpflichten*, in quanto fondate sullo stesso presupposto e ascritte allo stesso ambito di responsabilità, sono indicative di lesioni identiche sul piano formale e differenti solo da un punto di vista temporale³¹⁷.

Così, alla luce di quanto affermato fin qui è possibile notare come la riflessione teorica abbia da diverso tempo evidenziato l'esistenza di obblighi ulteriori che, pur facendo spesso da cornice ed essendo connessi funzionalmente all'obbligo di prestazione, possono essere configurati come autonomi e, conseguentemente, dare vita ad un rapporto “*di contenuto ridotto*” che si colloca tra un vincolo negoziale in senso stretto e l'assenza di un rapporto previo, tutelato dalle regole sulla responsabilità da fatto illecito.

Tali obblighi, noti come obblighi di protezione, si considerano autonomi dal dovere di adempimento della prestazione, sia dal punto di vista strutturale che rispetto alla fonte che li prevede, dal momento che traggono origine dalla legge, anche quando fonte del primo sia il contratto. Di essi è possibile ipotizzarne l'esistenza in diverse ipotesi e cioè, come si è visto, sia quando per la mancata conclusione o la nullità di un contratto non è mai sorto un obbligo di adempimento, sia nel caso in cui un danno si cagioni all'esaurirsi dell'obbligazione; così come in modo del tutto indipendente dall'esistenza (potenziale o attuale) di quest'ultimo; in ogni caso per tutelare interessi che vengono in evidenza nell'ambito di situazioni di particolare contatto sociale, meritevoli una “*tutela in senso forte, modellata su regole e criteri contrattuali*”³¹⁸.

In altre parole, come è stato affermato in dottrina, la teorizzazione degli *Schutzpflichten* rappresentano a livello dogmatico una *categoria-cuscinetto* tra la responsabilità contrattuale e quella aquiliana che consente così di compensare la tutela di evenienze che rischiano di non trovare un'adeguata tutela tanto nell'uno così come

generale delle obbligazioni, I, Milano, 1953, p. 98 ss; sono stati poi evidenziati anche dalla Corte costituzionale (sentenza 28.02.1992, n. 74, di cui redattore fu Mengoni). In senso contrario si è invece espresso U. Natoli, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, Milano, 1974, p. 4 ss.

³¹⁷ Cfr. per queste affermazioni e, in generale, un'eshaustiva ricostruzione della teorica degli obblighi di protezione, C. Castronovo, voce *Obblighi di protezione*, cit., p. 2.

³¹⁸ Cfr. A. di Majo, *Il problema del danno al patrimonio*, cit., p. 322-323.

nell'altro ambito rimediabile³¹⁹.

L'affermazione per cui si possano individuare obblighi (di protezione) che vanno al di là del semplice dovere di adempimento della prestazione dovuta trova il suo fondamento nella clausola di buona fede quale principio fondante dell'intero sistema delle obbligazioni e dei contratti³²⁰.

A partire dall'assunto in base al quale, affinché il principio di buona fede non sia privato di un'effettiva funzione, bisogna ritenere che la violazione di esso determini delle conseguenze – spesso di tipo risarcitorio – in capo a chi ne è stato autore, è possibile affermare per effetto che ciò dipenda dalla preesistenza di un obbligo o un divieto che sono stati violati. Alla base della violazione di una regola di condotta già prevista vi è sempre, infatti, la concretizzazione di un dovere di correttezza e tale è proprio il caso di una norma che prescrive un comportamento, ovvero il caso degli obblighi di protezione³²¹.

Il principio di buona fede sarebbe clausola generale che si manifesta in specifici doveri di comportamento in virtù delle singole circostanze di fatto presenti non solo al momento del venire in essere del rapporto obbligatorio, ma anche di quelle sopravvenute e indipendenti dalla volontà delle parti. Il regolamento contrattuale e la delimitazione degli obblighi da esso derivanti vanno costruendosi così *a posteriori*, attraverso criteri di diligenza e correttezza, a seconda degli interessi che i soggetti coinvolti intendano soddisfare³²².

I doveri di protezione, fondati sulla buona fede, si configurano come integrativi del

³¹⁹ *Ibidem*, il quale fa notare come nella dottrina tedesca questo tipo di responsabilità venne indicata come un *tertium genus* tra responsabilità derivante da illecito e responsabilità contrattuale (Canaris, *Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione*, cit.) e in questo senso criticata dalla gran parte della dottrina italiana che l'ha definita una "quinta ruota del carro" (U. Natoli, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, Milano, 1974, p. 13).

³²⁰ Cfr. D'Angelo, *La buona fede*, in Tratt. Bessone, Torino, 2004, p. 241; ma anche F. Venosta, *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 6/2011, p. 839-844, che ripercorre il dibattito sul fondamento del principio di buona fede dando conto delle diverse opzioni ermeneutiche avanzate in dottrina e concludendo nel senso affermato dalla maggior parte degli autori, ovvero di una clausola di buona fede auto fondata, essa stessa principio fondante del sistema, laddove i riferimenti all'art. 2 Cost. vadano considerati come meri "parametri interpretativi" di "valore retorico-persuasivo".

³²¹ Cfr. F. Venosta, *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, cit., p. 845, il quale ad avvalorare queste affermazioni richiama D'Angelo, *La buona fede*, cit., p. 37, per il quale: "secondo una corrente convenzione di linguaggio e di modello di ragionamento ogni concreto giudizio di illiceità di una condotta, e così di inadempimento contrattuale, implica la presupposizione di una regola di cui quel giudizio assume la violazione nel caso concreto... Se la regola di condotta presupposta dal giudizio di conformità o meno a buona fede di un dato comportamento si concreta e consegue effettività giuridica nel momento in cui il giudice formula quel giudizio, ciò non esclude, ovviamente, che essa possa presupporre come preesistente".

³²² Questa ricostruzione è fornita da F. Venosta, *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, cit., p. 847-848, il quale si rifà a Breccia, *Diligenza e buona fede nell'attuazione del rapporto obbligatorio*, Milano, 1968, p. 88 ss. Si tratta in altre parole di distinguere il piano del regolamento e della condotta esecutiva all'interno del rapporto obbligatorio, come sottolinea D'Angelo, *La buona fede*, cit., p. 39.

rapporto obbligatorio oltre che, in questo senso, funzionalmente autonomi rispetto all'obbligo di prestazione³²³. L'obbligazione si presenta così come una struttura complessa, dove accanto al dovere di adempimento della prestazione si collocano una serie di obblighi accessori in grado, da soli, di dare rilevanza a interessi altri rispetto a quelli propri delle parti, ovvero interessi riferibili a soggetti terzi, pregiudicati per la loro vicinanza alla sfera dei soggetti coinvolti.

Viene così in rilievo una ricostruzione moderna del rapporto obbligatorio, in base alla quale esso non si identifica con un rapporto a struttura lineare, dove gli elementi che lo esauriscono sono il soggetto attivo, quello passivo e l'obbligo di adempimento della prestazione principale, ma con una relazione giuridica "a struttura complessa" nella quale oltre al dovere principale si aggiungono una serie di obblighi accessori, gravanti su entrambe le parti del rapporto, con lo scopo di conservare integra la loro sfera giuridica e tutelandola dalle potenziali lesioni derivanti dal contatto sociale che il rapporto realizza³²⁴.

Come si è già in parte anticipato, fondamento di questi obblighi deve considerarsi l'art. 1175 c.c., in relazione all'obbligazione in generale (oltre che gli artt. 1337, 1366, 1375 c.c. con riguardo alle obbligazioni da contratto), con la sua prescrizione – tanto per il debitore quanto per il creditore – di comportarsi secondo le regole della correttezza; in tal modo venendo in rilievo che il rapporto obbligatorio non è solamente da identificarsi con la prestazione, ma anche con tutte le altre situazioni soggettive configurabili in capo alle parti, la cui lesione viene regolata secondo le regole che presiedono l'inadempimento³²⁵.

In virtù di quanto affermato, e cioè della ricostruzione del rapporto obbligatorio in termini di rapporto complesso, la teorizzazione di doveri di protezione si presenta così come categoria in grado di tutelare interessi che vengono in rilievo al di fuori della normale configurazione dei negozi o dei contratti: interessi, tra gli altri, di soggetti terzi, anch'essi esposti ai danni per la loro contiguità alla sfera della relazione contrattuale tra le parti.

In altre parole, dopo essersi evidenziato che in virtù di doveri "accessori" rispetto al dovere primario di prestazione, cosiddetti obblighi di protezione, le parti del rapporto obbligatorio rispondono contrattualmente dei danni che possano arrecarsi anche al di fuori della normale attuazione dello stesso, il passo ulteriore è il configurarsi della possibilità di

³²³ Questa opinione è condivisa dalla dottrina maggioritaria: v. in questo senso, nt. 316.

³²⁴ Cfr. L. Mengoni, *Obbligazioni "di mezzi" e obbligazioni "di risultato"*, cit., p. 185 ss.

³²⁵ Cfr. C. Castronovo, voce *Obblighi di protezione*, cit., p. 3.

attribuire natura contrattuale alla responsabilità per eventuali lesioni arrecate ad altre sfere soggettive, diverse da quelle del debitore e del creditore, in qualche modo giuridicamente implicate nell'attuazione del rapporto.

Tendendo presenti i doveri di protezione e la funzione che essi svolgono – ovvero una tutela più intensa, di tipo contrattuale, per i danni che il rapporto obbligatorio può arrecare col mettere in contatto le sfere giuridiche dei soggetti coinvolti – una protezione analoga può ritenersi estesa a quei soggetti, terzi, “*nei cui confronti l'esserci del rapporto obbligatorio induce un analogo aumento della possibilità di danno*”³²⁶.

3. LA PROTEZIONE DEL TERZO NELL'AMBITO DEL RAPPORTO OBBLIGATORIO “A STRUTTURA COMPLESSA”. L'EMERSIONE DELLA FIGURA DEL CONTRATTO CON EFFETTI PROTETTIVI VERSO I TERZI

Ripercorrendo le tappe del percorso argomentativo attraverso cui si è giunti ad affermare l'esistenza di una responsabilità a confine tra contratto e torto, qui brevemente ricostruito richiamando il dibattito dottrinale domestico, si è potuto quindi constatare come i “doveri di protezione” siano capaci di dare fondamento a una tutela in senso “forte”, fondata su regole e criteri contrattuali, di situazioni nella quali a venire in rilievo siano interessi non collegati necessariamente a una situazione giuridica soggettiva tutelata espressamente dall'ordinamento – come nel caso di danni meramente patrimoniali che non trovino tutela tanto nell'ambito della responsabilità contrattuale, così come nell'ambito di quella *ex delicto* –; ma si è constatato anche come, per mezzo di siffatti “obblighi protettivi”, ad essere presidiati dal rimedio contrattuale possano essere situazioni “collaterali” al contratto isolatamente considerato, ovvero situazioni in cui ad essere coinvolti siano soggetti estranei ad esso, in questo senso terzi.

Proprio questo “momento” della riflessione teorica deve ritenersi punto cruciale dell'indagine oggetto di questo lavoro, essendo quelle qui analizzate fattispecie in cui a lamentare la lesione della propria sfera giuridica (meramente) patrimoniale sia un soggetto (l'investitore) terzo rispetto ad un contratto stipulato *inter alios* (l'agenzia di rating e l'emittente uno prodotto finanziario), avente ad oggetto la valutazione del merito creditizio di un emittente o dello strumento di debito da questo emesso, la cui esecuzione scorretta si configuri proprio come fonte di quel danno. Evenienze nelle quali un danno – puramente

³²⁶ V. C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, I-II, 1976, p. 123 ss.

patrimoniale, e cioè non riconducibile a nessuna situazione soggettiva tutelata espressamente dall'ordinamento – si produce nell'ambito dell'esecuzione di un contratto *inter alios* nei confronti di terzi che si trovino in una relazione di prossimità con la relazione negoziale stessa.

Senonché, fatta questa premessa, il successivo passo della riflessione, rispetto a tali ipotesi, sembra essere costituito dalla necessità di superare il dogma della “relatività” degli effetti del contratto, così come sancito dall'art. 1372 del codice civile del 1942, secondo un'interpretazione rigorosa del quale gli effetti del regolamento negoziale non possono estendersi anche a soggetti diversi dalle parti. Per lungo tempo, infatti, mettere in discussione il principio della volontaria assunzione degli obblighi ed espandere gli effetti del contratto anche alla sfera dei terzi estranei ad esso si sarebbe posto in contrasto con la tradizionale ripartizione delle fonti dell'obbligazione – contratto e fatto illecito – posto che tutti i comportamenti dei terzi o le conseguenze del contratto su di questi riversatesi, avrebbero comunque dovuto essere presidiate dai rimedi del torto e, specularmente, rimanere fuori dall'orbita della tutela contrattuale³²⁷.

Tuttavia, come è stato sottolineato, una limitazione degli effetti contrattuali alle parti corrisponde ad una prospettiva “statica” del principio ma, al contrario, una visione “dinamica” dello stesso rimette in discussione la stessa idea del rapporto obbligatorio come relazione nel quale le situazioni soggettive riconosciute siano solamente quelle delle parti³²⁸.

Invero, se l'allargamento della tutela extracontrattuale ai diritti di credito non poteva che intaccare il principio della relatività (degli effetti) del contratto, imponendo anche ai terzi l'obbligo di rispettarlo; prevedere “scopi di protezione” del contratto non poteva che determinare il coinvolgimento di terzi in qualche modo in contatto con esso³²⁹.

Come è noto, nel nostro ordinamento già da tempo sono venute emergendo nuove proposte in ordine a quelle situazioni “prossime” a rapporti contrattuali in cui a venire in rilievo sono soggetti terzi, la cui posizione non può che ritenersi differenziata rispetto a quella del cosiddetto passante e per le quali, appunto, una tutela *ex lege Aquilia* non può ritenersi sufficiente³³⁰.

³²⁷ Cfr. A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, cit., p. 2-3.

³²⁸ V. C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 177-178.

³²⁹ Cfr. A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, cit., p. 2-3.

³³⁰ Si pensi, tra gli altri, al noto problema della responsabilità che dovesse ritenersi configurabile in capo al medico dipendente di una struttura ospedaliera nei confronti del paziente, con il quale non intercorre alcun vincolo negoziale.

Si tratta di situazioni nelle quali il terzo lamenta il pregiudizio subito nell'ambito dell'esecuzione di un contratto stipulato da altri, senza contrapporsi ad esso, e pertanto si ritenga che questo soggetto possa avvalersi della tutela che proprio il contratto offre. Quest'ultimo, in altri termini, estenderebbe il proprio effetto protettivo verso il terzo: i doveri di comportamento, che come si è visto si pongono accanto al dovere primario di prestazione finiscono per riguardare anche quei soggetti estranei al regolamento negoziale ma comunque, in qualche modo, coinvolti nell'area protettiva del contratto.

Questo allargamento della sfera del contratto, che ha così permesso di estendere la tutela contrattuale anche al terzo danneggiato, è stato accolto anche dalla giurisprudenza, tanto domestica quanto europea, fino ad ammettere la risarcibilità del c.d. *pure economic loss* in capo ai soggetti estranei al regolamento contrattuale³³¹; mettendosi in rilievo, peraltro, la responsabilità del professionista come “*settore per definizione e per natura permeabile all'interesse dei terzi*”³³².

Nell'ambito del contesto esaminato si inserisce così una figura – elaborata anch'essa dalla dottrina tedesca, che ha poi trovato parziale accoglimento nel nostro ordinamento, tanto in giurisprudenza così come in dottrina –, che nasce in Germania come “*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*”³³³, qui meglio conosciuta come “contratto con

³³¹ Nella giurisprudenza tedesca, come fa notare A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, cit., p. 8-10, la maggior parte dei casi ha riguardato contratti relativi a prestazioni sanitarie, consulenza legale o somministrazione di informazioni. Nell'esperienza anglosassone, ancora, a partire dal noto caso *Hedley Byrne v. Heller and Partner Ltd.*, in *Law Reports, Appeal Cases*, 1964, 465, è stato affermato un *duty of care* su tutti coloro che in ragione dello loro status professionale somministrano informazioni che ragionevolmente devono ritenersi utilizzabili per assumere determinate decisioni di carattere economico.

³³² *Ibidem*, dove per l'appunto si sottolinea che il danno che in tale ipotesi può lamentare il terzo è quello relativo alla diffusione di informazioni false, inesatte e incomplete delle quali in qualche modo può essere destinatario o comunque utilizzatore.

³³³ La figura del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*, espressione coniata da Larenz, *Nota a BGH 25.4.1956*, in *N. Jur. Wochenschr.*, 1956, p. 1193 ss., viene elaborata dalla giurisprudenza in Germania poco dopo l'entrata in vigore del BGB e utilizzata da tutta la dottrina tedesca. V. anche Larenz, *Schuldrecht*, I, München, 1982, p. 208 ss.; Medicus, *Schuldrecht*, I, München, 1995, p. 365. In senso contrario si sono espressi altri autori, seppur di orientamento minoritario: E. Wolf, *Lehrbuch des Schuldrechts*, II, *Besonderer Teil*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1978, p. 353 ss., Böhmer, *Vertragliche Haftung ohne Vertrag?*, in *Vers. R.*, 1960, p. 676.

La figura non ha trovato molta eco nella dottrina italiana, per la quale un interessamento si è notato solo da parte C. Castronovo, voce *Obblighi di protezione*, cit., p. 1 ss.; Bianca, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Comm. al cod. civ.*, Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1967, p. 35 che rifiutando la configurabilità della figura nel nostro ordinamento ne fa però un solo accenno. Nega allo stesso modo la validità di questa figura Maggiolo, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 63, ritenendola un mero strumento formale, atto a ricondurre alla responsabilità contrattuale situazioni in cui tale tipo di tutela a priori appaia indispensabile, “*un neologismo, utilizzato per indicare in modo sintetico un'ipotesi di responsabilità che corrisponde a esigenze di tutela non nuove (...)*” nel cui ambito si riconducono fattispecie “*tra loro troppo eterogenee per potere trovare una giustificazione dogmatica unitaria*”. Ad ogni modo, quella appena esposta non ci sembra possa ritenersi argomentazione sufficiente ad escludere la validità della figura.

effetti protettivi verso terzi”³³⁴.

In un modo del tutto coerente con quanto affermato fin qui, questa figura di contratto consentirebbe, per l'appunto, di tutelare i terzi non destinatari dell'obbligazione principale di prestazione, comprendendoli nell'”area di protezione” (*Schutzbereich*) del contratto del quale non sono parti. Essi farebbero così valere autonomamente non l'inadempimento della prestazione, ma quei cosiddetti obblighi di comportamento che abbiamo visto accompagnarsi alla prima.

Nel contratto con effetto di protezione verso terzi, in altre parole, il dovere di comportarsi con cautela, che sempre grava sul debitore nei confronti del creditore, viene esteso anche al terzo, nei cui confronti si ritiene dunque esistere un dovere secondario di risarcimento, assoggettato alle regole della responsabilità *ex contractu*³³⁵.

In un primo momento, i soggetti protetti furono familiari e dipendenti del creditore contrattuale, e cioè soggetti verso cui quest'ultimo avesse un dovere di cura e protezione. Successivamente, la sfera di protezione venne allargata includendosi in essa anche il terzo che avesse subito una lesione meramente patrimoniale, giungendosi fino ad estendere tale tutela non solo ai terzi nei cui confronti il creditore non avesse alcun obbligo di cura, ma anche coloro che risultassero portatori di un interesse in conflitto.

Se dapprima, dunque, la figura del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* raccolse in sé e avvicinò fattispecie molto diverse tra loro, sino alla creazione di una figura unitaria, uno degli obiettivi perseguiti dalla giurisprudenza in un momento secondario dell'applicazione dell'istituto fu quello di delimitare rigorosamente la cerchia dei soggetti che potessero far valer questa forma di tutela. In qualità di terzo incluso nella sfera protettiva del contratto vi furono solamente coloro ai quali lo stesso creditore dovesse fornire protezione e assistenza e quindi soggetti legati a lui in virtù di un rapporto familiare, lavorativo o ogni caso in cui venisse in rilievo l'elemento personalistico con l'aggiunta, inoltre, del requisito della riconoscibilità, per il debitore, dell'interesse di

³³⁴ Risulta inoltre opportuno in questa sede sottolineare, inoltre, come sulla corretta traduzione dell'espressione coniata nel diritto tedesco si siano rilevati elementi di discordanza. Mentre alcuni, infatti, utilizzano l'espressione “contratto con effetti protettivi verso i terzi” (G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, Napoli, 2004), la migliore dottrina evidenzia come una traduzione più corretta debba ritenersi “contratto con effetti protettivi verso terzi”, indicandosi così non una generica estensione degli effetti protettivi del contratto verso i terzi, ma una più ristretta selezione di quei soggetti estranei al regolamento negoziale ma comunque tutelati in virtù di esso.

³³⁵ La figura è tradizionale nel pensiero giuridico tedesco, tanto che parte della dottrina riconduce il fondamento dell'effetto contrattuale protettivo per il terzo a una vera e propria consuetudine (Gernhuber, *Drittwirkungen im Schuldverhältnis kraft Leistungsnähe*, in *Festschrift für A. Nikisch*, Tübingen, 1958, p. 249 ss.).

proteggere il terzo del creditore³³⁶.

Senonché, nonostante il preciso scopo di delimitare i confini tra responsabilità extracontrattuale e contrattuale, in un secondo momento questo orientamento venne superato per lasciare il posto alla necessità di estendere la sfera protettiva del contratto a tutte le ipotesi in cui venisse in rilievo un particolare affidamento, e specialmente nell'ambito del rilascio di informazioni, consulenze o perizie e accertamenti di controllo³³⁷.

In realtà, i problemi si è ritenuto derivassero soprattutto dalla difficoltà di formalizzare e dare operatività a un principio di giustizia materiale seguito dalla giurisprudenza; principio secondo il quale se dall'attuazione del rapporto obbligatorio viene lesa un diritto che deve essere risarcito, detto risarcimento deve gravare sul danneggiante, *“alla stregua di un criterio di adeguatezza e prevedibilità”*, chiunque sia il soggetto che abbia effettivamente subito la lesione³³⁸. In questa prospettiva la scelta non poteva che essere quella di consentire al terzo di beneficiare della tutela prevista dalla responsabilità contrattuale, evitando di tal guisa le strettoie e l'“insufficienza” della disciplina relativa alla responsabilità aquiliana³³⁹.

La dottrina e la giurisprudenza dapprima occupatesi del problema hanno giustificato l'estensione ai terzi degli effetti del contratto elaborando di volta in volta diversi criteri, che vanno dal requisito della “prossimità” e cioè dell'esposizione al rischio del terzo rispetto alla prestazione dovuta, al pari del creditore del rapporto obbligatorio “primario”; a quello della carenza di protezione del terzo, impossibilitato, in questo senso, a far valere autonomamente il proprio interesse nei confronti dei contraenti o uno di essi. Ancora, il criterio che mette l'accento sulla consapevolezza del debitore della destinazione – anche a terzi – della prestazione da egli dovuta; fino al rilevare dell'interesse del creditore alla protezione del terzo³⁴⁰. Tutti i criteri considerati, comunque, sono stati oggetto di numerose pronunce nella giurisprudenza tedesca e al tempo stesso motivo di

³³⁶V. G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 36, che riporta l'abbondante giurisprudenza pronunziatasi in questo senso.

³³⁷*Ibidem*.

³³⁸Cfr. C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 127.

³³⁹Come si è già visto rispetto all'intera teorica di una responsabilità a confine tra contratto e torto, così come fondata nel diritto tedesco e accolta successivamente dal pensiero giudico domestico, l'esigenza di fondo perseguita si è sempre mostrata quella di consentire in certe situazioni – come (non solo) quelle in cui a venire in rilievo sono danni meramente economici sempre che, quantomeno nel nostro ordinamento, si accolga l'idea di una tipicità evolutiva dell'illecito civile – l'estensione di una tutela “forte”, modellata secondo le regole della responsabilità contrattuale. Per un esauriente elenco delle motivazioni pratiche che hanno indotto la giurisprudenza tedesca (e la dottrina, poi) all'accoglimento di questa figura di contratto v. G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 47-51.

³⁴⁰Tali criteri sono elencati da A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, cit., p. 15-16, il quale richiama l'attenta elencazione che ne fa O. Jauernig, *BGB, IX*, Munchen, 1999, sub par. 328, p. 334 ss.

critiche da parte della dottrina³⁴¹.

Così, rispetto al criterio della c.d. prossimità, attraverso il quale si è affermato che il terzo, per la propria posizione di vicinanza alla prestazione dovuta, si troverebbe esposto allo stesso rischio di danno del creditore, si è rilevato come, essendovi a fondamento di siffatta tutela una generica “esposizione al rischio”, possibilmente derivante dal contratto o dal mero “contatto”, il criterio utilizzato si caratterizzerebbe per una instabilità che impedirebbe di giungere a conclusioni ogni volta certe³⁴².

I casi in cui la giurisprudenza ha basato la propria decisione su questo tipo di argomentazione sono stati numerosi e hanno riguardato soprattutto fattispecie in cui a venire in considerazione erano terzi danneggiati legati da rapporti di parentela con le parti; ma da nessuno di essi si è reso possibile ricavare una regola generale, al contrario, potendosi notare una costante vaghezza riguardo alla cerchia dei terzi tutelati in via contrattuale³⁴³.

Un altro dei criteri utilizzati al fine di giustificare l’istituto in esame, come si è anticipato, è quello che ha avuto riguardo all’interesse del creditore alla protezione del terzo; criterio ritenuto giuridicamente più affidabile, non ancorato a elementi di fatto come nell’ipotesi summenzionata. Nelle pronunce della giurisprudenza questo criterio è stato ritenuto vigente solo all’interno dei rapporti familiari o di servizio e non anche in quelli di scambio. Il fondamento della protezione del terzo deriverebbe infatti dal rapporto interno tra quest’ultimo e il creditore³⁴⁴.

Capace di superare il limite appena evidenziato e allo stesso tempo in grado di pervenire a esiti più certi si è ritenuto potesse essere il criterio che fa riferimento alla destinazione “anche a terzi” della prestazione, che lo stesso debitore possa conoscere o ragionevolmente prevedere³⁴⁵. Come è stato evidenziato, si tratta di casi in cui a venire in considerazione non è la protezione della persona o delle cose del terzo, ma l’interesse economico di quest’ultimo a non subire un pregiudizio in conseguenza dell’adempimento di una prestazione destinata ad altri; ovvero ipotesi in cui a venire in evidenza sembrano essere proprio danni da informazioni inesatte³⁴⁶.

³⁴¹ Per una completa indicazione della giurisprudenza – così come della dottrina – espressasi in ordine alla figura del contratto con effetti protettivi verso i terzi si v. G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 53 ss.

³⁴² Medicus, *Schuldrecht*, cit., p. 363.

³⁴³ V. G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 78, nota 92.

³⁴⁴ Cfr. A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, cit., p. 17-18.

³⁴⁵ *Ibidem*, e la giurisprudenza ivi citata.

³⁴⁶ *Ibidem*.

Il criterio del riferimento al terzo della prestazione dovuta avrebbe l'innegabile vantaggio di attingere direttamente dagli elementi del contratto. Tuttavia, nel caso in cui non sia possibile ricavare con certezza elementi idonei a confermare l'interesse alla tutela del terzo nell'ambito di esso – ma in tal caso ci si troverebbe molto più probabilmente di fronte all'ipotesi di contratto a favore di terzo³⁴⁷ – questo stesso interesse dovrebbe comunque ricavarsi da altri elementi che, seppur alieni al contratto in sé considerato, ovvero “extracontrattuali”, essendo di carattere oggettivo, consentano di ampliare la tutela verso quei terzi che si trovino in qualche modo a utilizzare la prestazione dedotta nel regolamento negoziale considerato³⁴⁸.

Lo stesso ordine di problemi si configurerebbe, secondo autorevole dottrina, laddove ci si affidasse a “*elementi fattuali di incerta praticabilità*” come nel caso di “contatto occasionale” che il terzo possa avere con la prestazione oggetto del contratto stipulato *inter alios*³⁴⁹, o della “fonte di provenienza” della stessa prestazione, come quando il riferimento si faccia al ruolo o al particolare status di determinati soggetti che vengano coinvolti nella responsabilità verso tutti coloro che vengano a contatto con l'attività connessa a tale ruolo³⁵⁰. In queste evenienze, infatti, si è ritenuto doversi richiamare una responsabilità di origine diversa, e cioè una responsabilità da torto, estesa a ricomprendere anche il *duty of care* che farebbe capo a tutti i soggetti investiti di particolare status professionale³⁵¹. La linea di demarcazione sarebbe rappresentata dall'interesse del terzo verso la prestazione dovuta o, viceversa, un interesse all'integrità della propria persona o patrimonio, laddove il primo consentirebbe di richiamare il contratto – e segnatamente il contratto a favore del terzo –, mentre il secondo una tutela *in tort*. Tuttavia, pur diversamente considerando questo tipo di responsabilità di segno contrattuale, come d'altronde fanno diversi autori³⁵², il vero ostacolo sembra essere rappresentato dalla configurabilità del requisito del “contatto sociale” che deve sussistere tra debitore e terzo, che nelle ipotesi di danno da informazione non veritiera rivolta ad una

³⁴⁷ Decisivo, infatti, in tal caso, è lo scopo della prestazione, come afferma *Ibidem*, p. 19.

³⁴⁸ *Ibidem*, nota 43.

³⁴⁹ A fare questa constatazione è A. di Majo, *op. ult. cit.*, riferendosi in particolare al contatto meramente occasionale che un soggetto terzo potrebbe avere con le informazioni circolanti nel mercato.

³⁵⁰ In tal caso il più corretto riferimento sarebbe allora da farsi ad una responsabilità di stato (per una trattazione della quale v. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, cit., p. 495 ss.) che, però, necessita dell'esistenza di un “contatto sociale” tra il professionista che in virtù del suo status acquista un dovere di perizia e diligenza di cui all'art. 1176 c.c. e il terzo che su tale qualità professionale ripone il proprio affidamento.

³⁵¹ *Ibidem*.

³⁵² Il riferimento è a C. Castronovo, per il quale v. *La nuova responsabilità civile*, cit., *passim*.

classe indiscriminata e indeterminabile di soggetti manca.

4. SEGUE: LA PROTEZIONE DEL TERZO NELL'AMBITO DEL RAPPORTO OBBLIGATORIO "A STRUTTURA COMPLESSA". L'EMERSIONE DELLA FIGURA DEL CONTRATTO CON EFFETTI PROTETTIVI VERSO I TERZI.

In realtà, come si è già visto, nella tematica del contratto con effetti protettivi per i terzi, secondo l'opinione della migliore dottrina, l'accento deve porsi su "*un riesame dell'autonomia privata sotto il profilo dell'efficacia soggettiva del contratto*"; la dottrina tedesca, infatti, avrebbe errato laddove ha considerato gli obblighi di protezione verso i terzi una mera variante degli obblighi di protezione delle parti del rapporto obbligatorio.

Invero, secondo questi autori l'analisi deve passare in primo luogo per l'affermazione dell'esistenza di obblighi di protezione accanto a quello primario di prestazione. Considerato che di essi se ne sia già dimostrata l'esistenza – essendosi difatti evidenziato che l'inattuazione dell'obbligo di prestazione non si esaurisce nell'inadempimento, posto che il nostro ordinamento considera il rapporto obbligatorio come struttura nella quale si accompagnano al dovere principale anche una serie di obblighi collaterali o ancora, secondo una definizione che se n'è data³⁵³, esistano "*obblighi che in virtù del principio di buona fede accedono al rapporto obbligatorio in vista dell'interesse di ciascuna parte a preservare la propria persona e le proprie cose dalla possibilità di danno, derivante dalla particolare relazione costituitasi fra i due soggetti*" –, si tratta di esaminare il problema nella prospettiva del superamento dell'area di relatività degli effetti del contratto³⁵⁴.

In altri termini, una volta appurato che nel nostro ordinamento si configurino obblighi di protezione autonomi, bisogna vedere se possa finanche affermarsi la responsabilità contrattuale a favore di soggetti estranei al contratto, superando una visione rigorosa del principio di relatività che tale estensione non consentirebbe.

La risposta affermativa, che abbiamo anticipato, permette inoltre di affermare l'identità della natura della responsabilità che dalla loro lesione ne discende, in quanto consistenti entrambi nella violazione di obblighi, anche se di diverso contenuto ed

³⁵³ Mengoni, *Obbligazioni "di mezzi"*, cit., p. 368.

³⁵⁴ v. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 140.

estensione³⁵⁵.

Come si è avuto modo di chiarire, non si tratta di qualsiasi terzo che subisca un pregiudizio, ma di quei soggetti che, spesso essendo legati a una delle parti per mezzo di un altro rapporto contrattuale, si trovano in una “prossimità qualificata” rispetto alla condotta dannosa e perciò portatori di un’esigenza più marcata di tutela rispetto a quella ipotizzabile in capo a “generici” terzi; una posizione “contrattualmente rilevante” e tale da consentire l’affermazione del sorgere di obblighi di protezione di guisa che il rapporto obbligatorio risulti costituito da un obbligo di prestazione e da doveri di protezione volti a tutelare non solo le parti, ma anche terzi “qualificati”³⁵⁶.

Il problema è dunque soprattutto di ordine dogmatico; si tratta di “inserire” il terzo nella sfera degli effetti del rapporto obbligatorio attraverso argomentazioni attendibili dal punto di vista sistematico, non limitandosi ad affermarne l’astratta possibilità senza indicarne il fondamento, come si ritiene sia avvenuto nella dottrina tedesca.

In questo senso nemmeno sembra opportuno cercarne il fondamento nell’interpretazione integrativa del contratto, giacché comunque rimarrebbe da superare il problema del principio di relatività degli effetti del contratto³⁵⁷.

Peraltro, attraverso il riferimento al criterio dell’interpretazione integrativa del contratto si porrebbe il problema dei casi in cui il contratto non sia valido, o il danno si verifichi nel corso delle trattative o ancora quando si tratti di rapporti obbligatori nascenti dalla legge; ma vi sarebbe un ostacolo anche nel caso in cui le parti volutamente non abbiano inteso estenderlo ad altre sfere soggettive³⁵⁸.

Occorre così un criterio che individui i presupposti in forza dei quali la prossimità del terzo a una delle parti consenta di considerarlo come implicato nella sfera protettiva del rapporto obbligatorio³⁵⁹.

Secondo la dottrina che per prima ne ha teorizzato l’esistenza, la protezione a favore del terzo è da ravvisarsi in quei rapporti in cui la “naturale pericolosità” della prestazione possa avere effetti tanto sul debitore così come sul terzo³⁶⁰ e, pertanto, quando

³⁵⁵ *Ibidem*.

³⁵⁶ *Ibidem*, p. 154.

³⁵⁷ Invero in alcune pronunce i giudici tedeschi avevano invocato il par. 328 BGB in base al quale in mancanza di una precisa disposizione contrattuale il diritto del terzo deve ricavarsi dalle circostanze e dallo scopo del contratto.

³⁵⁸ Cfr. C. Castronovo, *Obblighi di protezione*, cit., p. 165.

³⁵⁹ Cfr. *Ibidem*, p. 162.

³⁶⁰ V. J. Gernhuber, *Drittwirkungen im Schuldverhältnis kraft Leistungsnähe*, cit., p. 270; L. Mengoni, *Obbligazioni*, cit., p. 369, nota 15.

quest'ultimo risulti coinvolto in quella relazione di affidamento che gli darebbe il diritto di esercitare autonomamente un'azione di risarcimento *ex contractu* in caso di danno. L'autonomia dell'azione si spiegherebbe per l'autonomia dell'affidamento sorto in capo al terzo, seppur connesso al rapporto obbligatorio primario, che lo autorizzerebbe così ad agire anche qualora quest'ultimo non sia venuto ad esistenza³⁶¹.

Si prospetta in questo modo una “nuova” e diversa dimensione della teoria degli obblighi di protezione: per mezzo dell'affidamento la responsabilità contrattuale viene estesa al terzo che veda una maggiore possibilità di interferenza nella propria sfera giuridica ad opera del debitore o del creditore³⁶².

La buona fede risulterebbe così essere “*la direttiva di comportamento*” alla quale si ricorre per dare fondamento alla protezione del terzo: secondo buona fede viene tutelata la sfera soggettiva del terzo, “*la cui posizione nell'attuazione del rapporto obbligatorio non possa essere apprezzata diversamente, sotto il profilo dell'interesse di protezione, da quella dell'una o dell'altra parte del rapporto stesso*”³⁶³. Se la natura o il modo di essere³⁶⁴ del rapporto è tale che il terzo si trovi potenzialmente travolto dagli stessi rischi di una parte o dell'altra nell'attuazione di esso, dovrà ritenersi conseguenza diretta di ciò una protezione del terzo pari a quella accordata alle parti.

Ad ogni modo, la nostra migliore dottrina sottolinea come, al fine di mantenere la coerenza della teoria dell'obbligazione, nel trasporre tali teorizzazioni che prendono le mosse dal diritto tedesco all'ordinamento giuridico nostrano, il problema dell'estensione ai terzi dei doveri di protezione debba trovare un “*criterio di fondazione della responsabilità*” che attenga al contratto, onde evitare le incertezze di strumenti “*ricavati in chiave di natura della cosa*”.³⁶⁵

In altre parole, secondo questi autori, a partire dall'accoglimento di una visione “ampliata” del rapporto obbligatorio, attraverso la teorica dei doveri di protezione, risulta inevitabile affermare un'autonoma posizione del terzo all'interno del rapporto obbligatorio ma, una volta svolta questa premessa – in ordine ad una opportunità di politica del diritto e

³⁶¹ H. Stoll, *Vertrag und Unrecht*, II Halbband (II parte), 1 ed., Tübingen, 1936, p. 126, 176 ss.

³⁶² V. C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 167-168.

³⁶³ V. *Ibidem*.

³⁶⁴ Così traduce C. Castronovo, op. ult. cit., le testuali parole di Gernhuber, *Drittwirkungen im Schuldverhältnis kraft Leistungsnähe*, cit., p. 270.

³⁶⁵ *Ibidem*, p. 168-170, laddove sottolinea come un criterio che faccia riferimento alla natura della cosa presenti spesso l'inconveniente di condurre a conclusioni diverse su uno stesso problema e afferma la necessità di un criterio formale più rigido per individuare i soggetti protetti dal contratto, criterio che per l'appunto trovi il suo fondamento nel contratto.

coerente con lo stato attuale della teoria del rapporto obbligatorio – occorre individuare un fondamento dogmatico della figura in questione³⁶⁶.

Considerando che il ricorso alla buona fede (al contempo norma e categoria dogmatica) non può ritenersi capace di risolvere da solo la costruzione dell'effetto di protezione nei confronti del terzo del contratto, giacché la buona fede presuppone un rapporto già costituito limitandosi ad arricchirlo dal punto di vista oggettivo, ma non anche soggettivo, bisogna rifarsi ad un criterio di giustificazione formale che attenga al momento della fonte del rapporto obbligatorio e non alla sua esecuzione.

Nemmeno il richiamo alle (poche) sentenze che nel nostro ordinamento hanno affermato una responsabilità derivante da contratto con effetti protettivi per terzi può rivelarsi utile a giustificare la figura da un punto di vista dogmatico, collocandola al di là di una mera risposta ad esigenze di giustizia³⁶⁷. In tutti i casi in cui la giurisprudenza ha fatto richiamo della figura in esame, infatti, sembra debbano dirsi mancanti argomentazioni logico-giuridiche in grado di tracciare una teoria del contratto con effetti protettivi verso terzi correttamente applicabile al caso concreto oggetto di cognizione; piuttosto apparendo l'affermazione di una tutela accordata in forza di questo istituto necessaria a consentire l'uso dei rimedi modellati sulla responsabilità da inadempimento altrimenti non configurabili³⁶⁸.

Si tratta allora di rinvenire la giustificazione dogmatica per cui i doveri di protezione nati dal contratto, di per sé riferibili solo alle parti, possano estendersi a soggetti terzi rispetto al regolamento contrattuale stesso. In altre parole, verificare l'idoneità del

³⁶⁶ Queste affermazioni di C. Castronovo, *op. ult. cit.*, sono accompagnate dalla contestuale indicazione di una diversa visione del problema da parte di alcuni autori (Natoli, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, cit., p. 21) ovvero quella di coloro che nel rifiutare un'autonomia dogmatica dei doveri di protezione hanno negato una possibile integrazione del rapporto obbligatorio in funzione del principio di correttezza. In realtà, sottolinea Castronovo, si in questo modo data risposta positiva al problema, ammettendo la necessità di ricondurre all'ambito della responsabilità contrattuale comportamenti che normalmente andrebbero ricondotti all'area dell'illecito aquiliano (Bianca, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, cit., p. 36) se non fossero integrati nell'obbligazione “*in funzione del soddisfacimento pieno dell'interesse dei soggetti del rapporto*”.

³⁶⁷ Cass., 22 novembre 1993, n. 11503, in *Giust. civ.*; App. Roma, 30 marzo 1971, in *Foro pad.*, 1972, I, p. 552 ss.; ma v. anche di recente Cass. 2 ottobre 2012, in *Jus civ.*, con nota di E. Villa, *Negligenza diagnostica e tutela risarcitoria del nato malformato*, p. 493 ss., che seppure nel suo iter logico giuridico sembra voler approdare all'affermazione di una tutela contrattuale proprio in virtù di effetti protettivi che il contratto esplica verso i terzi, finalmente si pronuncia in senso opposto, affermando il configurarsi di una responsabilità extracontrattuale.

³⁶⁸ In particolare, come si fa notare, il sospetto è che i giudici si siano spinti nel territorio della responsabilità contrattuale, ed in particolare della figura del contratto con effetti protettivi verso terzi, per evitare il rigetto della pretesa risarcitoria cui lo spirare del termine prescrizione extracontrattuale avrebbe necessariamente portato (G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, cit., p. 171). Ad ogni modo, senza entrare nel merito della questione e limitandoci ad una breve osservazione che certamente (non in questa sede) andrebbe approfondita, non ci pare che il problema del termine di prescrizione possa ritenersi alla base delle scelte argomentative della pronuncia in questione.

contratto a produrre i suoi effetti anche verso soggetti terzi rispetto ad esso.

In questa prospettiva, dunque, ancora una volta viene in evidenza la necessità di “*revisione dell’autonomia privata sotto il profilo dell’efficacia soggettiva alla luce dei nuovi equilibri introdotti dalla carta costituzionale*”. Alla luce dell’affermarsi di un’autonomia privata ormai non più caratterizzata da uno stringente principio di “*autoregolamento puro e semplice di interessi privati*”³⁶⁹, ma configurata in termini di regolamento suscettibile di subire influenze esterne, è il principio di relatività degli effetti del contratto a doversi rivisitare da un punto di vista dinamico, essendo necessario al contempo mettere in discussione una visione statica dello stesso, la quale altro non afferma che l’esistenza dell’obbligazione come rapporto tipicamente caratterizzato da due parti, ma non per ciò stesso – come tutta la teorica dei doveri di protezione ha consentito di mostrare fin qui – incapace di espandere i propri confini verso le sfere dei soggetti che in qualche modo all’interno di esso si ritrovino coinvolti.

D’altra parte, si sottolinea come un’estensione ai terzi che non vantino un diritto alla prestazione primaria della tutela contrattuale possa fondarsi sulla previsione di cui all’art. 2 della Costituzione, che sancisce il principio di solidarietà come clausola costituzione che dà rilievo ai soggetti coinvolti dagli effetti di un atto e che in questo senso determina le sfere nella quali questi effetti si realizzano³⁷⁰.

La figura del *Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte* diventa così categoria idonea a dare risposta all’esigenza di tutelare quei terzi che non vogliono esser posti su un piano di “*irrelatività rispetto al contratto*”³⁷¹; ma è proprio per il principio relatività che bisogna previamente passare per poterlo affermare con certezza.

Invero, se quello della relatività degli effetti del contratto può in ogni caso considerarsi un principio di carattere generale, è altresì evidente che da tempo è sempre più in discussione la sua effettiva portata. Sono numerose infatti le ipotesi nelle quali un contratto assume rilevanza diretta o indiretta per i terzi, come dimostrano le fattispecie di responsabilità aquiliana da contratto, così come quelle di riconoscimento in capo a terzi, estranei al contratto, di rimedi di tipo contrattuale³⁷². In questo senso si considera infatti

³⁶⁹ Il punto di vista qui accolto e al contempo punto di partenza dal quale ci si muove è ancora quello di C. Castronovo, *op. ult. cit.*, p. 175 ss., il quale invero sottolinea come non possa che affermarsi l’autonomia degli obblighi di protezione, non essendo questi legati, costituendone “momento”, ad un dovere di prestazione delle parti del rapporto, nemmeno quando si configurino nei confronti di soggetti terzi.

³⁷⁰ C. Castronovo, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, 1979, p. 247.

³⁷¹ *Ibidem*, p. 230.

³⁷² Rileva, tra gli altri, queste circostanze E. Moscati, *I rimedi contrattuali a favore di terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 357 ss.; il quale peraltro fa notare – citando diversi esempi – come questo fenomeno possa dirsi

evidente – e vi è una pressoché unanimità di vedute da parte degli interpreti –, che il contratto sia un negozio giuridico polivalente, rilevante non solamente tra le parti, ma potenzialmente volto a entrare nella sfera giuridica di terzi.

A dimostrare che il principio di relatività degli effetti del contratto abbia ormai subito un'erosione vi è l'esempio – storicamente e dogmaticamente più consolidato – del contratto a favore di terzo, di cui all'art. 1411 c.c., il quale però si differenzia da altre, più problematiche, ipotesi di estensione degli effetti del contratto verso i terzi per il suo essere voluto espressamente dalle parti, quindi oggetto del programma negoziale stesso³⁷³. Si tratta di una figura contrattuale che, seppur distinta da quelle in cui il contratto abbia effetti protettivi verso terzi, rappresenta, per l'appunto, un esempio di come le maglie del principio di relatività si siano ormai definitivamente allargate fino a consentire di dare risposta a istanze di tutela che il sistema della responsabilità civile non era (e non è) in grado di dare.

Invero, sotto altro profilo, bisogna sottolineare come in passato era stata sottolineata la fallacia di un'opzione ermeneutica secondo la quale, essendo i “*casi previsti dalla legge*” di cui dall'art. 1372, comma 2, c.c., validi a escludere *eccezionalmente* l'applicazione del principio di relatività, solamente quelli relativi alla generale figura del contratto a favore di terzi e alle sue successive specificazioni; altre ipotesi in cui gli effetti del contratto si espandessero verso soggetti estranei ad esso non potessero darsi³⁷⁴.

A quest'ultima affermazione, infatti, si era replicato che non solo il dato letterale normativo ma anche quanto affermato nella Relazione al codice del 1942 e la stessa collocazione sistematica della figura contrattuale mettevano in evidenza come il contratto a favore di terzi debba ritenersi un “*modello totalmente indipendente dal principio di relatività (...), espressione di una moderna concezione del contratto all'interno della quale il coinvolgimento del terzo come autonomo centro di imputazione non appare più contraddittorio*”; e non certamente l'unico caso capace di esaurire la categoria dei “*casi previsti dalla legge*” di cui all'art. 1372 c.c.

In realtà, un'interpretazione restrittiva del principio di relatività, in base alla quale il

comune a tutti gli ordinamenti europei, tanto *common law* così come *civil law*, adombrando la possibilità che il principio sia rimasto presente “*più per la forza della tradizione che per la sua effettiva portata pratica*”.

³⁷³ Sul contratto a favore di terzo si v. Moscarini, *Il contratto a favore di terzi*, in *Il Codice Civile. Commentario* diretto da Schlesinger, Milano, 1997, p. 7 ss.

³⁷⁴ L'affermazione è da attribuire a C. Scognamiglio, *Contratti in generale*, Milano, 1972, p. 202; Betti, *Teoria generale del negozio giuridico*, cit., p. 264 ss. e criticata da C. Castronovo, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, cit., p. 192-193.

contratto non potrebbe che avere efficacia verso le parti tranne nel caso – previsto dal codice – del contratto a favore di terzo, si è ritenuta essere frutto di una scorretta interpretazione della norma che lo sancisce. Si è sostenuto, infatti, che l’art. 1372, 1° e 2° comma, non sia che il risultato di una trasposizione al nuovo codice dell’art. 1130 del codice del 1965, il quale affermava che “*i contratti non hanno che effetto tra le parti contraenti: essi non pregiudicano né giovano i terzi, fuorché nei casi stabiliti dalla legge*”. In virtù di una più accorta analisi, secondo la migliore dottrina, ci si avvede invece di come l’antecedente normativo della norma richiamata deve essere considerato l’art. 1123 del vecchio codice, che aveva la funzione di dare effetto al vincolo contrattuale e di fissare l’irrevocabilità delle dichiarazioni delle parti³⁷⁵. Il vecchio art. 1130, ed in particolare la sua seconda parte, sarebbe invece stato trasposto nel secondo comma dell’art. 1372 c.c., così sancendosi un’eccezione che potrebbe dirsi “tipicamente evolutiva”. In altre parole, grazie alle modifiche apportate con il nuovo codice, non può più ritenersi esistente la vecchia regola generale per cui il contratto non ha effetto che tra le parti, ma deve constatarsi che al posto di questa è subentrata l’antica eccezione – oggi non più tale – per cui il contratto non produce effetto rispetto ai terzi che nei casi previsti dalla legge, ovvero in tutti i casi di volta in volta previsti dalla legge. Viene meno l’identificazione tra principio di relatività e autonomia privata.

D’altro canto, che l’autonomia privata non possa più considerarsi un santuario inespugnabile è cosa nota. Senza entrare nel dettaglio della questione, basti qui brevemente richiamare la circostanza per cui la legge, ed in particolare quella di origine comunitaria che della produzione normativa nazionale rappresenta la più parte, non si limiti più a fissare le condizioni minime di esercizio dell’autonomia privata ma si spinge fino al punto da intervenire nella conformazione dei poteri dei privati – ed in particolare in quello che di essi ne rappresenta il nucleo essenziale e cioè il contratto – per il perseguimento delle politiche che la guidano (prima tra tutte la tutela del mercato concorrenziale nell’ottica di un sistema economico capitalista)³⁷⁶.

³⁷⁵ Così si esprime *Ibidem*, al quale si rimanda per l’approfondimento di questa ricostruzione (v. in particolare p. 196 ma soprattutto 210 ss.). Nello stesso senso v. anche Messineo, *Manuale di diritto civile e commerciale*, III, Milano, 1959, p. 662.

³⁷⁶ Per un’attenta analisi di queste tematiche, seppur non riferite allo specifico tema che qui si prende ad esame ma al generale sistema del diritto civile odierno, cfr. L. Nivarra, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema*, cit., p. 241 e in particolare p. 232 dove afferma: “(...) per la prima volta nel corso della storia del diritto borghese, la fortezza contratto – nucleo essenziale dell’autonomia privata – viene espugnata da una ratio che, senza pretendere di cancellarla o anche solo di limitarla in senso keynesiano-interventista, la

Ad ogni modo, spostandoci nuovamente sul versante specifico del principio di relatività e della sua corretta interpretazione, che qui interessa, sembra opportuno sottolineare ancora una volta come a fondamento dell'estensione degli effetti del contratto al di là delle parti e, dunque, come punto di avvio per una nuova impostazione dell'efficacia del contratto verso i terzi, la dottrina ritiene debba porsi il principio solidaristico di cui all'art. 2 della Costituzione, alla cui realizzazione l'autonomia privata diventa strumentale³⁷⁷. In virtù di tale principio, una nuova impostazione del principio di relatività spiegherebbe i suoi effetti verso l'autonomia privata dal punto di vista dell'efficacia soggettiva, non limitandoli alla sola figura del contratto a favore di terzi, ma a tutti quei casi in cui la tutela giuridica del terzo non determini un'incompatibilità con lo stesso principio di autonomia³⁷⁸.

Alla luce del principio di solidarietà i rapporti privati trascendono da una dimensione che vede coinvolte le sole sfere giuridiche delle parti contraenti, e vengono in considerazione relazioni negoziali in grado di coinvolgere soggetti terzi, la cui posizione non può che ricevere riconoscimento attraverso l'implicazione all'interno dello stesso rapporto.

Non potendosi al contempo affermare che il contratto espanda i propri effetti nei confronti di qualsiasi terzo indistintamente, pena un rischio di svuotamento del sistema di responsabilità civile, si individua, attraverso la lente del principio di solidarietà, la cerchia dei soggetti che possano considerarsi coinvolti in una relazione contrattuale *inter alios*.

Nonostante l'introduzione della Costituzione abbia determinato la correzione di numerosi principi tipici dello stato sociale, come quello di solidarietà, l'autonomia privata si può dire abbia conservato la sua caratterizzazione originaria come autoregolamento di interessi privati. Non avendo il suo nucleo essenziale subito mutamenti, si è affermato che esso – e cioè l'effetto dispositivo per i negozi di questo tipo e l'effetto obbligatorio per gli altri negozi – non può dirsi mutato per effetto del principio di solidarietà. Quest'ultimo opera nell'ambito dei rapporti accessori, siano essi previsti dalla legge, dalle parti o riconducibili al contratto come effetti integrativi, e sono quei i rapporti che possono ritenersi suscettibili di estendersi al terzo in forza della solidarietà. Questi rapporti accessori pongono il terzo in una relazione immediata con una delle parti di modo che gli

pone al servizio di un obiettivo politico attraverso una tecnologia normativa molto complessa e sofisticata, che ne pregiudica irreversibilmente lo statuto di ordine spontaneo”.

³⁷⁷ Cfr. per questa opinione C. Castronovo, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, cit., p. 208 ss.

³⁷⁸ *Ibidem*, p. 209.

effetti dei primi si producono in forma diretta sui secondi.

I terzi che possano ritenersi potenziali destinatari di questi effetti (protettivi), come si è già anticipato, sono coloro che siano coinvolti nella dinamica del rapporto e, in particolare, quei soggetti che vantino una pretesa verso una delle parti in virtù di un negozio posto in essere con una di esse³⁷⁹.

I soggetti che vengono tutelati attraverso questa figura devono considerarsi dunque coloro che hanno un rapporto contrattuale con una delle parti: a questi terzi vengono così estesi in forza del principio di solidarietà i rapporti accessori, sotto forma di effetti diretti del contratto stipulato tra i primi³⁸⁰. Tali rapporti accessori sono i c.d. obblighi di protezione e cioè quelli che possono considerarsi quelli autonomi rispetto al rapporto principale, in quanto volti a soddisfare un interesse altro rispetto a quello primario dedotto nell'affare.

Alla luce di quanto si è detto finora, attraverso il percorso ermeneutico che qui si è brevemente ricostruito, ci pare possa dirsi individuato quel corretto fondamento dogmatico che secondo la dottrina nostrana doveva ritenersi mancante nella ricostruzione della figura da parte di chi l'ha fondata.

La solidarietà, così come sancita dall'art. 2 della Carta costituzionale, consente di giungere laddove la clausola di buona fede non è riuscita ad arrivare e cioè permettere l'individuazione del fondamento di questi rapporti³⁸¹ – che una volta integratisi devono dirsi caratterizzati dalla buona fede quale direttiva di comportamento che deve guidare le parti nello svolgimento di essi. In questo modo può ritenersi giustificata l'applicazione, anche nel nostro ordinamento, del *Vertrag mit Schutzwirkung für dritte*; e non come “soluzione di ripiego”, come taluno ha affermato dopo aver constatato la difficoltà di rinvenirne il fondamento capace di giustificarne dogmaticamente l'utilizzo³⁸², quanto piuttosto come figura in grado di tutelare fattispecie problematiche, nelle quali una tutela contrattuale da inadempimento in senso stretto non possa certamente applicarsi – stante l'assenza di un rapporto contrattuale tra danneggiante e danneggiato –, ma in cui nemmeno le forme della tutela aquiliana possano considerarsi soddisfacenti; e non solo per l'insufficienza della disciplina relativa all'onere della prova e sul termine di prescrizione – decisamente più sfavorevoli, come è noto, nell'ambito della responsabilità da fatto illecito

³⁷⁹ Cfr. C. Castronovo, *Problema e sistema*, cit., p. 248 ss. il quale attraverso un'analisi approfondita della questione, giunge poi alla conclusione anzidetta.

³⁸⁰ *Ibidem*.

³⁸¹ Cfr. op. ult. cit., p. 270.

³⁸² V. A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, cit., p. 25.

–, ma soprattutto per l’oggettiva impossibilità di ricondurre a questo modello di responsabilità ipotesi di danno che non derivino dalla lesione di una situazione giuridica soggettiva tutelata espressamente dall’ordinamento.

5. IL MODELLO DEL *VERTRAG MIT SCHUTZWIRKUNG FÜR DRITTE* PER CONFIGURARE LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING VERSO GLI INVESTITORI

Allo scopo di potere concludere nel senso della concreta applicabilità della figura qui ricostruita alle fattispecie di responsabilità delle agenzie di rating verso gli investitori che dalle loro condotte scorrette si vedano danneggiati, sembra opportuno per prima cosa ricostruire brevemente il percorso che ha portato sin qui.

Ebbene, in un primo momento, si è visto come a partire dall’analisi della figura della *culpa in contrahendo* e la sua successiva astrazione si è giunti a sostenere l’esistenza di obbligazioni, scevre dell’elemento tipico della prestazione dovuta, che trovano la loro fonte nella legge (in particolare nell’art. 1173 c.c.) e tutelate secondo le regole e i criteri della responsabilità contrattuale.

Si tratta, come si è sottolineato, di obblighi ulteriori che, pur facendo spesso da cornice ed essendo connessi funzionalmente all’obbligo di prestazione, possono essere configurati come autonomi e dare vita ad un rapporto “*di contenuto ridotto*” che si colloca tra un vincolo negoziale in senso stretto e l’assenza di un rapporto previo, tutelato dalle regole sulla responsabilità da fatto illecito. Tali obblighi, noti come obblighi di protezione, si considerano autonomi dal dovere di adempimento della prestazione, sia dal punto di vista strutturale che rispetto alla fonte che li prevede, dal momento che traggono origine dalla legge, anche quando fonte del primo sia il contratto; inoltre, si è sottolineato, consentono la protezione di interessi che vengono in evidenza nell’ambito di situazioni di particolare contatto sociale, meritevoli una “*tutela in senso forte, modellata su regole e criteri contrattuali*”³⁸³.

L’affermazione per cui si possano individuare obblighi (di protezione) che vanno al di là del semplice dovere di adempimento della prestazione dovuta trova il suo fondamento nella clausola di buona fede quale principio fondante dell’intero sistema delle

³⁸³ Cfr. A. di Majo, *Il problema del danno al patrimonio*, cit., p. 322-323.

obbligazioni e dei contratti³⁸⁴. Il principio di buona fede sarebbe, in questo senso, clausola generale che si manifesta in specifici doveri di comportamento in virtù delle singole circostanze di fatto presenti non solo al momento del sorgere del rapporto obbligatorio, ma anche di quelle sopravvenute e indipendenti dalla volontà delle parti.

Sulla base di quanto brevemente riportato, così, si è evidenziata una ricostruzione moderna dell'obbligazione, in base alla quale essa non si identifica con un rapporto a struttura lineare, ma con una relazione giuridica "a struttura complessa" nella quale oltre al dovere principale si aggiungono una serie di obblighi accessori, gravanti su entrambe le parti del rapporto, con lo scopo di conservare integra la loro sfera giuridica e tutelandola dalle potenziali lesioni derivanti dal contatto sociale che il rapporto realizza³⁸⁵.

La teorizzazione di doveri di protezione si presenta come categoria che consente di tutelare interessi che vengono in rilievo al di fuori della normale configurazione dei negozi o dei contratti, ovvero interessi di soggetti terzi, anch'essi esposti a danni per la loro prossimità alla sfera della relazione contrattuale tra le parti. In questa prospettiva, affermato che le parti del rapporto obbligatorio rispondono contrattualmente dei danni che possano arrecarsi anche al di fuori della normale attuazione dello stesso, il passo ulteriore è il configurarsi della possibilità di attribuire natura contrattuale alla responsabilità per eventuali lesioni arrecate a sfere soggettive diverse da quelle del debitore e del creditore, in qualche modo giuridicamente implicate nell'attuazione del rapporto.

Proprio questo "momento" della riflessione teorica, si è visto, è da ritenersi punto cruciale dell'indagine oggetto di questo lavoro, essendo quelle analizzate ipotesi in cui a lamentare la lesione della propria sfera giuridica patrimoniale sia un soggetto (l'investitore) terzo rispetto ad un contratto stipulato *inter alios* (quello tra l'agenzia di rating e l'emittente), avente ad oggetto il giudizio sul merito creditizio di un emittente o dello strumento finanziario da questo emesso, la cui esecuzione scorretta si configuri proprio come fonte di quel pregiudizio. Si tratta di circostanze nelle quali un danno – puramente patrimoniale, e cioè non riconducibile a nessuna situazione soggettiva tutelata espressamente dall'ordinamento – si produce nell'ambito dell'esecuzione di un contratto *inter alios* nei confronti di terzi che si trovino in una relazione di contiguità con la relazione negoziale stessa.

Dopo avere svolto questa premessa, allo scopo di consentire l'estensione degli

³⁸⁴ Cfr. D'Angelo, *La buona fede*, cit., p. 241; ma anche F. Venosta, *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, cit., p. 839-844.

³⁸⁵ Cfr. L. Mengoni, *Obbligazioni "di mezzi" e obbligazioni "di risultato"*, cit., p. 185 ss.

effetti del contratto a soggetti estranei ad esso, il successivo passo della riflessione è stato quello di argomentare il superamento del dogma della “relatività” degli effetti del contratto, così come sancito dall’art. 1372 del codice civile del 1942. Si è visto infatti come una visione “dinamica” del principio rimette in discussione la stessa idea del rapporto obbligatorio come relazione nella quale le situazioni soggettive riconosciute siano solamente quelle relative alle parti³⁸⁶.

E’ venuta così emergendo, in questo contesto, una figura elaborata dalla dottrina tedesca e che ha poi trovato parziale accoglimento nel nostro ordinamento, ovvero la figura del contratto con effetti protettivi verso i terzi.

Del tutto coerentemente con la ricostruzione illustrata, questa figura di contratto consentirebbe, per l’appunto, di tutelare i terzi non destinatari dell’obbligazione principale di prestazione, comprendendoli nell’”area di protezione” del contratto del quale non sono parti. Essi farebbero così valere autonomamente non l’inadempimento della prestazione, ma quei cosiddetti obblighi di comportamento che si accompagnano alla prima.

Spostandoci su un piano concreto, dunque, risulta necessario guardare alla effettiva applicabilità della figura richiamata ai casi che qui vengono presi ad esame. In questo senso, si tratta di verificare che gli investitori possano essere inclusi nell’area protettiva del contratto stipulato tra agenzie di rating ed emittente, rispetto al quale risultino terzi, potendo conseguentemente far valere gli obblighi di comportamento accessori sanciti in capo alle agenzie e che si presumono da questa violati.

Come si è visto precedentemente, nonostante le difficoltà – avvertite da molti e ritenute insuperabili da altrettanti – nel rinvenire un fondamento dogmatico volto a giustificare l’uso del *vertrag mit schutzwirkung für dritte* in un sistema giuridico come il nostro, grazie all’opera di attenta dottrina si è riusciti a superare l’ostacolo e ad affermare l’utilizzabilità dell’istituto.

Secondo gli studiosi che per primi ne hanno teorizzato l’esistenza, la protezione a favore del terzo deve rinvenirsi in quei rapporti in cui la “naturale pericolosità” della prestazione possa avere effetti tanto sul debitore così come sul terzo³⁸⁷ e, quindi, nei casi in cui quest’ultimo risulti coinvolto in quella relazione di affidamento che gli darebbe il diritto di esercitare autonomamente un’azione di risarcimento *ex contractu* nel caso subisca un danno. L’autonomia dell’azione si spiega per mezzo dell’autonomia dell’affidamento

³⁸⁶ V. C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 177-178.

³⁸⁷ V. J. Gernhuber, *Drittwirkungen im Schuldverhältnis kraft Leistungsnähe*, in *Festschr. für A. Nikisch*, p. 270; L. Mengoni, *Obbligazioni*, cit., p. 369, nota 15.

sorto in capo al terzo, seppur connesso al rapporto obbligatorio principale, che lo autorizzerebbe così ad agire anche qualora quest'ultimo non sia venuto ad esistenza³⁸⁸.

In questo modo si è prospettata una dimensione della teoria degli obblighi di protezione “nuova”, dove per mezzo dell'affidamento la responsabilità contrattuale viene estesa al terzo che veda una maggiore possibilità di interferenza nella propria sfera giuridica ad opera del debitore o del creditore³⁸⁹.

Sotto questo profilo la buona fede viene ad essere, come si è già avuto modo di vedere, “*la direttiva di comportamento*” alla quale si fa ricorso al fine di dare fondamento alla protezione del terzo³⁹⁰. Se la natura o il modo di essere del rapporto è tale che quest'ultimo si trovi potenzialmente travolto dagli stessi rischi di una parte o dell'altra nell'attuazione di esso, dovrà ritenersi conseguenza diretta di ciò una protezione del terzo pari a quella accordata alle parti.

Una volta fatta questa premessa si individua un fondamento dogmatico della figura in questione e lo si fa passando per la revisione dell'autonomia privata sotto il profilo dell'efficacia soggettiva nella prospettiva di nuovi equilibri introdotti dalla carta costituzionale.

In quest'ottica, il contratto stipulato tra agenzia di rating ed emittente, alla stregua di un principio di relatività non più rigidamente interpretato, produce effetti diretti anche a favore dell'investitore, coinvolto nel negozio in quanto legato da una relazione contrattuale con una delle parti. Nei casi ad esame, infatti, si è visto come l'investitore procede all'acquisto dello strumento finanziario affidandosi al rating (positivo) previamente assegnato dall'agenzia allo strumento stesso sulla base del contratto stipulato con l'emittente e che all'investitore stesso è destinato.

In altre parole, come si è visto, l'emittente conclude un contratto con la società di rating, avente ad oggetto l'assegnazione di una valutazione del merito creditizio dello stesso emittente o di una sua emissione; tale giudizio – positivo – è finalizzato alla divulgazione presso il pubblico degli investitori, allo scopo di indurli, sulla base di esso, ad acquistare; ed è proprio sulla base di esso che l'investitore procederà alla sua scelta d'investimento e, quindi, all'acquisto dello strumento attraverso la conclusione di un negozio con l'emittente.

Gli effetti diretti che dal contratto si estendono all'investitore non potranno ritenersi

³⁸⁸ H. Stoll, *Vertrag und Unrecht*, II Halbband (II parte), 1 ed., Tübingen, 1936, p. 126, 176 ss.

³⁸⁹ V. C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 167-168.

³⁹⁰ V. *Ibidem*.

integrati dal rapporto principale così come individuato da agenzia ed emittente – quello sì presidiato dal principio di relatività di cui all’art. 1372 c.c. e pertanto incapace di estendersi a chiunque eccetto le parti –, ma da quei rapporti accessori – di protezione – che si individuano come autonomi, volti a soddisfare un interesse altro rispetto a quello dedotto nell’affare; e ciò in forza del principio di solidarietà sancito dall’art. 2 della Costituzione in qualità di “*clausola costituzionale che dà rilievo giuridico alla posizione dei soggetti coinvolti dagli effetti di un atto*”³⁹¹.

Tali autonomi rapporti di protezione, che secondo la ricostruzione qui considerata devono ritenersi discendere dal contratto stipulato tra società di rating ed impresa emittente avente ad oggetto – quale prestazione principale – l’assegnazione di un giudizio sul merito creditizio, devono considerarsi invero finalizzati a soddisfare l’interesse ulteriore di segnalare al pubblico tale giudizio e così guidare e indurre gli investitori verso quella determinata scelta di investimento.

L’estensione agli investitori che non vantino un diritto alla prestazione primaria della tutela contrattuale si fonda così sulla previsione di cui all’art. 2 della Costituzione, che sancisce il principio di solidarietà come clausola costituzionale che dà rilievo ai soggetti coinvolti dagli effetti di un atto e che in questo senso determina le sfere nella quali questi effetti si realizzano.

I rapporti accessori di protezione scaturenti dal contratto tra emittente e agenzie di rating possono così in forza del principio di solidarietà ritenersi estesi agli investitori coinvolti nella dinamica del rapporto primario; e ciò per la pretesa che vantino verso una delle parti di esso – l’emittente – in virtù del negozio stipulato con questo.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte ci pare possano quindi trarsi delle conclusioni in ordine alla risarcibilità delle fattispecie di danno dell’investitore per le informazioni scorrette emesse dalle agenzie di rating del credito. Invero, il contratto stipulato tra un’agenzia e l’emittente, avente ad oggetto la valutazione sulla solvibilità di determinati strumenti finanziari o dello stesso emittente, deve ritenersi caratterizzato, oltre che dall’obbligo di prestazione principale, anche da una serie di obblighi accessori che possiamo dire protettivi verso tutti quei soggetti che rispetto all’emittente si trovino in una posizione di “*prossimità qualificata*”; prossimità che si rinviene nella relazione contrattuale che intercorre tra lo stesso emittente e l’investitore.

Così, stante la diretta connessione dei rapporti anzidetti, considerando che il primo

³⁹¹ *Ibidem.*

di essi, tra agenzia ed emittente, produce effetti nella sfera giuridica dell'investitore – al quale peraltro l'informazione oggetto della prestazione è in ultima istanza destinata – non può negarsi come in capo all'agenzia debbano ritenersi sorgere obblighi di protezione volti a soddisfare l'interesse all'integrità del patrimonio della controparte e, per effetto diretto, dei terzi coinvolti e che si sono appena individuati.

In questo modo, trovano finalmente tutela istanze che per troppo tempo può dirsi siano rimaste inascoltate, e lo fanno attraverso un modello “forte”, come si considera quello contrattuale, che consente di estendere a questi soggetti i vantaggi del più lungo termine di prescrizione e di un onere della prova che favorisce il soggetto danneggiato.

Gli eventuali dubbi che possano avanzarsi circa la stabilità di questa ricostruzione, fondata com'è su una figura di origine giurisprudenziale e non del tutto accolta dal pensiero giuridico attuale proprio per le difficoltà in ordine al riscontro di un fondamento dogmatico di cui si è detto, non coglierebbero nel segno. Infatti, non solo ci pare che, grazie allo sforzo della migliore dottrina, una base dogmatica del contratto con effetti protettivi verso terzi nel nostro ordinamento esista; ma si rischierebbe, altrimenti ragionando, di assistere alla (persistente) negazione di istanze di tutela che invece devono trovare risposta, pena la resa del diritto civile di fronte a situazioni, come questa, difficilmente inquadrabili in base ai modelli di responsabilità strettamente intesi.

D'altra parte, continuare a negare la tutela delle fattispecie in cui ad essere danneggiati dalle condotte scorrette delle agenzie di rating siano gli investitori deve ritenersi in contrasto con il principio di effettività, sancito anche a livello europeo dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia, per cui ai diritti previsti a livello comunitario corrisponde l'obbligo degli Stati membri di assicurarne l'applicazione³⁹², seppure, in assenza di una disciplina uniforme, individuando a livello nazionale i rimedi di volta in volta applicabili³⁹³.

Ancora, spinge verso questa direzione l'osservazione per cui, considerato il potere detenuto dalle agenzie di rating nei mercati finanziari, dovuto all'impatto che la (loro) qualificazione del rischio del merito creditizio manifesta in molteplici ambiti, queste entità non possono rimanere immuni da responsabilità; dovendo al contrario rispondere degli atti negligenzi fonte di pregiudizi nel patrimonio dei soggetti che su di esse – proprio in virtù di quel potere – facciano affidamento.

³⁹² Cfr. P. Craig – G. De Burca, *Eu Law: Text, Cases, and Materials*, cit., p. 305 ss.

³⁹³ V. W. Van Gerven, *Of rights, remedies and procedures*, cit. p. 501 ss.

III PARTE

LA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING VERSO GLI INVESTITORI NEL DIBATTITO SPAGNOLO

1. LA QUESTIONE SECONDO LA PROSPETTIVA SPAGNOLO

Il dibattito relativo alla responsabilità delle agenzie di rating per i danni prodotti agli investitori nell'emissione di valutazioni scorrette si è aperto, come può immaginarsi, in tutti gli ordinamenti coinvolti dall'attività delle agenzie di rating; ma soprattutto quelli nei quali i pregiudizi derivanti da una valutazione negligente sono stati maggiori.

In questa prospettiva vengono chiaramente in rilievo proprio quegli ordinamenti che, per il loro sistema economico, possono dirsi maggiormente soggetti alle esternalità negative che l'attività di queste entità genera; tra questi, quello italiano e quello spagnolo. Non è casuale, infatti, che la maggior parte dei declassamenti del debito pubblico sovrano abbiano riguardato, negli ultimi anni, proprio l'Italia e la Spagna, insieme ad altri Paesi, come Grecia e Portogallo, nei quali il sistema economico e finanziario con molte più difficoltà è sembrato riuscire a reggere gli effetti della recente crisi mondiale.

La maggior parte degli aspetti fin qui analizzati sono chiaramente da considerarsi comuni a tutti gli ordinamenti nei quali si discute sul problema della responsabilità delle agenzie di rating verso gli investitori che sulle loro valutazioni facciano affidamento; identica è cioè la base sulla quale il discorso prende le mosse³⁹⁴. E' evidente, d'altro canto, come il problema concreto dei modelli di responsabilità da adottare in ciascun sistema giuridico siano differenti.

La giurisprudenza spagnola non annovera nei propri annali, ad oggi, alcuna pronuncia che veda un'agenzia di rating condannata al risarcimento dei danni causati agli investitori per effetto di una valutazione falsa o scorretta. Come si è già avuto modo di constatare, gli argomenti avanzati per negare la responsabilità di queste entità sono diversi e ciò che viene in rilievo, secondo alcuni autori, è un'idea decisamente lontana delle funzione e del ruolo che realmente le agenzie di rating svolgono all'interno del mercato, la

³⁹⁴ Ci si riferisce chiaramente alla circostanza per cui identico è da considerarsi il contesto nel quale si svolge il dibattito relativo alle agenzie, per cui certamente identico è ruolo che le informazioni svolgono nel mercato finanziario, la funzione che le agenzie svolgono rispetto alla diffusione di tali informazioni e le caratteristiche principali della loro attività così come i principali aspetti problematici che vengono in rilievo. Lo stesso potrà dirsi rispetto alla disciplina che si è qui analizzata, ad eccezione degli ordinamenti che dell'Unione europea non sono parte e per i quali, dunque, le norme da essa sancite non siano valide.

quale sembra riflettere l'intento di mantenere immuni da responsabilità queste entità³⁹⁵.

Così, se nella giurisprudenza non sembra potersi scorgere alcuna notizia relativa al dibattito di cui si discute; nell'ordinamento giuridico spagnolo la dottrina si è mossa nella direzione della ricerca di concrete risposte all'esigenza di tutela di coloro che risultino essere vittime di falsa o erronea valutazione delle agenzie e per questa ragione vedersi legittimati attivamente ad un'azione di risarcimento per i danni sofferti³⁹⁶. Allo stesso modo, l'interrogativo muove dalle difficoltà che si pongono rispetto al tipo di responsabilità che debba configurarsi in capo alle agenzie di rating verso gli investitori che non siano parte di una relazione contrattuale con le entità di cui si discute.

Invero, alcuni autori prendono le mosse dalla premessa per cui le informazioni somministrate nel mercato dalle società di rating devono considerarsi integranti non solo l'informazione in sé, ma anche la reputazione e l'affidamento (dell'entità che le somministra) che esse, per l'appunto, intendono generare³⁹⁷.

In altre parole, si afferma che il discorso sulla responsabilità delle agenzie di rating debba muovere dall'affermazione per cui vi sono mercati specificamente orientati alla produzione e lo scambio di informazioni che abbiano un valore decisivo per il loro impiego nelle decisioni di contenuto e rilevanza economica, ovvero servizi orientati alla produzione e commercializzazione di un "affidamento specializzato"³⁹⁸.

L'affidamento che gli investitori hanno sempre di più riposto sulle informazioni emesse dalle agenzie di rating ha permesso, infatti, che esse siano ad oggi considerate come veri e propri c.d. "intermediari reputazionali"; circostanza, peraltro, dalla quale si ritiene abbia preso forma l'evoluzione di queste entità da semplici intermediari di informazioni utili agli investitori al fine di operare le proprie scelte di investimento, fino al raggiungimento dell'attuale funzione di "venditori" di vere e proprie licenze regolamentari³⁹⁹.

³⁹⁵ Questa constatazione è chiaramente espressa da M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, in *RDBB*, 120, Ottobre/Diciembre 2010, p. 168.

³⁹⁶ Per un esame del dibattito sul tema in questione nella dottrina spagnola v. principalmente A.J. Tapia Hermida, *La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales*, in *RDBB*, 100, 2005, p. 13 ss; Id., *Las agencias de calificación crediticia. Agencias de "rating"*, Pamplona, 2010; M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, cit., p. 141 ss.; C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, cit.

³⁹⁷ V. M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, cit., p. 164 e 169; C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia*, cit., p. 224 ss.

³⁹⁸ L'espressione è tradotta dall'originale spagnola "confianza específica".

³⁹⁹ Questa circostanza è colta da C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *op. ult. cit.*, p. 224.

Fatta questa premessa si ritiene, dunque, che la responsabilità delle agenzie di rating verso gli investitori debba fare perno proprio sullo status professionale rivestito dalle stesse, vera “chiave di volta” per il superamento dell’immunità delle agenzie, a cominciare dall’argomento secondo cui i rating rappresentano mere opinioni⁴⁰⁰.

Come è possibile dedurre dallo stesso regolamento 1060/2009 sulle agenzie di rating, all’art. 3, comma 1, lett. b, il quale sancisce che le agenzie rappresentano “una persona giuridica la cui attività include l’emissione di rating del credito a livello professionale”, tali entità risultano nella prestazione dei propri servizi di valutazione del merito creditizio vincolate a una *lex artis* che le rende destinatarie di un livello di diligenza maggiore rispetto a quello richiesto al soggetto che non operi nel mercato in qualità di esperto. Lo status professionale, che per un verso consente di prevedere un sistema di controllo della qualità dei servizi prestati, permette sotto altro profilo di rendere nullo l’argomento secondo cui il rating non rappresenti che una mera opinione – formula fino ad oggi in grado di garantire l’immunità delle agenzie.

Si ritiene così che quello appena menzionato debba essere il parametro per poter apprezzare la responsabilità delle società di rating, ovvero il mancato rispetto delle regole sancite dai codici di condotta previsti dalle stesse agenzie, dalle norme di fonte comunitaria o internazionale per l’emissione delle loro valutazioni, alla luce dei criteri di diligenza professionale⁴⁰¹.

Come nella maggior parte degli ordinamenti, anche nella dottrina spagnola si pone la questione relativa alla possibilità di applicare un modello di responsabilità contrattuale o extracontrattuale. Anche in questo caso, infatti, le conseguenze con riguardo al termine di prescrizione e all’onere della prova sono più favorevoli nell’ambito della disciplina sulla responsabilità da inadempimento⁴⁰².

In questa prospettiva, alcuni studiosi hanno avanzato l’ipotesi di ricorrere alla già menzionata figura del contratto con effetti protettivi verso terzi; garantendo in questo modo la tutela di quegli investitori che si vedano danneggiati dalla condotta scorretta di un’agenzia di rating e l’applicazione delle regole sulla responsabilità contrattuale

⁴⁰⁰ Sostengono questo punto di vista M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, cit., p. 171 ss.; C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *op. ult. cit.*, p. 225 ss.

⁴⁰¹ *Ibidem*, p. 225-226.

⁴⁰² Il termine di prescrizione per la responsabilità contrattuale, in base all’art. 1964 del codice civile, è di quindici anni; mentre si tratta di un anno nel caso di responsabilità extracontrattuale, così come stabilito dall’art. 1968 dello stesso codice. Per quel che riguarda l’onere della prova, anche nel caso si applichi il regime previsto dalle regole sulla responsabilità da inadempimento, è più favorevole per il danneggiato; essendo invece più rigoroso nel caso di responsabilità extracontrattuale.

nonostante l'assenza di un vincolo negoziale tra essi ⁴⁰³.

Questi autori ritengono che la figura del *vertrag mit schutzwirkung für dritte* non troverebbe ostacoli ad essere ammessa all'interno dell'ordinamento iberico, sulla base dell'affermazione per cui se si ammette che le parti possano stipulare un contratto a favore di terzo (di cui all'art. 1257 codice civile), difficilmente potranno esservi ostacoli alla previsione di una figura analoga, che abbia effetti meno intensi rispetto al primo ⁴⁰⁴.

Le argomentazioni che vengono avanzate per giustificare l'applicazione della figura elaborata dal pensiero giuridico germanico muovono dall'affermazione secondo cui l'estensione dell'ambito protettivo del regolamento negoziale è resa possibile dall'integrazione del contratto secondo buona fede, in virtù di quanto disposto dall'art. 1258 codice civile, rispondendo ciò alla necessità di osservanza delle obbligazioni legali imposte alle agenzie di rating del credito nell'esercizio della propria attività professionale, al fine di garantire il rafforzamento del livello di protezione degli investitori.

Si argomenta l'inclusione dei terzi nell'ambito protettivo del contratto sulla base delle norme che riconoscono la protezione dell'investitore tra gli obiettivi da perseguire, come nel caso di quanto stabilito dal codice di condotta IOSCO e dal regolamento 1060/2009; ovvero ritenendo che il contenuto e la finalità del servizio prestato dalle agenzie di rating riguardi anche questi soggetti, essendo essi stessi motivo per cui l'attività delle agenzie viene regolata.

Senonché, a parte queste brevi osservazioni, avanzate peraltro da una dottrina minoritaria ⁴⁰⁵, si ritiene che il modello di responsabilità che debba essere preso in considerazione per le fattispecie che si esaminano è quello extracontrattuale, a partire dalla constatazione per cui il sistema di responsabilità civile spagnolo, ispirato al Code Napoléon francese, contiene una clausola aperta di responsabilità che non impedisce l'utilizzo dell'art. 1902 del codice civile per il risarcimento dei danni subiti dagli investitori a causa di valutazioni false o scorrette.

Ad ogni modo, la questione meriterebbe probabilmente un più ampio approfondimento, se non altro perché, come si è visto anche relativamente all'ordinamento

⁴⁰³ C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, p. 228-229.

⁴⁰⁴ Sull'ammissibilità della figura del contratto con effetti protettivi verso terzi nel sistema giuridico spagnolo v. P. De Olmo García, *Responsabilidad por daño puramente económico causado al usuario de informaciones falsas*, *Anuario de Derecho Civil*, 54, 2001, p. 257 ss.

⁴⁰⁵ Come si è già avuto modo di sottolineare, avanza questa ipotesi, per poi abbandonarla, C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, cit., p. 228-229.

italiano, una tutela di tipo contrattuale consentirebbe una tutela più forte, più vantaggiosa per i soggetti che entrino in contatto con l'agenzia e che dall'attività di essa vengano danneggiati.

2. LA PROPOSTA DI APPLICAZIONE DEL MODELLO DI RESPONSABILITÀ EXTRA CONTRATTUALE

Gli autori che si sono occupati del tema relativo alla responsabilità delle agenzie di rating nei confronti dei terzi, dunque, sulla base della circostanza per cui il sistema di responsabilità civile spagnolo è un sistema a clausola aperta, ritengono di doversi muovere sulla strada tracciata dall'art. 1902 codice civile, anche se individuando, al contempo, quei limiti che consentano di evitare l'imposizione di una responsabilità troppo ampia⁴⁰⁶.

In questa prospettiva, si è affermato che nonostante le effettive difficoltà, anche da un punto di vista tecnico e legate alla natura e al peso che i rating abbiano nel mercato così come all'uso di cui possano essere oggetto, l'applicazione delle norme sulla responsabilità civile non solo deve ritenersi opportuna da un punto di vista di politica del diritto, ma non può essere scartata a priori per una valutazione di carattere generale; poiché ciò significherebbe sottrarre queste entità, a livello istituzionale, dal dovere generale di tutti i soggetti di non porre in essere condotte colpose o dolose, che possano arrecare danno ad altri⁴⁰⁷.

Si sottolinea come, nonostante sia stata dettata, su entrambe le sponde dell'Atlantico, una normativa che sembra chiaramente considerare le agenzie di rating come pietra angolare dell'architettura dei mercati finanziari, con la conseguente previsione di misure di carattere preventivo, e benché quest'ultima opzione legislativa si consideri conveniente ed efficace, risulta comunque necessario e opportuno l'intervento delle norme sulla responsabilità civile.⁴⁰⁸

In altre parole, le regole che stabiliscono l'imputazione dei danni causati da atti negligenti diventano – nell'ottica della protezione di un "affidamento specifico" che lo stesso mercato richiede per l'attuazione di determinate transazioni – di necessaria

⁴⁰⁶ V. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *op. ult. cit.*, p. 229.

⁴⁰⁷ Cfr. M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, cit., p. 173.

⁴⁰⁸ L'espressione virgolettata è tratta e tradotta da Cfr. M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *op. ult. cit.*, p. 173.

applicazione allo scopo del mantenimento della sicurezza dei traffici⁴⁰⁹. Coloro che abbiano ragionevolmente riposto affidamento sull'attività svolta dalle agenzie di rating, sulla base della reputazione accumulata dalle stesse, devono poter ottenere ristoro per le perdite subite quando questo stesso affidamento sia stato violato dalla condotta negligente delle stesse entità di cui si discute.

Secondo alcuni autori, invero, pur tenendo in considerazione le difficoltà che in concreto si evidenziano, risulta chiara la necessità di ammettere l'applicazione delle norme sulla responsabilità civile nei casi ad esame, soprattutto se si osserva che nel sistema giuridico spagnolo non sembrano esservi ostacoli che, invece, in altri ordinamenti possono venire in rilievo⁴¹⁰.

Così, sulla base di tali affermazioni, si ritiene che il problema della responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori debba essere risolto per mezzo del ricorso alle norme di cui all'art. 1902 del codice civile, verificando la configurabilità di tutti i requisiti essenziali da questa norma previsti.

Invero, secondo la dottrina spagnola, requisito essenziale, capace di segnare il perimetro della responsabilità extracontrattuale, è da considerarsi la colpa, come violazione del modello di condotta del buon padre di famiglia, in termini di prevedibilità del danno. Il concetto di colpa, così come interpretato nel pensiero giuridico di origine iberica, deve ritenersi inglobare al suo interno l'illiceità della condotta e, quindi, la necessità che esista un dovere previo che sia stato violato dall'atto posto in essere dal danneggiante, il quale, per questa stessa ragione, viene qualificato come negligente⁴¹¹.

In questo senso, dunque, si rende necessario individuare il momento nel quale l'azione o l'omissione posta in essere dall'agenzia possa considerarsi colpevole, ovvero verificare quale sia *“il margine d'errore ragionevole che debba tenersi in conto affinché l'atto dell'agenzia di rating possa considerarsi come tale”*⁴¹².

Si ritiene così che potrà qualificarsi come negligente l'atto posto in essere dall'agenzia di rating che non sia conforme allo standard di condotta determinato sulla base del proprio status professionale nell'esercizio dell'attività di valutazione del merito

⁴⁰⁹ *Ibidem*.

⁴¹⁰ Si pensi, per l'appunto, all'ordinamento italiano, nel quale un sistema di responsabilità civile che si è definito “a tipicità evolutiva”, impedisce l'applicazione di questo tipo di responsabilità alle fattispecie di danno che le agenzie di rating causano agli investitori.

⁴¹¹ Per un approfondimento del tema v. L. Díez-Picazo-A. Gullón, *Sistema de derecho civil*, vol. II, Madrid, 1994, p. 608.

⁴¹² Il corsivo è ancora tratto e liberamente tradotto da C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de “rating”)*, cit., p. 230.

creditizio; standard che, d'altro canto, lo vincola a un livello di diligenza qualificato. Ciò comporta che seppur il risultato dell'attività prestata non possa essere garantito, si dovranno essere state rispettate tutte le regole stabilite per la corretta emissione del rating, sancite tanto nei codici di condotta interni, così come stabilite in ambito internazionale ed europeo; tali regole contribuiscono a dare corpo a quella *lex artis* giuridicamente esigibile alle agenzie stesse⁴¹³.

Invero, concorrono a formare il contenuto della diligenza richiesta alle società di rating tutte quelle misure che impongono regole volte ad evitare l'emissione di valutazioni false o erranee, così come a garantire che i rating emessi si basino su un'analisi esaustiva di tutte le informazioni di cui le agenzie dispongano e che siano, al contempo, suscettibili di essere soggette ad un controllo obiettivo⁴¹⁴.

Il rispetto delle misure indicate, che regolano la condotta professionale dell'agenzia, viene indicato così come il parametro da tenere in considerazione al fine di valutare la prevedibilità del danno negli atti posti in essere da queste entità e, quindi, criterio per il configurarsi di una responsabilità di tipo extracontrattuale.

Svolte queste premesse, il passo successivo compiuto dalla dottrina spagnola è quello di verificare l'esistenza di tutti i requisiti che la legge richiede affinché possa dirsi integrata una fattispecie di danno extracontrattuale, e cioè la condotta dannosa, l'imputazione del danno, il nesso causale tra il primo e il secondo elemento⁴¹⁵.

Il primo requisito di cui si va alla ricerca al fine di potere attestare la configurabilità di una responsabilità extracontrattuale delle agenzie per i danni causati agli investitori con i quali non vi sia alcuna relazione contrattuale è quello dell'azione od omissione dannosa. L'affermazione sull'esistenza di questo elemento, però, si ritiene necessiti il previo esame sull'esatta natura delle informazioni somministrate dalle agenzie, dato che da essa dipende la valutazione del loro grado di veridicità, correttezza, esattezza, così come della ragionevolezza dell'affidamento in esse riposto.

Come si è già avuto modo di sottolineare nel corso del presente lavoro, l'argomentazione da sempre avanzata dalle società di rating – utilizzata come linea di difesa nei casi in cui esse siano state chiamate in giudizio e costantemente accolta dalle corti, tanto americane quanto europee –, in base alla quale le valutazioni sul merito

⁴¹³ *Ibidem*.

⁴¹⁴ Si fa chiaramente riferimento alle norme contenute nel c.d. codice di condotta IOSCO e a quelle sancite da ultimo nel regolamento 1060/2009, così come modificato da ultimo nel 2013 (regolamento 462).

⁴¹⁵ Per un esame di questi requisiti v. L. Díez-Picazo, *Derecho de daños*, Madrid, 1999, p. 287-290, 323 ss., 361.

creditizio sono da considerare come mere opinioni, ha consentito a queste società di utilizzare la tutela garantita dal diritto alla libertà d'espressione⁴¹⁶, garantito da tutte le moderne carte costituzionali, ma non può essere considerata decisiva. Al contrario, come si è visto, la stessa (evoluzione della) funzione svolta dall'attività delle agenzie, così come lo status professionale che esse ricoprono, definito persino para-istituzionale, non consentono di definire il rating come una mera opinione, capace di renderle immuni dalla responsabilità per il compimento di atti dannosi nell'esercizio della loro attività di valutazione del merito creditizio⁴¹⁷.

L'evoluzione funzionale dell'attività svolta delle agenzie di rating, per cui dall'emissione di informazioni fonte di affidamento si sono convertite in strumento di regolazione ed elemento essenziale per il funzionamento stesso dei mercati, ha avuto come ulteriore effetto quello di considerarle e poi rendere veri e propri "intermediari reputazionali", ridefinendone dunque il profilo iniziale⁴¹⁸.

Numerose circostanze, che in diverse occasioni si è avuto modo di evidenziare⁴¹⁹, mettono in risalto come le agenzie di rating somministrano non solamente semplici informazioni, ma anche attraverso esse il proprio c.d. capitale di reputazione, al fine di generare l'affidamento necessario per potere operare scelte di investimento utili agli investitori.

In questo modo, si rende evidente che oltre alla qualità della valutazione emessa da queste entità, ciò che viene in considerazione è anche la reputazione e l'affidamento che esse sono in grado di generare.

Così stando le cose, diventa opportuna, se non necessaria, l'attivazione del sistema

⁴¹⁶ La tutela garantita dalla libertà d'espressione ha comunque trovato un limite, dato dall'*actual malice* con la quale possa aver attuato l'agenzia di rating nell'emissione di un'informazione erronea o falsa. Rispetto ai casi in cui si sono avuti dubbi sulla veridicità delle pubblicazioni fornite v. *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co.*, cit.

⁴¹⁷ Nella dottrina spagnola v. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, cit., p. 232-235; M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, cit., *passim*.

⁴¹⁸ Vengono considerati come "intermediarios reputacionales o de confianza" da M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, op. ult. cit., p. 146-149; sono considerati "intermediarios informativos" da A.J. Tapia Hermida, *La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales*, cit., p. 13.

⁴¹⁹ Fa una esaustiva elencazione delle circostanze che valgono a ridefinire il ruolo delle agenzie di rating e l'importanza delle valutazioni da esse emesse C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, cit., p. 235-236. Tra di esse, si ricorda il fatto che tali valutazioni contribuiscano a garantire l'efficienza dei mercati; riducono l'asimmetria informativa e i costi di finanziamento per gli emittenti; hanno un valore di certificazione dell'investimento per alcuni tipi di investitori; hanno un valore regolamentare quando siano necessari per la qualificazione del grado di solvibilità di determinate entità etc.

di responsabilità civile vigente, con lo scopo di consentire il controllo dell'operato delle agenzie di rating. Lo status professionale che le obbliga all'elaborazione di informazioni precise e corrette li vincola a uno standard di diligenza qualificato in virtù del quale queste entità possono dirsi obbligate al rispetto di determinati criteri di condotta⁴²⁰. La deviazione da questi ultimi si considera così il parametro attraverso il quale poter verificare la responsabilità delle agenzie di rating.

Così argomentando, il passo successivo si muove nella direzione della verifica di un altro dei presupposti necessari per il configurarsi di una responsabilità di tipo extracontrattuale in capo alle agenzie, sulla base delle regole sancite nell'ordinamento spagnolo, e cioè della circostanza per cui dall'azione negligente debba derivare un danno certo, restando esclusi quelli puramente ipotetici ed eventuali⁴²¹.

La circostanza per cui il danno subito dagli investitori risulti essere conseguenza dell'azione od omissione dell'agenzia di rating nell'esercizio della sua attività di valutazione del merito creditizio di determinati strumenti finanziari o emittenti, consentirà il configurarsi della responsabilità in capo alle agenzie quando, in particolare, esse abbiano emesso un rating che risulti poi manifestamente scorretto.

Un altro dei requisiti essenziali per l'integrazione della responsabilità di cui all'art. 1902 codice civile è l'imputabilità a titolo doloso o colposo della condotta.

Sulla base di quanto disposto dall'art. 1104 codice civile, integra l'elemento della colpa l'omissione della diligenza richiesta dalla natura dell'obbligazione, dalle circostanze relative alla persone coinvolte, di luogo e di tempo⁴²². Inoltre, in base a quanto stabilito dalla norma successiva, e cioè l'art. 1105 codice civile, fuori dai casi espressamente previsti dalla legge o dalla stessa obbligazione, nessuno risponderà di quei fatti che non abbiano potuto essere previsti o che, nonostante fossero previsti, risultassero comunque inevitabili. In altri termini, la diligenza obbliga a prendere le misure necessarie a evitare il risultato dannoso anticipato, per cui si considererà negligente l'azione o l'omissione di chi non l'abbia previsto o pur avendolo fatto, non lo abbia evitato⁴²³.

Alla luce di quanto stabilito nell'ordinamento spagnolo, dunque, si considererà negligente la condotta delle agenzie di rating tutte le volte in cui queste pongano in essere

⁴²⁰ Per queste osservazioni v. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *op. ult. cit.*, p. 237.

⁴²¹ L. Díez-Picazo-A. Gullón, *Sistema de derecho civil*, cit., p. 600.

⁴²² Questa norma è sancita con riferimento alla responsabilità da inadempimento ma si ritiene applicabile anche all'ambito della responsabilità extracontrattuale secondo quanto stabilito dalle sentenze del *Tribunal Supremo de 2 de diciembre de 1946 y de 8 de julio de 1972*.

⁴²³ L. Díez-Picazo-A. Gullón, *Sistema de derecho civil*, cit., p. 608.

atti senza la dovuta diligenza che, nel caso di specie, è da considerarsi quella dettata dagli standard professionali di volta in volta richiesti; in tal caso, quando esse abbiano emesso una valutazione del merito creditizio senza il rispetto delle regole imposte tanto dai propri codici di condotta, così come dalle norme sancite tanto in ambito internazionale quanto europeo.

E' il rispetto o, al contrario, la violazione delle obbligazioni legali che regolano la condotta professionale delle agenzie di rating che dovrà considerarsi unità di misura al fine di poter verificare la prevedibilità del danno prodotto dalla condotta di esse.

Allo stesso modo, la responsabilità delle agenzie di rating potrà configurarsi a titolo di dolo, e ciò quando questi soggetti agiscano nella consapevolezza di provocare un danno, ciononostante senza adottare alcuna misura per evitarlo⁴²⁴.

Altresì essenziale al fine di configurare responsabilità civile, anche nell'ordinamento spagnolo, è il nesso di causalità tra la condotta del danneggiante e il danno.

Invero, in questa prospettiva il problema che ci si pone è quello di individuare, tra i molti che possano prospettarsi, quell'evento che possa essere considerato l'antecedente causale del danno prodottosi in capo al danneggiato. A tal proposito, come ricorda la dottrina, e al pari di quanto avvenuto nell'ordinamento italiano, diversi criteri sono stati avanzati dalla riflessione giuridica penalistica, poi accolti in campo civile⁴²⁵.

Secondo l'orientamento espresso del Tribunal Supremo il nesso eziologico va individuato attraverso la valorizzazione delle circostanze o condizioni che secondo il buon senso comune possano considerarsi come indice di responsabilità all'interno dell'infinito concatenarsi di eventi⁴²⁶. D'altro canto, a completamento di quanto si è appena menzionato, un altro orientamento giurisprudenziale ha affermato che debba considerarsi efficiente anche quella causa che prepari, condizioni o completi l'ultima azione causale; presentandosi entrambe le concause come –direttamente e indirettamente – fonte dell'evento dannoso prodottosi per l'azione congiunta di esse⁴²⁷.

Passando al piano concreto e alle fattispecie che vedono coinvolte le agenzie di

⁴²⁴ Con riferimento all'elemento del dolo v. *ibidem*, p. 609.

⁴²⁵ Per una ricognizione delle diverse teorizzazioni avanzate dalla dottrina penale v. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, cit., nota 49.

⁴²⁶ V. Tribunal Supremo de 25 de enero de 1933, 11 de julio de 1941, 22 de octubre de 1948, 15 de abril de 1964 e 30 de diciembre de 1981.

⁴²⁷ V. Tribunal Supremo de 18 de octubre de 1979, 22 de abril y 4 de junio de 1980 y 23 de septiembre de 1988.

rating del credito, alcuni autori⁴²⁸ individuano la sequenza causale in base alla quale deve ritenersi configurabile una responsabilità di tipo extracontrattuale in capo alle entità ora menzionate.

Secondo questa opzione interpretativa, invero, la valutazione falsa o scorretta, emessa nel mancato rispetto delle regole di diligenza professionale, provocano un danno all'investitore che l'abbia tenuta in considerazione per operare la propria scelta di investimento, ritenendo ragionevole fare affidamento su di essa⁴²⁹. In questa sequenza si ritiene di rilevante importanza il ruolo giocato dall'affidamento dell'investitore danneggiato: il danno non si sarebbe prodotto qualora l'investitore non si fosse affidato al rating scorretto o falso ma, d'altro canto, questo affidamento deve essere giudicato ragionevole e, soprattutto, giustificato, alla luce di quanto affermato finora rispetto all'attività e al ruolo svolto dalle entità di cui si discorre⁴³⁰.

In questo senso, la dottrina richiamata ritiene opportuno evidenziare quegli argomenti capaci di provare che l'affidamento risposto dagli investitori nelle valutazioni emesse dalle agenzie di rating sia ragionevole; e cioè considerare che tale affidamento acquisisce carattere pubblico nel momento in cui la stessa normativa regolamentare si fonda su di essi e ne faccia strumento per il migliore funzionamento e la regolazione dei mercati. D'altronde, si sottolinea, è proprio per effetto di tale affidamento che le agenzie hanno di fatto acquisito enormi poteri e c.d. capitale di reputazione, fino a – per l'appunto – convertirsi, per lo stesso legislatore, in mezzo attraverso cui attuare le politiche legislative da perseguire⁴³¹.

Sulla base di quanto fin qui riportato, dunque, sembra potersi rilevare che la riflessione giuridica nell'ordinamento spagnolo sia decisamente orientata verso l'applicabilità di un modello di responsabilità extracontrattuale per la disciplina delle fattispecie di danno che gli investitori subiscano a causa delle condotte scorrette poste in essere dalle agenzie di rating del credito.

D'altronde, considerando che quello dettato dal codice civil spagnolo è un sistema

⁴²⁸ Cfr. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, op. ult. cit., p. 248-249.

⁴²⁹ V. *Ibidem*, la quale a questo punto richiama un recente e poco noto caso in cui un Tribunale australiano ha condannato l'agenzia di rating *Standard & Poor's* al risarcimento del danno causato da una valutazione negligente su prodotti finanziari emessi da *ABN Amro*. In questa pronuncia, infatti, il giudice australiano ritiene negligente la condotta della menzionata società di rating, ritenendola perciò responsabile per il danno causato ai compratori del prodotto finanziario in questione, avendo questi fatto affidamento su di esso al fine di operare le proprie scelte di investimento.

⁴³⁰ V. C. Rojo Álvarez-Manzaneda, op. ult. cit., p. 249.

⁴³¹ V. *Ibidem*.

di responsabilità civile “a clausola aperta”, si rende evidente come non si prospettino qui le difficoltà che si sono viste sorgere nel tentativo di applicare il modello di responsabilità *ex delicto* nell’ordinamento italiano. La qualifica di “ingiustizia” che il legislatore italiano ha inteso nel codice del 1942 attribuire al danno, rende difficoltoso, se non impossibile, nelle forme che si sono viste e che si richiamano, il collegamento del danno meramente patrimoniale (che nei casi ad esame si prospetta) ad una situazione giuridica soggettiva protetta dall’ordinamento, che valga a qualificare il pregiudizio come “ingiusto”.

Invero, la dottrina spagnola che si è occupata della materia sembra pacificamente ritenere applicabile il modello di responsabilità civile previsto dal codice civil alle fattispecie analizzate e, per questo stesso motivo, disinteressata alla possibilità di prospettare l’uso di un modello di responsabilità di tipo contrattuale sul quale, invece, potrebbe essere opportuno indagare.

Se un sistema di responsabilità civile più flessibile e aperto consente di inquadrare più facilmente fattispecie di danno che in altri ordinamenti possono apparire maggiormente problematiche, ciò non dovrebbe escludere l’indagine sulla possibilità di applicare modelli di responsabilità diversi, più favorevoli alla tutela dei soggetti danneggiati. Un lavoro che si indirizzi verso questo studio ci pare possa ritenersi auspicabile.

ALCUNE CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Le agenzie di rating del credito sono oggi considerate tra i principali attori dei mercati finanziari. In una società in cui termini come *spread*, debito sovrano, *btp* e *default* sono entranti a far parte della quotidianità dell’uomo della strada, non ci si stupisce se queste entità siano ormai note ai più, nonostante fino a poco più di un decennio fa solo tra gli addetti ai lavori nomi come Standard & Poor’s, Moody’s o Fitch potevano considerarsi familiari.

Gli scandali finanziari che a partire dai primi anni di questo secolo hanno interessato i mercati di tutto il mondo, ma soprattutto lo scoppio della crisi economica che ad oggi si trascina a livello globale, hanno invero messo in luce le distorsioni che l’attività delle agenzie hanno provocato – e continuano a provocare – nelle dinamiche dei mercati finanziari.

I noti casi Enron, Parmalat, WorldCom, in un primo momento, e l’esplosione della bolla speculativa legata ai mutui *subprime*, con il fallimento di colossi come Lehman

Brothers, da ultimo, hanno mostrato come l'enorme potere acquisito nel corso dello scorso secolo da queste entità possa avere effetti su una molteplicità di ambiti; dispiegandosi non solo all'interno dei circuiti dell'alta finanza e dei mercati in generale, ma provocando conseguenze anche nelle economie degli Stati, nelle loro politiche pubbliche e, così, ripercuotendosi anche, a un livello microeconomico, sulla società civile.

E' evidente, così, come sulle agenzie di rating si sia inevitabilmente sviluppato un acceso dibattito, estesosi a diversi settori disciplinari, tra cui quello giuridico, nell'ambito del quale – a seconda della specifica materia – si sono esaminati diversi aspetti dell'attività e le funzioni che esse svolgono. Se nel diritto commerciale, ad esempio, si sono esaminati soprattutto i problemi connessi al mercato in cui esse operano, nel diritto penale l'indagine si è indirizzata sull'individuazione delle possibili ipotesi di reato configurabili in capo ad esse.

Ebbene, nella disciplina oggetto del presente studio, il discorso sulle agenzie si è concentrato soprattutto sui problemi relativi alla configurabilità di una responsabilità in capo ad esse, in ragione delle condotte scorrette venute alla ribalta negli ultimi decenni e dei conseguenti danni provocati tanto nei confronti degli emittenti – soggetti ai quali in prima battuta è rivolta l'attività delle agenzie –, così come verso gli investitori – destinatari indiretti dei loro servizi.

Senonché, se la prima delle due linee di indagine appena menzionate – sotto il profilo dell'inquadramento secondo gli schemi che ogni sistema di responsabilità prevede – si è mostrata meno problematica, quantomeno per la presenza di un legame contrattuale tra i soggetti considerati; nel secondo caso, non solo la questione si fa più complessa per via dell'assenza di una relazione giuridica diretta tra le agenzie e gli investitori, ma – per lo meno dal punto di vista di chi scrive – anche per quest'ultima ragione, si rende più urgente per garantire la tutela dei soggetti su cui maggiormente si riversano le conseguenze dei danni sistemici da esse provocati.

Per potere giungere, così, ad una proposta relativa all'inquadramento delle fattispecie di responsabilità delle agenzie di rating verso gli investitori danneggiati dai loro rating falsi o scorretti, si è ritenuto opportuno procedere costruendo un percorso che, individuando la funzione e il ruolo originari di queste entità, l'attività svolta e la loro evoluzione, così come gli aspetti problematici che si sono col tempo generati, nonché le risposte normative che a questi problemi sono state fornite, consentisse di focalizzare il contesto nel quale il tema della responsabilità civile di queste entità viene a collocarsi.

In particolare, l'indagine ha preso le mosse da un esame del ruolo dell'informazione nei mercati finanziari e, in particolare, dell'importanza che il bene informazione occupa nelle dinamiche che caratterizzano le transazioni all'interno di essi. Svolto un breve excursus sull'importanza e sul ruolo delle informazioni all'interno del mercato finanziario, si è potuta constatare, infatti, la stretta connessione tra asimmetrie informative e agenzie di rating del credito, dovendosi considerare l'attività di queste ultime come finalizzata a ridurre il problema generato dalle prime.

Si è visto, infatti, che l'esistenza di asimmetrie informative, relative ai prezzi e alla qualità dei beni scambiati nei mercati finanziari, genera rilevanti effetti negativi come quelli rappresentati dai fenomeni di *adverse selection* e di *moral hazard*. Il conseguente rischio di una tendenza alla riduzione dei prestiti e all'aumento dei tassi di interesse, così, rende necessario l'operare di soggetti che consentono una migliore diffusione delle informazioni e un maggiore controllo dell'uso del credito.

Subito dopo, individuata la funzione originaria delle entità qui analizzate, si è ritenuto di procedere all'esame dell'origine storica di esse e dell'attività svolta.

Nate nei primi del novecento negli Stati Uniti, le agenzie di rating iniziarono ad espandere il loro potere grazie alla previsione, nel corso del ventesimo secolo, di norme con le quali cominciarono ad essere incluse nella normativa finanziaria. L'assegnazione di un valore regolamentare ai giudizi da esse emessi, infatti, consentì loro di divenire indispensabili per la corretta applicazione della normativa da parte di alcuni emittenti. Al contempo, già la crisi economica del ventinove ma ancor di più alcuni fallimenti del mercato americano negli anni settanta e il conseguente calo di fiducia nei mercati da parte degli investitori, iniziarono a spingere gli emittenti a rivolgersi alle agenzie di rating allo scopo di ottenere una valutazione sul proprio merito creditizio, poterla così segnalare al mercato e facilitare la raccolta di fondi. A garantire l'espansione di tale potere, poi, contribuì la contestuale deregolamentazione dell'attività delle agenzie, sottratte così a qualsiasi controllo da parte delle autorità statunitensi.

L'importanza del ruolo e dell'attività svolti dalle società di rating diventa così sempre maggiore all'interno delle dinamiche interne dei mercati e ad essa si accompagna, come si è visto, un'evoluzione funzionale che la alimenta dando vita ad un circuito autoreferenziale che (ad oggi) garantisce loro espansione e raccolta di enormi profitti.

L'evoluzione di cui si è appena detto, invero, deve considerarsi legata – nel doppio ruolo di causa ed effetto – anche ad altre due circostanze che vengono in rilievo attraverso

lo studio di queste entità; e cioè la modifica del modello di mercato adottato e l'inclusione di altre particolari attività tra quelle da esse già svolte.

Sotto questo profilo, dunque, si è evidenziato il passaggio da un modello – detto *investor pays* – in cui a rivolgersi alle agenzie fossero direttamente gli investitori interessati alla valutazione del rischio di solvibilità di determinati emittenti o strumenti finanziari, dietro il pagamento di un corrispettivo, ad un modello – cosiddetto *issuer pays* – in cui sono gli emittenti stessi a richiedere questo servizio, in tal modo sollevando dubbi in ordine ai conflitti di interessi che possano generarsi. Nella stessa prospettiva, si è menzionato l'ulteriore aspetto dell'inclusione di attività ancillari tra quelle già svolte dalle agenzie, e in particolare una delle attività che maggiormente si è ritenuto desse luogo a problemi (come quello del conflitto di interesse), ovvero la consulenza nelle operazioni di cartolarizzazione di strumenti finanziari poi destinati a ricevere una valutazione sul rischio di solvibilità.

L'analisi di questi punti ha così in modo naturale condotto verso l'esame di alcuni dei principali aspetti problematici legati all'attività delle entità di cui si discute, i quali hanno mostrato tutta la loro capacità dannosa nel corso delle ultime famigerate crisi finanziarie sopra citate. Si è visto trattarsi, tra gli altri, del problema dei conflitti di interesse tra agenzie ed enti valutati, quello del mercato oligopolistico in cui operano e le restrizioni di accesso allo stesso, nonché della questione del valore regolamentare affidato al rating dalla normativa di settore.

Senza entrare nel dettaglio dei singoli aspetti, per i quali si rimanda alla lettura del testo principale, di cui il presente rappresenta una mera chiusa, basti qui ricordare i rilievi principali emersi.

In particolare, rispetto al problema del conflitto di interesse si è evidenziato come la sua origine (e il mantenimento) sia da attribuirsi soprattutto al modello di mercato adottato (quello c.d. *issuer pays*), in base al quale sono le stesse entità valutate a remunerare le agenzie allo scopo di ottenere il giudizio sul merito creditizio, ma anche all'attività di consulenza nella cartolarizzazione di strumenti finanziari poi oggetto di valutazione. Inoltre, si è reso noto come a contribuire enormemente al problema *de quo* vi sia un assetto azionario per cui i proprietari delle maggiori agenzie operanti a livello globale siano gli stessi detentori dei principali fondi di investimento americani. Una circostanza, quest'ultima, che già da sola varrebbe a ritenere gravemente corrotti tutti gli ingranaggi che vedono protagoniste le società di rating.

Riguardo alla questione relativa all'assenza di concorrenza nel mercato del rating, per l'operare di un oligopolio retto dalle tre principali agenzie globali – Standard & Poor's, Moody's e Fitch –, si è sottolineato come esso, insieme al contestuale problema delle barriere all'ingresso, sia stato per lo più causato dalle stesse politiche normative adottate dal legislatore americano fin dal sorgere di queste entità. Le norme che a partire dai primi anni del novecento hanno introdotto i rating nella legislazione finanziaria, rendendo le agenzie veri e propri venditori di un trattamento regolamentare, insieme alla restrizione di queste attività solamente ad un numero esiguo di agenzie dotate di requisiti reputazionali sanciti dallo stesso legislatore, hanno, da un lato, assicurato enorme potere ed ingenti profitti soltanto a queste ultime, dall'altro, provocato barriere all'ingresso difficilmente superabili.

Infine, rispetto all'ultimo dei problemi esaminati, e cioè quello appena menzionato del valore regolamentare del rating, non solo si è messo in evidenza – come si è appena detto – che le cause di esso devono essere ricercate, anche in questo caso, nella politica adottata dal legislatore, tanto americano così come, più di recente, europeo; ma si è visto come esso abbia contribuito a generare un eccessivo affidamento, da parte degli investitori, sulle informazioni offerte da questi soggetti.

Attraverso l'analisi delle questioni controverse che l'attività delle agenzie di rating genera, viene dunque in rilievo un duplice aspetto ad accomunarle: da un lato, il potenziale dannoso che essi presentano rispetto a molteplici aspetti, dall'altro, la circostanza per cui a contribuire direttamente o indirettamente ad essi sia stato lo stesso legislatore, ora optando per una deregolamentazione della loro attività, ora emanando norme che, anziché prevedere meccanismi di controllo, in una direzione diametralmente opposta le hanno elevate a veri e propri regolatori dei mercati.

Così, dopo avere esaminato questi aspetti, si è considerato naturale volgere lo sguardo verso le risposte normative che, seppur tardive, sono giunte tanto dal legislatore americano, così come, ancora più tardi, da quello europeo.

Sotto questo profilo, si è messo l'accento in primo luogo sui primi e risalenti provvedimenti dettati dal legislatore statunitense, che si sono visti andare in una direzione opposta a quella della regolazione dell'attività di queste entità, pocanzi citati, e in un secondo momento sui più recenti interventi, successivi alle crisi sistemiche dei primi decenni del ventunesimo secolo, che hanno preteso sancire una disciplina di essa.

Le ragioni di un esame della normativa sancita oltreoceano sono evidenti: non si è ritenuto possibile, infatti, in quest'ambito, prescindere dall'esperienza statunitense, essendo quella non solo antesignana della disciplina nostrana, ma anche l'unica, per lunghissimo tempo, a regolare l'attività delle agenzie, la maggior parte aventi la loro sede principale proprio oltreoceano.

Così, si è evidenziato come dopo un vuoto normativo che ha consentito alle agenzie di rating di operare prive di qualsiasi tipo di controllo nei mercati comunitari, in un momento successivo al primo intervento statunitense, datato 2006, il legislatore europeo, sulla scia del primo, ha introdotto con il regolamento 1060/2009 una serie di misure volte al superamento dei problemi cui si è fatto cenno.

Tuttavia, nonostante diverse ulteriori azioni, anche recentissime – come l'emanazione del Dodd-Frank Act del 2010 e la modifica del regolamento europeo del 2013 –, si è potuto notare come tutte le misure volte a sancire obblighi di trasparenza e di comunicazione, nonché i meccanismi sanzionatori conseguenti alla loro eventuale inosservanza, non sembrano avere sortito gli effetti sperati. Le agenzie di rating del credito, ad oggi, continuano a godere di estesi poteri e porre problemi analoghi a quelli del passato, oltre che conservare l'enorme potenziale dannoso resosi palese negli ultimi decenni.

Ad ogni modo, si è notato come la regolamentazione intervenuta fino ad oggi a disciplinare l'attività delle agenzie di rating del credito sia stata indirizzata soprattutto verso la previsione di misure di matrice pubblicistica, volte principalmente al superamento delle questioni controverse che si evidenziano a livello macroeconomico; essendosi lasciata al margine, invece, la statuizione di regole di tipo privatistico.

Ciò che è apparso chiaramente è che la maggior parte delle misure adottate hanno spesso reso ancor più complesso il raggiungimento dell'obiettivo fissato, finendo per agevolare e rafforzare indirettamente il potere delle entità che si pretendeva regolare.

Inoltre, l'impressione emersa è che la tutela degli investitori danneggiati da condotte scorrette delle agenzie abbia scontato e continui ad oggi a scontare il perseguimento dell'obiettivo principale nelle intenzioni delle istituzioni europee, ossia quello del buon funzionamento dei mercati comunitari.

Invero, il legislatore europeo si è limitato all'introduzione, nel regolamento sulle agenzie di rating, di una norma che sancisce il diritto d'azione dell'investitore nei casi di danno causato dal mancato rispetto delle norme del regolamento; norma, peraltro, che non ha ancora ricevuto alcun riscontro da parte dei giudici degli Stati membri, rivelandosi

persistente, al contrario, una sostanziale immunità delle entità di cui si discute.

In questa prospettiva, e delineato così il quadro generale nel quale il tema della responsabilità delle agenzie di rating verso gli investitori danneggiati dalle loro condotte scorrette va ad inserirsi, si è notato come il problema di un intervento “dal basso” si scontri anche con l’ostacolo di individuare a livello nazionale rimedi “dogmaticamente” adeguati che, secondo il principio di effettività, garantiscano l’applicazione dei diritti sanciti a livello europeo.

Prendendo in primo luogo ad esame l’ordinamento italiano, per l’inquadramento di un modello di responsabilità applicabile alle fattispecie di danno causato da rating falsi o scorretti in capo agli investitori, si è ritenuto opportuno, in prima istanza, volgere l’attenzione verso le regole che disciplinano la responsabilità di tipo extracontrattuale. L’assenza di un legame negoziale tra i soggetti coinvolti, infatti, fa propendere, ad una prima analisi, per il tentativo di applicare il rimedio di tipo aquiliano di cui all’art. 2043 c.c.

Giunti fin qui, si è ritenuto dunque di dover procedere all’esame di quello che da sempre, nel pensiero giuridico che ha dedicato attenzione al tema di cui si tratta, è stato considerato maggiore ostacolo alla configurazione di una responsabilità civile in capo alle agenzie di rating, ovvero quello del nesso eziologico tra la condotta dell’agenzia, consistente nell’emissione di un rating scorretto o nella mancata revisione di esso, e il danno subito dall’investitore.

La giurisprudenza, tanto statunitense quanto europea, infatti, non si è mai pronunciata in senso favorevole all’esistenza di tale elemento, accogliendo quasi costantemente l’argomento avanzato dalle agenzie di rating in propria difesa, ovvero quello per cui le valutazioni emesse dalle società in questione rappresentano un mero parere sulla rischiosità di un titolo, paragonabile a una mera opinione giornalistica, e per questo tutelate dal principio della libertà di parola e di stampa come sinonimo della libertà d’espressione. In questo senso, infatti, la condotta dell’agenzia di rating non sarebbe in grado di porsi come antecedente causale del danno patrimoniale prodottosi in capo all’investitore.

Senonché, dopo una ricognizione della giurisprudenza espressasi in merito, la verifica della fallacia degli argomenti fin qui utilizzati al fine di garantire l’immunità delle entità *de quibus* e l’esame di alcune proposte provenienti dalla dottrina; attraverso l’analisi dei criteri che per l’accertamento del nesso di causalità nel nostro ordinamento l’interprete ritiene applicabili, si è giunti alla conclusione per cui non possa escludersi del tutto la

possibilità di configurare l'esistenza di un collegamento causale nei casi oggetto d'analisi.

Ciononostante, si è rilevato come quello del collegamento eziologico tra condotta imputabile e fatto di danno sia elemento "labile", inadeguato a essere considerato criterio in grado di dare risposte certe in ordine alla configurabilità di una responsabilità di tipo extracontrattuale, quantomeno in ipotesi come quelle prese ad esame.

Si è spostata dunque l'attenzione verso quello che tra i requisiti indicati dall'art. 2043 c.c., secondo la maggior parte della dottrina nostrana, meglio sia in grado di condurre nell'operazione di ricostruzione delle condotte illecite, e cioè l'elemento del danno e la sua qualificazione in termini di ingiustizia, vero fulcro del sistema della responsabilità civile.

Premessa la considerazione unanime della dottrina, secondo cui l'elemento soggettivo della fattispecie debba considerarsi irrilevante rispetto all'*an respondeatur*, si è proceduto così all'indagine relativa alla possibilità che il danno prodottosi in capo all'investitore possa assurgere a "danno ingiusto" o meno. La risposta, posto che esistano diversi orientamenti che si contrappongono con riguardo a questa qualificazione che all'art. 2043 c.c. viene data del danno aquiliano, risulta essere diversa a seconda dell'indirizzo a cui si ritenga aderire.

Dopo avere optato per l'accoglimento dell'orientamento che considera l'art. 2043 c.c. come norma "secondaria", volta ad attribuire una tutela risarcitoria solamente alle situazioni soggettive già contemplate da norme di legge, si è potuta verificare l'assenza – nei casi di specie – di un collegamento del danno subito dall'investitore ad una posizione giuridica protetta dall'ordinamento.

Invero, si è mostrato come all'interno di quest'ultimo sia vigente un sistema di "tipicità evolutiva" dei fatti illeciti: assegnandosi al danno suscettibile di risarcimento la qualifica di "ingiustizia", si è dato vita ad un impianto che, sebbene consenta la tutela aquiliana di sole lesioni tipiche, ovvero situazioni rese *ex ante* giuridicamente rilevanti, per le stesse ragioni rimane aperto alle istanze che nel tempo vengono in rilievo attraverso l'intervento del legislatore.

L'errata valutazione emessa dalle agenzie di rating sulla solvibilità di un determinato prodotto finanziario o di un determinato emittente, che induce l'investitore – soprattutto dotato di scarse conoscenze tecniche – all'investimento di determinati strumenti finanziari, proprio in virtù dell'affidamento che l'autorevolezza delle valutazioni emesse da queste entità genera, produce in capo a detti investitori un danno che, prospettandosi come mero pregiudizio economico, non possa che qualificarsi come puramente

patrimoniale.

Così, stante l'assenza, nell'ordinamento italiano, di un generico diritto all'integrità del patrimonio e, quindi, l'impossibilità (se si adotta la teorica della "tipicità evolutiva" dell'illecito civile) di individuare una lesione che ricada su una posizione giuridica soggettiva rilevante per il diritto positivo domestico in grado di integrare il "danno ingiusto" che l'ordinamento per il sorgere di una responsabilità extracontrattuale richiede, si è ritenuto di dover escludere la configurabilità di un modello di responsabilità di questo tipo.

Inoltre, a escludere la possibilità di potere proporre l'applicazione di un modello di responsabilità *ex lege aquilia* interviene anche la considerazione per cui, quelle di cui si discute, non possono ritenersi fattispecie di danno in cui a venire in contatto siano soggetti fino a quel momento estranei. Sebbene l'assenza di un vincolo negoziale tra l'agenzia di rating del credito e l'investitore danneggiato portino a ricercare profili di tutela in quell'area di responsabilità che trova fondamento nel principio del *neminem laedere*, ovvero quella che viene definita come la responsabilità "del passante"; emergono qui situazioni "prossime" a rapporti contrattuali, in cui si rivela un obbligo di attenzione di un soggetto verso l'altro. La circostanza per cui l'investitore decida di compiere la propria scelta di acquisto sulla base di un rating positivo fornito da un soggetto chiamato professionalmente a svolgere tale attività, quindi sulla base di quella valutazione sul merito creditizio che è oggetto di un contratto previamente stipulato tra l'agenzia e l'emittente e che proprio agli investitori è destinata, non può non far emergere il rapporto di vicinanza in cui si trovino i soggetti qui considerati.

Del resto, essendosi reso evidente non potersi guardare nemmeno ad una responsabilità da inadempimento in senso stretto, per l'assenza di un rapporto contrattuale tra agenzie e investitori, a venire in evidenza sono state forme di responsabilità "a confine tra contratto e torto", che nella storia del pensiero giuridico (non solo) italiano hanno consentito la tutela di fattispecie di danno problematiche, non riconducibili ad alcuna delle forme di tutela previste dal nostro ordinamento positivo.

Invero, le fattispecie oggetto di questo studio, come si è avuto modo di vedere, sono caratterizzate da due elementi problematici che fanno da ostacolo all'applicabilità di entrambe le forme di tutela previste dal nostro codice: quella della natura del danno – meramente patrimoniale – che si configura, e quello dell'assenza di un rapporto contrattuale tra i soggetti coinvolti; l'uno e l'altro a impedire rispettivamente la

configurazione della responsabilità aquiliana e quella da inadempimento in senso stretto.

Dopo avere svolto un lungo percorso argomentativo che passa per l'analisi della figura della *culpa in contrahendo*, la teorica dei “doveri di protezione” (*Schutzpflichten*), a tutela degli interessi dei soggetti che in qualche modo entrano in contatto tra loro, seppur senza dar vita ad un rapporto di tipo obbligatorio in senso stretto; attraverso l'affermazione di un'obbligazione “a struttura complessa”, è venuta emergendo la figura del contratto con effetti protettivi verso i terzi.

L'analisi della figura, dalla sua configurazione originaria nel pensiero giuridico tedesco, fino al suo riconoscimento da parte della migliore dottrina, viene in rilievo come la più idonea a garantire la protezione di interessi come quelli presi ad esame.

Il *vertrag mit schutzwirkung für dritte* consente, infatti, di tutelare i terzi non destinatari dell'obbligazione principale di prestazione, comprendendoli nell'“area di protezione” del contratto del quale non sono parti. Essi farebbero così valere autonomamente non l'inadempimento della prestazione, ma quei cosiddetti obblighi di comportamento che si accompagnano al rapporto obbligatorio.

Individuato il corretto fondamento dogmatico della figura menzionata nel principio di solidarietà di cui all'art. 2 della Costituzione come “*clausola costituzionale che dà rilievo giuridico alla posizione dei soggetti coinvolti dagli effetti di un atto*”⁴³², si è visto come effetti protettivi verso l'investitore si dispieghino dai rapporti accessori – di protezione – collegati ma autonomi dal rapporto principale così come individuato da agenzia ed emittente; e ciò alla luce di un principio di relatività non più rigidamente interpretato, ma in una visione “dinamica” che rimette in discussione la stessa idea del rapporto obbligatorio come relazione nella quale le situazioni soggettive riconosciute siano solamente quelle relative alle parti.

Così, rinviando alla trattazione completa, precedentemente svolta, per un maggiore approfondimento della questione, si è concluso nel senso che il contratto stipulato tra un'agenzia di rating e un emittente, avente ad oggetto il giudizio sul merito creditizio di determinati strumenti finanziari o dello stesso emittente, deve ritenersi caratterizzato, oltre che dall'obbligo di prestazione principale, anche da una serie di obblighi accessori che possiamo dire protettivi verso tutti quei soggetti che rispetto all'emittente si trovino in una posizione di “prossimità qualificata”; prossimità che si rinviene nella relazione contrattuale che intercorre tra lo stesso emittente e l'investitore.

⁴³² C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, cit., p. 167.

Così, stante la diretta connessione dei rapporti anzidetti, considerando che il primo di essi, tra agenzia ed emittente, produce effetti nella sfera giuridica dell'investitore – al quale peraltro l'informazione oggetto della prestazione è in ultima istanza destinata – non può negarsi come in capo all'agenzia debbano ritenersi sorgere obblighi di protezione volti a soddisfare l'interesse all'integrità del patrimonio della controparte e, per effetto diretto, dei terzi coinvolti e cioè gli investitori.

Pertanto, attraverso questa ricostruzione, se accolta, le fattispecie di danno subito dagli investitori che abbiano fatto affidamento su rating poi rivelatisi scorretti troverebbero finalmente tutela attraverso un modello "forte", come si considera quello contrattuale; consentendo di estendere a questi soggetti i vantaggi del più lungo termine di prescrizione e di un onere della prova che favorisce il soggetto danneggiato.

Inoltre, la configurazione della responsabilità delle agenzie attraverso il modello del contratto con effetti protettivi verso terzi – e quindi attraverso una forma di tutela da ascrivere al modello della responsabilità *ex contractu* –, sulla base delle argomentazioni svolte nel corso di tutta l'indagine, ci pare possa dirsi l'unica giustificabile da un punto di vista dogmatico, alla luce del sistema di responsabilità vigente nell'ordinamento italiano.

L'ultima parte del lavoro si è dedicata, infine, alle proposte prospettatesi in un altro degli ordinamenti europei che, per il proprio sistema economico, può considerarsi maggiormente soggetto alle esternalità negative generate dall'attività delle agenzie di rating, e cioè quello spagnolo.

Si è evidenziato come non sia casuale, infatti, che la maggior parte dei declassamenti del debito pubblico sovrano abbiano riguardato, negli ultimi anni, proprio l'Italia e la Spagna, insieme ad altri Paesi, nei quali il sistema economico e finanziario con molte più difficoltà è sembrato riuscire a reggere gli effetti della recente crisi mondiale. Le reazioni a catena sviluppatesi dopo questi eventi si ripercuotono infatti non solo a livello macroeconomico, ma anche ad un livello micro, provocando danni anche – o forse sarebbe meglio dire soprattutto – sui risparmiatori.

Ebbene, nell'ordinamento iberico i problemi si sono prospettati di minore intensità, considerando che il sistema di responsabilità civile ivi previsto si distingue da quello italiano per l'essere caratterizzato dall'esistenza di una clausola aperta, che consente il risarcimento anche di danni non collegati ad una situazione espressamente tutelata dall'ordinamento giuridico positivo, ma comunque ritenuta meritevole di protezione sulla base di un giudizio espresso *ex ante*.

Invero, la dottrina spagnola maggioritaria risulta incline all'affermazione dell'applicabilità di un modello di responsabilità di tipo extracontrattuale, ex art. 1902 codice civile, sulla base della constatazione per cui possano dirsi integrati tutti gli elementi che da quella norma sono richiesti per la configurazione di siffatto rimedio.

Se alcuni autori adombrano la possibilità di adottare la figura del contratto con effetti protettivi verso terzi, si è potuto tuttavia notare come la proposta venga abbandonata dopo una sommaria analisi, per la convinzione di dovere concentrare l'indagine sul modello di responsabilità extracontrattuale, considerando che il sistema di responsabilità civile spagnolo, ispirato al Code Napoléon francese, contiene una clausola aperta di responsabilità che non impedisce l'utilizzo dell'art. 1902 del codice civile per il risarcimento dei danni subiti dagli investitori a causa di valutazioni false o scorrette.

Sotto questo profilo, si è ritenuto auspicabile un più ampio approfondimento sulla praticabilità e la rispondenza a livello dogmatico dell'utilizzo della figura del contratto con effetti protettivi verso i terzi per i casi esaminati, quantomeno nel tentativo di consentire una tutela più forte e vantaggiosa per i soggetti che entrino in contatto con l'agenzia e che dall'attività di essa vengano danneggiati.

Ad ogni modo, come si è già avuto modo di affermare, garantire la tutela dei soggetti che maggiormente vengano coinvolti nelle condotte scorrette di entità il cui corretto operare viene messo seriamente e ormai da tempo in dubbio da più parti, ci pare risponda anche alla corretta applicazione del principio di effettività sancito a livello europeo. La Corte di Giustizia è da tempo venuta affermando, attraverso una lenta ma costante evoluzione giurisprudenziale, la necessità che i diritti sostanziali trovino un riscontro rispondente a criteri di proporzionalità e adeguatezza. Così, il diritto degli investitori a ricevere protezione per i danni subiti da rating falsi o scorretti, sancito espressamente dalle norme europee che disciplinano la materia, deve poter trovare un riscontro nei sistemi giuridici nazionali che, in assenza di una disciplina comunitaria uniforme, devono provvedere all'applicazione di rimedi che, per l'appunto, ne garantiscano la tutela.

D'altra parte, a ragionare diversamente, si finirebbe non solo per violare il principio appena menzionato – con le corrispondenti conseguenze in fatto di responsabilità dello Stato per la violazione del diritto comunitario –, ma continuerebbe a garantirsi a questi soggetti l'immunità (a ogni forma di responsabilità derivante da rating falsi o scorretti) di cui per lungo tempo hanno goduto.

All'incontrollato potere detenuto dalle agenzie di rating nei mercati finanziari, capace di produrre disastrosi effetti sistemici, che si riversano inevitabilmente sui soggetti privi di adeguata tutela, non può corrispondere un totale esonero dall'assunzione di responsabilità per gli atti compiuti in virtù di quel potere; dovendo al contrario esigersi una risposta a tutte le condotte negligenti fonte di pregiudizi nel patrimonio dei soggetti che su di esse facciano affidamento.

BIBLIOGRAFIA

- G. Akerlof, *The market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84, p. 488 ss.
- M. Alba Fernandez – T. Rodriguez De Las Heras Ballel, *Las agencias de Rating como terceros de confianza*, in *RDBB*, 120, Ottobre/Diciembre 2010, p. 168.
- G. Alpa, *La responsabilità civile*, in *Trattato di diritto civile*, Milano, 1999.
- F. Amtenbrink, J. De Haan, *Regulating Credit Ratings in the European Union: A Critical First Assessment of Regulation 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, in *Common Market Law Review*, 2009, 1915 ss.
- A. D'Angelo, *La buona fede*, in *Tratt. Bessone*, Torino, 2004, p. 241.
- F. Benatti, *Osservazioni in tema di "doveri di protezione"*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1959, p. 1342 ss.
- E. Betti, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, p. 98 ss.
- C.M. Bianca, *Diritto civile*, 5, *La responsabilità*, Milano, 1994, p. 540 ss.
- C.M. Bianca, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Comm. al cod. civ.*, Scialoja-Branca, Bologna-Roma, 1967, p. 35.
- G. Böhmer, *Vertragliche Haftung ohne Vertrag?*, in *Vers. R.*, 1960, p. 676.
- A. W. A. Boot – T.T. Milbourn – A. Schmeits, *Credit Ratings as Coordination Mechanism*, in *Review of Financial Studies*, 2006, 19, 1, pp. 81 ss.
- B. H. Brownlow, *Rating Agency Reform: Preserving the Registered Market for Asset-Backed Securities*, in *N. C. Banking Inst. J.*, 2011, 1, p. 111 ss.
- S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto impr.*, 2001, p. 1287 ss.
- S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000.
- S. Bruno, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contratto impr.*, 2001, p. 1287 ss.
- F. D. Busnelli, *La lesione del diritto di credito da parte del terzo*, Milano, 1964.
- F. D. Busnelli, *La parabola della responsabilità civile*, *Riv. crit.dir. priv.*, 1988, p. 675 ss.
- F. D. Busnelli – E. Navarretta, *Abuso del diritto e responsabilità civile*, in *Diritto privato*, 1997, p. 212 ss.
- F. D. Busnelli, *Nuove frontiere della responsabilità civile*, in *Jus*, 1976, p. 4 ss.
- F. D. Busnelli, *Itinerari europei nella "terra di nessuno" tra contratto e fatto illecito: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 1991, p. 539 ss.
- S. Byoun – S.Y.Shin, *Unsolicited ratings: Theory and empirical analysis*, *Midwest Business Economics Association, Working Paper Series, Ottobre 2002*, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=354125.2002>.

- S. Cacace, *L'omissione del medico e il rispetto della presunzione d'innocenza nell'accertamento del nesso causale*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 195.
- T. S. Campbell – W. Kracaw, *Information production, market signalling and the theory of financial intermediation*, in *The Journal of Finance*, 35, 1980, p. 863 ss.
- F. Carnelutti, *Perseverare diabolicum (a proposito del limite della responsabilità per danni)*, in *Foro it.*, 1952, IV, 97.
- M. Capecchi, *Il nesso di causalità. Da elemento della fattispecie "fatto illecito" a criterio di limitazione del risarcimento del danno*, Padova, 2005.
- L. Carraro, *Valore attuale della massima "Fraus omnia corrumpi"*, in *Riv. Trim. dir. Proc. Civ.*, 1949, p. 794.
- G. Carriero, *Previsioni, opinioni, certezze. Le Agenzie di rating*, in *Europa edir. Priv.*, 3/2012, p. 877.
- C. Castronovo – S. Mazzamuto, *Manuale di diritto privato europeo*, Milano, 2007.
- C. Castronovo, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in *Le ragioni del diritto: scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995, p. 157 ss.
- C. Castronovo, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 2006.
- C. Castronovo, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, 1979.
- C. Castronovo, *Sezioni più unite che antitrust*, in *Europa e dir. priv.*, 2005, p. 435 ss.
- C. Castronovo, voce *Obblighi di protezione*, in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1990.
- C. Castronovo, *Obblighi di protezione e tutela del terzo*, in *Jus*, I-II, 1976, p. 123 ss.
- P. Cendon, *Il dolo nella responsabilità extracontrattuale*, Torino, 1974.
- G. Cian, *Antigiuridicità e colpevolezza. Saggio per una teoria dell'illecito civile*, Padova, 1966.
- Coffee jr, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006.
- Coffee Jr., F. Partnoy, *Overdependence on Credit Rating Was a Primary Cause of the Crisis*, *San Diego Legal Studies Paper n. 09-015*, in <http://ssrn.com/abstract=1430653>.
- Coffee Jr., *Turmoil in the US Markets: The Role of the Credit Rating Agencies*, 22 aprile 2008, *Intervento allo United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs*.
- L. Copeland, *Short Sales Bans Shooting the Messenger?*, in *Briefing Papers - Cato Institute*, 119, 2010.
- P. Craig – G. De Burca, *Eu Law: Text, Cases, and Materials*, Oxford, 4° ed.
- A. De Cupis, voce *Danno (dir. vig.)*, in *Enc. Dir.*, Milano, 1962, p. 622 ss.
- A. De Cupis, *Dei fatti illeciti*, *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna-Roma, 1971, p. 4.
- P. De Olmo García, *Responsabilidad por daño puramente economico causado al usuario de informaciones falsas*, *Anuario de Derecho Civil*, 54, 2001, p. 257 ss.
- D. W. Diamond, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Review of Economic Studies*, 1984, 51, 3, p. 393-414.

- L. Díez-Picazo-A. Gullón, *Sistema de derecho civil*, vol. II, Madrid, 1994.
- L. Díez-Picazo, *Derecho de daños*, Madrid, 1999.
- H. Doelle, *Aussergesetzliche Schuldpflichten*, in *Zeitschr. f. d. gesam. Staatswissen*, 1943, (103), p. 85.
- M. Donini, *Il garantismo della condicio sine qua non e il prezzo del suo abbandono. Contributo all'analisi dei rapporti tra causalità e imputazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2011, 494 ss., spec. 531 ss.
- L. Enriques, *Rating e regolamentazione*, Testo riveduto e aggiornato dell'intervento svolto in occasione del convegno "Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso", tenuto presso l'Università Commerciale L. Bocconi di Milano il 3 maggio 2010, p. 11.
- R.A. Epstein, *Class Actions. Aggregation, Amplification and Distorsion*, in *U Chi Legal F.*, 2003, p. 475.
- G. Facci, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 4, p. 912.
- G. Facci, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e Impresa*, 2008, p. 164 ss.
- E. Fama, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, 25, 2, 1970, p. 383 ss.
- E. Fama, *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, in *Journal of Financial Economic*, 49, 3, 1998, p. 283 ss.
- G. Ferri – P. Laticignola, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, p. 76 ss.
- G. Ferri, *Agenzie di rating un'altra riforma che non risolve il problema*, in <http://www.firstonline.it>, 22 gennaio 2012.
- C. Fin, *La rivincita degli investitori: la Cassazione condanna la Consob al risarcimento del danno*, in *Resp. Civ.*, 1, 2012, p. 27 ss.
- D.R. Fischel, *Use of Modern Finance Theory in Securities Fraud Cases Involving Actively Traded Securities*, in *Bus. Law.*, 38, 1982, p. 1.
- Furchtgott – Hahn – Layne Farrar, *The Law and Economics of Regulating Ratings Firms*, in *Journal of Competition Law and Econ.*, 2006, p. 31.
- F. Galgano, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto impr.*, 1985, p. 1 ss.
- N.L. Georgakopoulos, *Frauds, Markets, and Fraud on the Markets Theory: The Tortured Transition of Justifiable Reliance from Deceit to Securites Fraud*, in *U. Miami L. Rev.*, 49, 1995, p. 671.
- Gernhuber, *Drittwirkungen im Schuldverhältnis kraft Leistungsnähe*, in *Festschrift für A. Nikisch, Tübingen*, 1958, p. 249 ss.
- M. Giorgianni, *Appunti sulle fonti dell'obbligazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1965, I, p. 70 ss.
- P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008.
- G. Gorla, *Sulla cosiddetta causalità giuridica: "fatto dannoso e conseguenze"*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1951, p. 411.
- Z. Goshen – G. Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, in *Duke L.J.*, 55, 2006, p. 711.

- G. Harold, *Bond Ratings as an Investment Guide: an Appraisal of Their Effectiveness*, New York, 1938.
- C. A. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, 82, p. 42 ss.
- A. M. Honoré, *Causation and Remoteness*, in *International Encyclopedia of Comparative Law*, vol. XI, ch. 7, Tubingen-Paris-New York, , 1971, 3, 7.
- J. Hunt, *Credit Rating Agencies And The “Worldwide Credit Crisis”’: The Limits Of Reputation, The Insufficiency Of Reform, And A Proposal For Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, 2009, 125-127.
- G. Husisian, *What Stanrdad of Care Should Govern In the World’s Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell L. Rev.*, 75, 1990, p. 411.
- M. Infantino, *Il diritto comparato della causalità aquiliana*, in *Riv. dir. civ.*, 3/2013, p. 569 ss.
- M. Infantino, *La causalità nella responsabilità extracontrattuale. Studio di diritto comparato*, Berna-Napoli, 2012.
- O. Jauernig, *BGB, IX, Munchen*, 1999, sub par. 328, p. 334 ss.
- R. von Jhering, *Das Schuldmoment im Roemischen Privatrecht*, in *Vermischte Schriften*, Leipzig, 1879.
- R. von Jhering, *Culpa in contraendo oder Schadensersatz bei nichtigen oder nicht zur Perfection gelante Vertraegen*, in *Jherings J.*, 1861, p. 1 ss.
- Kliger - Sarig, *The information Value of Bond Ratings*, in *Journal of Banking and Finance*, 2000, 55, p. 287.
- C. Kumpan - P. Leyens, *Conflicts of Interest of Financial Intermediaries – Towards a Global Common Core in Conflict of Interest Regulation*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, n.1, 2008, 86 ss.
- Larenz, *Schuldrecht, I*, Munchen, 1982, p. 208 ss.
- M. Libertini, *Ancora sui rimedi civili conseguenti a violazioni antitrust*, in *Danno e resp.*, 10/2004, p. 937 ss.
- M. Maggiolo, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003.
- M. Maggiolo, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, p. 63.
- P.G. Mahoney, *Precaution Costs And The Law of Fraud in Impersonal Markets*, in *Va L. Rev.*, 78, 1992, p.623.
- Maiorca, *Colpa civile (Teoria generale)*, in *Enc. Dir.*, VII, Milano, 1960, p. 599.
- A. di Majo, *Il problema del danno al patrimonio (postfazione a Canaris, Norme di protezione, obblighi del traffico, doveri di protezione)*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2/1984, p. 330.
- A. di Majo, *Tutela risarcitoria: alla ricerca di una tipologia*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, p. 243 ss.
- A. di Majo, *La protezione del terzo tra contratto e torto*, in *Eur. dir. priv.*, 2000, p. 1 ss.
- A. di Majo, *La tutela civile dei diritti*, 3° ed., Milano, 2001.
- R. S. Masera, *Intermediari, mercati e finanza di impresa*, Roma-Bari, 1991.
- D. Masciandaro, *Non oracoli, solo opinioni*, in *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2012.

S. Mazzamuto, *Il rapporto tra gli artt. 2043 e 2059 c.c. e le ambiguità delle Sezioni unite a proposito della risarcibilità del danno non patrimoniale*, in *Contr. impr.*, 2009, p. 363-365.

Medicus, *Schuldrecht*, I, Munchen, 1995.

L. Mengoni, *La parte generale delle obbligazioni*, in *riv. crit. dir. priv.*, 1984, p. 515.

L. Mengoni, *Sulla natura della responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. comm.*, 1956, p. 362.

L. Mengoni, *Obbligazioni "di risultato" e obbligazioni "di mezzi"*, in *Riv. dir. comm.*, 1954, p. 368 ss.

M. H. Millon – A.V. Thakor, *Moral hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies*, in *Journal of Finance*, 40, 5, p. 1403 ss.

Micu - Romolona - Wooldridge, *The price impact of rating announcements: Which announcement matter?*, in *BIS Working Paper* n. 207, giugno 2006.

E. Monti, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, p. 8 ss.

E. Moscati, *I rimedi contrattuali a favore di terzi*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, p. 357 ss.

Moscarini, *Il contratto a favore di terzi*, in *Il Codice Civile. Commentario diretto da Schlesinger*, Milano, 1997, p. 7 ss.

U. Natoli, *L'attuazione del rapporto obbligatorio*, I, Milano, 1974, p. 4 ss.

H. K. Nipperdey, *Die Generalklausel im kuenftigen Recht der unerkaubten Handlungen*, in *Grundfragen der Reform des Schadernsrechts*, Munchen-Berlin, 1940, p. 36.

L. Nivarra, *Tutela dell'affidamento e apparenza nei rapporti di mercato*, in *Europa e diritto privato*, 3/2013, p. 835 ss.

L. Nivarra, *Al di là del particolarismo giuridico e del sistema: il diritto civile nella fase attuale di sviluppo capitalistico*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2012, p. 211 ss.

L. Nivarra, *La tutela civile: profili sostanziali*, in *Diritto antitrust italiano*, a cura di A. Frignani et al., II, Bologna, 1993, p. 1456.

L. Nocco, *Il nesso causale e la responsabilità sanitaria, un itinerario in perenne evoluzione*, in *Danno e resp.*, 10/2012, p. 950 ss.

L. Nocco, *Causalità: dalla probabilità logica (nuovamente) alla probabilità statistica: la Cassazione civile fa retromarcia*, in *Danno e resp.*, 2006, 1238 ss.

Norden - Weber, *International efficiency of credit default swap and stock markets: The impact of credit rating announcement*, in R. Cantor (a cura di), *Recent Research on Credit Ratings (special issue)*, in *Journal of Banking and Finance*, 28, 11, 2004, p. 2813 – 2843.

F. Parmeggiani, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impr. Soc.*, 3/2010, p. 462.

F. Parmeggiani - Sacco Ginevri, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Banca impr. Soc.*, XXIX, 2010, n.3, p. 460.

F. Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.* 2010, I, p.121.

- F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like other Gatekeepers*, in Y. Fuchita e R.E. Litan (a cura di), *Financial gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington, DC, 2006, p. 70.
- F. Partnoy, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Insitutional Investor Perspective*, *University of San Diego Legal Studies Paper n. 09-014*, luglio 2009, in <http://ssrn.com/abstract=1430608>, p. 5 ss.
- F. Partnoy, *The paradox of Credit Ratings*, in *University of San Diego Law & Economics Research Paper n.20*, 2001.
- F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, vol. 77, 1999, p. 619-712.
- M. Perassi, *La sorveglianza sulle agenzie di rating: l'ESMA quale controllore diretto, intervento al convegno Il rating: mito, realtà, narrazioni*, Venezia, 5 ottobre 2012, p. 6-7.
- A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003.
- A. Perrone, *Le società di rating*, in Balzarini-Carcano-Ventoruzzo (a cura di), *La società per azione oggi: tradizione attualità e prospettive***, Milano, 2007, p. 1023 ss.
- L. Picardi, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Rivista di diritto civile*, 6, 2009, p. 716 ss.
- F. Piraino, "Ingiustizia del danno" e antigiuridicità, in *Eur. dir. priv.*, 2005, p. 703 ss.
- F. Piraino, "Ingiustizia del danno", che riporta le parole di C. Scognamiglio, *Responsabilità, civile*, in *Novissimo dig. it.*, XV, Torino, 1968, p. 638.
- R. Pucella, *Causalità civile e probabilità: spunti per una riflessione*, in *Danno e resp.*, 2008, p. 43.
- A. C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Action with Exchanges and Securities Fraud Enforces*, in *Va. L. Rev.*, 85, 1999, p. 925.
- G. Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Atti del convegno di Courmayeur del 26-27 settembre 2008 su I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009.
- R. T. S. Ramakrishnan – A.V. Thakor, *Information Reliability and a Theoty of financial Intermediation*, in *Review of Economic Studies*, 1984, p. 415 ss.
- Rhodes, *The role of the Sec in the Regulation of the Rating Agencies: Well-placed Reliance or Free Market Interference?*, in *Seton Hall Legislation Journal*, vol. 20, 1996, p. 302 ss.
- S. Rodotà, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964.
- Rojo Álvarez-Manzaneda, *La responsabilidad civil de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de "rating")*, Pamplona, 2013.
- W. Rügemer, *Las Agencias de calificación. Una introducción al actual poder del capital*, Barcelona, 2013.
- E. Saltari, *Informazione e teoria economica*, Bologna, 1990.
- M. Saponaro, *Commento a sentenza Trib. Roma 17 genn. 2013 n.835*, in *Danno e resp.* 2/2013, p. 177 ss.
- Scalisi, *Danno e ingiustizia nella teoria della responsabilità civile*, in *riv. trim. dir. proc. civ.*, 2004, p. 785 ss.
- Schulz, *Die Intenationale Finanzmarktkrse und die Ratingagenturen*, Amburgo, 2009.

- R. Scognamiglio, *Causalità (Rapporto di)*, dir. civile, in *Noviss. Dig. it.*, Torino, 1968, p. 650.
- C. Scognamiglio, *L'ingiustizia del danno (art. 2043 c.c.)*, in *Tr. dir. priv. (diretto da Bessone)*, I, X, Torino, p. 1 ss.
- R. Scognamiglio, *Illecito (diritto vigente)*, *Novissimo dig. It.*, VIII, Torino, 1962, p. 165 ss.
- C. Scognamiglio, *Prospettive europee della responsabilità civile e discipline del mercato*, in *Europa e dir. priv.*, 2000, 349 ss.
- C. Scognamiglio, *Tutela del patrimonio e responsabilità extracontrattuale*, Roma, 1994.
- C. Scognamiglio, *Contratti in generale*, Milano, 1972, p. 202.
- O. Scotti, *Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza*, in *Giur. comm.*, 2002, II, 30.
- G. J. Stigler, *The economics of information*, in *Journal of political Economy*, 1984.
- H. Stoll, *Abschied von der Lehre von der positiven Vertragsverletzung*, *Arch. civ. Priv.*, 1932.
- H. Stoll, *Vertrag und Unrecht, II Halbband (II parte)*, 1 ed., Tübingen, 1936, p. 126, 176 ss.
- A.J. Tapia Hermida, *La responsabilidad de las Agencias de calificación crediticia (Agencias de rating)*, in *RDMV*, 7, 2010, p. 6.
- A.J. Tapia Hermida, *Novedades en la Regulación comunitaria y española de las Agencias de Calificación crediticia (Agencias de Rating)*, in *RDBB*, n. 123, luglio – settembre 2011, p. 296.
- A.J. Tapia Hermida, *La regulación internacional de la calificación de riesgos y de las agencias de calificación en los mercados de capitales*, in *RDBB*, 100, 2005, p. 13 ss.
- P. Trimarchi, *Illecito*, in *Enc. Dir.*, XX, Milano, 1970, p. 98 ss.
- V. W. Van Gerven, *Of rights, remedies and procedures*, in *CMLRev.*, 2000, 501 ss.
- G. Varanese, *Il contratto con effetti protettivi per i terzi*, Napoli, 2004.
- F. Venosta, *Profili della disciplina dei doveri di protezione*, in *Riv. dir. civ.*, 6/2011, p. 839-844.
- E. Villa, *Negligenza diagnostica e tutela risarcitoria del nato malformato*, in *Jus civ.*, p. 493 ss.
- G. Visintini (a cura di), *I fatti illeciti III. Causalità e danno*, Padova, 1999.
- L. White, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the SEC's Regulation for the Bond Rating Industry*, *NYU Working Paper*, n. EC-05-16, 2005, scaricabile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=1282540>, p. 5
- L. White, *The credit rating industry: An industrial organization analysis*, in R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart (a cura di), *Ratings, rating agencies and the global financial system*, Boston, MA, Kluwer, 2002
- L. White, *The Credit Rating Agencies and their Central Role in the Subprime Debacle of 2007/2008*, *NYU Law and Economics Working Paper*, 8 aprile, in <http://ssrn.com/abstract=1434483>
- L. White, *Good Intentions gone away: A policy Analysis of the SEC's Regulation of the Bond Rating Industry*, *New York University Law & Econ. Research Paper No. 06-36, September 2006*, in <http://ssrn.com/abstract=923566>, p. 4

L. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, New York University Center For Law and Business Research Paper No. 01-001, in <http://ssrn.com/abstract=267083>, p. 22

E. Wolf, *Lehrbuch des Schuldrechts, II, Besonderer Teil*, Köln-Berlin-Bonn-München, 1978