



La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori

Marco Marianello

Avvocato, Dottore di ricerca in Diritto dei contratti ed economia d'impresa e Assegnista di ricerca in Diritto privato

a) Il valore del bene informazione all'interno delle moderne economie di mercato

La sempre maggiore rilevanza assunta dall'informazione all'interno dei mercati finanziari, quale fattore principale di superamento delle naturali asimmetrie ivi presenti, provocherà il progressivo passaggio da un assetto organizzativo e funzionale fondato sugli intermediari ad un sistema prevalentemente volto al mercato (c.d. market-oriented), in cui gli investitori avranno accesso immediato e diretto.

Tali asimmetrie, infatti, sono latrici delle rilevanti difficoltà incontrate dai risparmiatori nell'indispensabile processo di reperimento delle informazioni, dal momento che non consentono di operare una selezione consapevole dei molteplici strumenti di investimento. A tal stregua assumerà un ruolo sempre più rilevante l'attività svolta dalle agenzie di rating, sia con riguardo alla tempestiva capacità di valutazione del merito di credito degli emittenti che in relazione alla propria attività di controllo (c.d. gatekeeper) nei confronti dei medesimi, a tutela della fiducia, stabilità ed integrità dei mercati di riferimento.

b) La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi

Gli operatori professionali, qualificati tali in base a specifiche norme, esprimono valutazioni che trascendono il proprio ambito operativo di riferimento, riverberandosi anche su interessi riferibili alla generale tutela dei rispar-

miatori ed al regolare funzionamento del mercato. Il rilevante ruolo assunto dalle agenzie di rating nell'ambito delle operazioni di finanza strutturata ed i doveri di protezione sulle stesse incumbenti, infatti, impongono di focalizzare l'oggetto della presente indagine sull'analisi del grado di rischio e sugli eventuali rimedi che gli investitori potranno azionare per veder riconosciuta la responsabilità dell'agenzia in ordine al default di un emittente del quale aveva inizialmente certificato un alto grado di profittabilità.

Particolare rilievo, pertanto, assume il problema della responsabilità extracontrattuale nei confronti dei terzi danneggiati, derivante dalla lesione dell'affidamento che questi hanno inconsapevolmente riposto nel giudizio elaborato dall'agenzia.

L'illecito aquiliano, quindi, deve essere studiato con particolare riguardo agli elementi costitutivi (ingiustizia del danno, elemento soggettivo, nesso eziologico), con particolare riguardo agli aspetti afferenti i criteri di imputazione ed il conseguente regime probatorio – fondati rispettivamente su parametri oggettivi di riferimento (c.d. standards minimi) e su presunzioni *iuris tantum* –, nonché in relazione ai criteri di determinazione del *quantum debeatur*.

La peculiare natura della responsabilità dell'agenzia di rating richiederà, *de iure condendo*, un intervento normativo specifico, il quale dovrà tenere in considerazione sia il sostanziale carattere oligopolistico delle agenzie che la parziale difformità dei parametri di valutazione dalle stesse adottati.

SINTESI

» **SOMMARIO**

1. Tutela del mercato ed obblighi di informazione
2. La responsabilità dell'agenzia di rating: a) natura giuridica; b) disciplina
3. Ipotesi di responsabilità dell'agenzia: a) erroneità od inesattezza del giudizio; b) intempestiva revisione della valutazione iniziale
4. Gli elementi costitutivi dell'illecito: a) l'ingiustizia del danno; b) l'elemento soggettivo; c) il nesso eziologico
5. Il danno risarcibile
6. Il concorso di colpa
7. Considerazioni conclusive

1. Tutela del mercato ed obblighi di informazione

L'avanzare della globalizzazione e la tumultuosa crescita dei mercati finanziari stanno ponendo all'attenzione della comunità scientifica una serie rilevante di problematiche.

L'impellente necessità da parte delle imprese di reperire fonti alternative di finanziamento sui mercati, infatti, si palesa in stretta correlazione con la parimenti rilevante esigenza avvertita dai risparmiatori di possedere adeguati strumenti a difesa dei propri investimenti⁽¹⁾.

Il fenomeno della transnazionalità del diritto e l'esistenza di numerose asimmetrie informative presenti sui mercati hanno fatto sì che i tradizionali strumenti di tutela giurisdizionale si siano dimostrati sempre più inadeguati a tale scopo, evidenziando tutti i propri limiti in occasione dei recenti scandali finanziari⁽²⁾.

Il calo dei rendimenti dei titoli di Stato – approdo sicuro della clientela retail sino a qualche anno addietro – ha comportato l'esigenza di procedere ad una poderosa opera di allocazione delle risorse, purtroppo non sempre adeguata al profilo di rischio appartenente agli investitori⁽³⁾.

Pur essendo l'elemento rischio un fattore connaturale ed ineliminabile del mercato finanziario⁽⁴⁾, l'evidenza empirica dimostra che i consumatori, nel momento in cui vengono resi consapevoli delle proprie scelte, risultano maggiormente in grado di orientare in modo virtuoso i relativi comportamenti economici.

Lo sviluppo della cultura finanziaria potrebbe co-

stituire, in una visione prospettica di lungo periodo, un utile elemento per prevenire l'eventuale contenzioso insorgente in materia, nonché per incrementare la trasparenza dei mercati, sempre più spesso inquinati dalle frequenti situazioni di conflitto di interessi presenti fra gli intermediari e gli emittenti. La c.d. "società dell'informazione" esigerà, quindi, l'adozione di modelli comportamentali diversi da quelli meramente conflittuali, fondati sulla logica della prevalenza tra esigenze antitetiche, richiedendo, al contrario, paradigmi convergenti verso il comune obiettivo di regolamentare un mercato equo e globale.

Gli strumenti che potrebbero essere adottati *medio tempore* per aumentare la cultura finanziaria dei risparmiatori, quindi, consistono in una serie rilevante di informazioni (c.d. disclosure), fornite al fine di superare le numerose asimmetrie attualmente presenti sui mercati⁽⁵⁾.

Un ruolo sempre più rilevante di broker informativo è rivestito dalle agenzie di rating, le quali contribuiscono con la loro attività a mettere in relazione la domanda e l'offerta di prodotti presenti sui mercati finanziari, provocando la riduzione dei costi transattivi nei relativi processi di scambio⁽⁶⁾.

La predetta funzione è stata indirettamente riconosciuta anche dall'orientamento ermeneutico adottato dalla giurisprudenza di merito⁽⁷⁾, secondo cui la mancata segnalazione da parte dell'intermediario finanziario del deterioramento del merito creditizio dell'emittente, operata dalle principali agenzie di settore, costituisce una pe-

⁽¹⁾ Secondo il pensiero di STIGLITZ, *La globalizzazione ed i suoi oppositori*, Torino, 2002, 96 ss., l'idea che i mercati operino autonomamente in modo efficiente ha determinato l'adozione di modelli erronei che solo una corretta economia della conoscenza è in grado di correggere.

⁽²⁾ L'art. 2, 446° co., l. 24.12.2007, n. 244, ha introdotto anche nel nostro ordinamento la possibilità di intraprendere azioni collettive risarcitorie (c.d. class actions) a tutela dei diritti dei consumatori e degli utenti.

⁽³⁾ In tema di scelte operate nei servizi di investimento si rinvia all'opera di RIGONI, *Finanza comportamentale e gestione del risparmio*, Torino, 2006.

⁽⁴⁾ Per PISANI MASSAMORILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 763, «qualunque investitore, che non sia del tutto sprovveduto, conosce l'esistenza di una fondamentale legge economica: più alti sono i profitti promessi (ed attesi) da una certa tipologia di investimento finanziario, più alto è il connesso rischio di

perdite. E, d'altra parte, il mercato offre costantemente diverse alternative, con un graduale tasso di rischio».

⁽⁵⁾ Tale problema si è vieppiù accentuato con la crisi dei cc.dd. prestiti subprime.

Per AMATO, *Emissione di bonds, cartolarizzazione e metodologie di rating nella finanza di progetto*, in *Economia e dir. terziario*, 2005, 335 ss., è «necessario determinare come si comportano i finanziamenti sottostanti in termini di quote e tempi delle perdite (in conto capitale e in conto interessi) e di quote e tempi di eventuale recupero».

⁽⁶⁾ Si rinvia, a tale proposito, ai fondamentali lavori di AKERLOF, *The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1970, 488 ss.; RAMAKRISHNAN e THAKOR, *Information reliability and a theory of financial intermediation*, in *Review of Economic Studies*, 1984, 415 ss.

⁽⁷⁾ Trib. Pinerolo, 14.10.2005; Trib. Cagliari, 2.1.2006; Trib. Cosenza, 1.3.2006; Trib. Milano, 26.4.2006; Trib. Catania, 5.5.2006;

Le agenzie di rating
rivestono il ruolo
di broker
informativo

culiare ipotesi di responsabilità a carico dell'intermediario stesso⁽⁸⁾.

Ne consegue, per logico corollario, che l'intermediario potrebbe ottenere l'esonero da ogni responsabilità per il proprio operato qualora dimostrasse di aver effettuato determinate scelte in materia di investimenti sulla scorta del giudizio valutativo formulato dall'agenzia di rating, successivamente rivelatosi errato e/o intempestivo⁽⁹⁾.

Occorre verificare se, in quest'ultima ipotesi, ricorrano specifiche ipotesi di responsabilità da parte dei raters nei confronti dei terzi risparmiatori⁽¹⁰⁾.

2. La responsabilità dell'agenzia di rating:

a) natura giuridica; b) disciplina

a) È opinione diffusa, in dottrina ed in giurisprudenza, che le valutazioni espresse dagli operatori professionali, qualificati tali in base a specifiche norme, le quali conferiscono agli stessi anche compiti peculiari a tutela di interessi riferibili al regolare

funzionamento del mercato, sono idonee a suscitare uno specifico ed incolpevole affidamento nel pubblico degli investitori.

La violazione di tale affidamento, conseguente all'inosservanza di norme di settore e/o di regole tecniche della professione, appare suscettiva di generare responsabilità da parte dell'operatore⁽¹¹⁾.

La natura di tale responsabilità è discussa: parte della dottrina la qualifica, infatti, come responsabilità contrattuale; altra come responsabilità extracontrattuale⁽¹²⁾.

La costante evoluzione verificatasi in *subiecta materia* ha provocato notevoli punti di contatto tra le diverse tipologie di responsabilità, sia di ordine classificatorio che sotto il profilo dei rimedi⁽¹³⁾.

La natura complessa dell'attività svolta dalla società di rating, da un lato, potrebbe astrattamente configurare una fattispecie di responsabilità da "contatto", qualora un danno⁽¹⁴⁾ economico risulti arre-

La violazione dell'affidamento suscitato nei terzi configura un'ipotesi di responsabilità contrattuale o extracontrattuale?

Trib. Parma, 24.5.2007; Trib. Firenze, 6.7.2007; tutte pubblicate sul sito <http://www.ilcaso.it>.

⁽⁸⁾ GAETA, *Valutazione degli investimenti attraverso la conoscenza del "rating"* (nota a Trib. Catania, 5.5.2006), in *Dir. e prat. soc.*, 2007, 83, «l'intermediario è tenuto ad informare il cliente dell'andamento del titolo e delle variazioni del rating anche successivamente all'acquisto. Tanto non solo in forza del generale principio della buona fede nell'esecuzione del contratto (art. 1375 c.c.), ma anche in ragione dell'art. 21, lett. b), t.u.f., che impone all'intermediario di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, al fine di consentire ad essi di effettuare consapevoli scelte di investimento o di disinvestimento».

⁽⁹⁾ MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, 16, «Si deve comunque constatare come la presenza di operatori quali le agenzie di rating – ossia di soggetti che si occupino esclusivamente della produzione e divulgazione di informazioni – non abbia ricevuto in sede dottrinale un'attenzione adeguata all'importanza del tema».

⁽¹⁰⁾ FACCI, *Mancata comunicazione del rating e responsabilità dell'intermediario finanziario* (nota a Trib. Catania, 5.5.2006; Trib. Cagliari, 2.1.2006; Trib. Pinerolo, 14.10.2005), in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 912 ss.

FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ.*, 2007, 679 ss.

⁽¹¹⁾ CARBONE, *La responsabilità degli intermediari*, in *Danno e resp.*, 2002, 109, «La presenza di specifici dati comportamentali o di doveri di informazione *ex lege* comporta significativi spostamenti dell'attuale trend interpretativo sia sul piano dei soggetti tenuti a rispondere, anche in assenza di un rapporto diretto con il risparmiatore, sempre più considerato ed equiparato al consumatore, sia sul piano della responsabilità che, superata la terra di nessuno tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale, va a configurarsi non come violazione di contratto, ma come responsabilità da inadempimento di specifici doveri di informazioni imposti *ex lege* e quindi da inadempimento in senso ampio».

Per ROPPO, *La responsabilità civile, e l'anima*, in *Danno e resp.*, 2002, 100, vanno identificati i seguenti problemi in materia di responsabilità civile e mercato finanziario: «Primo. La rilevanza della figura professionale dell'operatore e dei contenuti tecnici della sua attività, ai fini della costruzione del corrispondente statuto di responsabilità; e, per conseguenza, la crescente frammentazione del regime di responsabilità civile in una pluralità di *sub-regimi* definiti essenzialmente in funzione delle aree professionali di riferimento. Secondo. Il deperimento della distinzione fra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale. Terzo. La mutata posizione di responsabilità delle organizzazioni pubbliche. Quarto. La sempre più spinta "dematerializzazione" della responsabilità civile, che in una knowledge society come la nostra tende ad affrancarsi dal mondo della fisicità –

il vecchio *damnum corpore corpori illatum* – per insediarsi nelle dimensioni dell'immaterialità o addirittura della virtualità, oggi sempre più rilevanti sia sul piano delle condotte generatrici di responsabilità sia su quello delle conseguenze dannose».

⁽¹²⁾ Secondo DI MAIO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001, 197 ss., le fattispecie in oggetto sarebbero ricomprese all'interno della "zona grigia tra contratto e torto", dal momento che «Se, sul versante della responsabilità contrattuale è dato ormai assistere a fattispecie in cui siffatta responsabilità è indipendente dalla esistenza di un contratto fra le parti, perché è sufficiente che un affidamento abbia a realizzarsi, fondato su di una specifica relazione o addirittura su di un semplice contatto – il che denota che l'area del contratto e della correlativa responsabilità va estendendosi – dall'altro lato, sul versante del torto, il quadro tradizionale in cui si colloca la responsabilità "del passante" ossia del *quisque de populo*, che casualmente si trovi a ledere diritti altrui, si è arricchito di nuove fattispecie come ad es. di quelle che si collegano alla violazione di doveri derivanti dal proprio status professionale».

⁽¹³⁾ Per DI MAIO, *La responsabilità contrattuale*, Torino, 1997, 7, «Si può dire che, mentre la *culpa in contrahendo* è sanzionata con regole di responsabilità, l'abuso della libertà contrattuale nella costruzione del contratto è sanzionata con regole di invalidità. Ma risarcimento e invalidità sono pur sempre rimedi contro il superamento dei "limiti" che caratterizzano la libertà contrattuale. Ci si può tuttavia domandare se il rimedio costituito dalla inefficacia e/o invalidità delle clausole "sfavorevoli" al contraente sia ancora da considerare come appartenente, in qualche modo, all'area della responsabilità».

Le tendenze evolutive suddette sono compiutamente analizzate da VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. privato*, 2003, 247, «L'autonomia delle due diverse serie di norme resisterebbe in presenza delle nuove regole in tema di asimmetrie informative perché la logica codicistica dei vizi del consenso ed il paradigma del "nuovo diritto dei contratti" si muovono su piani diversi. L'una ha la funzione di incidere su di una singola operazione negoziale, l'altra ha di mira le reazioni contro i fallimenti del mercato dovuti a carenze informative. Sicché non sarebbe possibile fondere diritto speciale e diritto comune, ma si dovrebbero, casomai, prospettare risposte articolate per le contrattazioni fra professionisti e consumatori e per le "contrattazioni che restano fuori dal mercato", soggette ancora alla disciplina del codice civile».

⁽¹⁴⁾ Secondo RONCHI, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Resp. civ. e prev.*, 2000, 593 ss., «Il modo in cui è avvenuto il progressivo riconoscimento della tutela giuridica del danno da informazione economica varia da paese a paese essendo diversi i punti di partenza; sono comunque in via generale riconoscibili due diversi tipi di "itinerari" a seconda che ci si collochi in un sistema tipico o atipico di responsabilità civile: i) nel primo

La responsabilità
dell'agenzia
assume,
indipendente-
mente dalla sua
collocazione
sistemica,
caratteristiche
di indubbia
originalità

cato a terzi con cui non sussista alcun rapporto di affari⁽¹⁵⁾.

Autorevole dottrina⁽¹⁶⁾ ha posto in rilievo il fatto che la responsabilità del danneggiante, sul quale incombono peculiari obblighi di diligenza⁽¹⁷⁾, non appare conseguenza della violazione del dovere generale di *neminem laedere*, gravante sul *quisque de populo*; essa deriva, invece, dalla violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti un soggetto a causa del ruolo o dello *status* professionale rivestiti dal medesimo.

È vero che, secondo l'impostazione tradizionale, mancherebbe qui il titolo costitutivo di una relazione giuridica, all'interno della quale il rater sarebbe tenuto ad un determinato comportamento nei confronti di un terzo, ma la mancanza di questi elementi strutturali del rapporto obbligatorio viene supplita con la constatazione:

i) che tutte le fattispecie in esame sono caratterizzate da uno specifico "contatto sociale", in forza del quale si qualifica l'affidamento del terzo e la cui lesione genera responsabilità⁽¹⁸⁾;

ii) che la dottrina ha da tempo elaborato la categoria del rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione, nel quale l'interesse giuridicamente protetto è quello a non subire un pregiudizio economico all'interno della propria sfera giuridica.

caso si assiste al passaggio da un tentativo di collocamento dell'illecito nell'area contrattuale al riconoscimento, da parte della dottrina e della giurisprudenza, della necessità di un ritorno a regole generali di responsabilità contrattuale; ii) nel secondo caso l'illecito viene di preferenza fatto rientrare nella regola generale della responsabilità extracontrattuale, anche se l'operazione – non priva di problemi per il "pericolo di una incontenibile proliferazione di pretese risarcitorie" – non preclude la configurazione di ipotesi di responsabilità contrattuale o precontrattuale.

SACCHETTI, *Estesa anche agli istituti di credito l'obbligazione da "contatto sociale"* (nota a Cass., S.U., 8.5.2007, n. 14712), in Guida dir., 2007, 29, 52 ss.

⁽¹⁵⁾ CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1991, 55, fa espresso riferimento agli «obblighi integrativi e strumentali di conoscenza esauriente e precisa di quanto attiene all'affare».

Per la natura precontrattuale della responsabilità da prospetto vedi FERRARINI, *Investment banking, prospetti informativi e culpa in contrahendo*, nota a Trib. Milano, 11.1.1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, 601 ss., secondo cui l'intermediario è soggetto agli obblighi previsti dall'art. 1337 c.c., «senza che sia poi necessario che tra banca ed investitori si stabilisca un contatto personale e diretto».

⁽¹⁶⁾ CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Jus*, 1976, 145 ss.

⁽¹⁷⁾ Per ATELLI, *La revisione contabile obbligatoria come professione specialistica*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1996, 98 ss., «il parametro di diligenza utilizzabile per valutare la prestazione di revisione deve tener conto non soltanto della natura dell'attività esercitata, ma anche della qualificazione professionale e della struttura imprenditoriale che la società di revisione deve utilizzare».

⁽¹⁸⁾ LARENZ, *Lehrbuch des schuldrechts*, 1987, I, 104, definisce la fattispecie in oggetto quale «rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione derivante da contatto negoziale».

V. anche CASTRONOVO, *op. cit.*, 151.

⁽¹⁹⁾ CANARIS, *Norme di protezione. Obblighi del traffico, doveri di protezione*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1983, 567 ss.

⁽²⁰⁾ DI MAIO, *La responsabilità contrattuale*, cit., 25 ss.

⁽²¹⁾ V., a tale riguardo, la nota a Cass., S.U., 22.7.1999, n. 500, di Palmieri e Pardolesi, in *Foro it.*, 1999, 2487 ss.

Per le ipotesi di responsabilità a carico degli intermediari

Ci si limita ad osservare che la qualificazione di tale specie di responsabilità all'interno dell'alveo contrattuale conferisce maggiore tutela all'interesse dei terzi danneggiati, che potrebbero utilizzare le regole di prescrizione, di colpevolezza ed eziologiche caratterizzanti tale fattispecie, liberandosi da oneri probatori di difficile dimostrazione.

Dall'altro lato parte della dottrina, muovendosi nel solco della più consolidata tradizione, ha ritenuto che nelle ipotesi considerate manchi la preesistente obbligazione il cui inadempimento genera responsabilità, qualificando l'ipotesi in oggetto come ricadente nell'area della responsabilità aquiliana.

In questa prospettiva si è precisato che l'illecito sarebbe conseguenza della violazione di particolari doveri, denominati "obblighi del traffico", gravanti su colui il quale, operando nel traffico giuridico, deve adoperarsi per fare in modo da non recare danno ad altri⁽¹⁹⁾ ⁽²⁰⁾.

Pur se la qualificazione giuridica relativa al titolo della responsabilità assume notevole importanza, seppure in un contesto caratterizzato dalla progressiva erosione dei tratti distintivi tra le due figure⁽²¹⁾, non va sottovalutato il fatto che la responsabilità dell'agenzia di rating assume, indipendentemente dalla sua collocazione sistemica, caratteristiche di indubbia originalità⁽²²⁾ ⁽²³⁾.

professionali e dell'Autorità di vigilanza per omesso controllo v. *ex plurimis*: ROBLES, *Erogazione "abusiva" di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovrvenuto*, nota a Cass. 9.10.2001, n. 12368, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, 274 ss.; SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danno a terzi*, nota a Cass. 18.7.2002, n. 10403, in *Soc.*, 2002, 1519 ss.; SCOTTI, *Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza*, nota a Cass. 3.3.2001, n. 3132, in *Giur. comm.*, I, 2002, 12 ss.

⁽²²⁾ Per ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Riv. notariato*, 1977, I, 1103, «ogni tentativo di assegnare alla circolazione di informazioni economiche una precisa disciplina deve muovere da una attenta analisi dei criteri di selezione degli interessi; in assenza di regole di carattere generale, occorre fare riferimento dapprima al particolare vincolo che si istituisce tra informatore ed informato, all'interno di un rapporto che (se non è destinato alla partecipazione di notizie, necessariamente) risulta accessivo ad altri rapporti negoziali preesistenti tra le parti, ovvero trae origine dal "contatto sociale" che si manifesta nell'atto illecito; in quest'ultima ipotesi, allora è necessario individuare i singoli presupposti dell'atto, specificare il significato di ingiustizia del danno, accertare il nesso di causalità tra l'atto e l'evento e, ancora, delineare la colpa (o il dolo) dell'agente».

⁽²³⁾ CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, Milano, 2000, 52 ss., «In ogni caso, la distinzione tra tutela contrattuale e tutela aquiliana, nonostante sia nella nostra disciplina, non riesce a porsi in principio nel sistema. Del resto, forti indici del superamento della distinzione si colgono nell'esperienza giurisprudenziale che, nel regolamento di casi limite in cui è incerto ed è questione di fatto stabilire se il contratto c'è stato e quando sia stato concluso, è orientata ad applicare la disciplina più idonea al caso concreto: spesso prescindendo dalla corretta definizione della fattispecie, l'interpretazione giurisprudenziale nel senso della tutela contrattuale o aquiliana è volta ad assicurare al danneggiato la disciplina più favorevole in relazione al termine prescrizione o all'onere probatorio, oppure mira a sanzionare più severamente un comportamento doloso o gravemente colposo del danneggiante. Quando l'imputazione della responsabilità è oggettiva (e ciò è, sempre in linea di principio, per gli inadempimenti o gli illeciti imputabili a un'organiz-

b) Occorre evidenziare in primo luogo che il preponderante ruolo economico⁽²⁴⁾ rivestito dalle agenzie non ha trovato speculare corrispondenza in sede di emanazione di specifiche normative di settore, ragion per cui l'interprete si trova costretto ad enucleare eventuali ipotesi di responsabilità facendo ricorso all'analogia ed ai principi generali. L'art. 9, l. 18.4.2005, n. 62 (c.d. Comunitaria 2004)⁽²⁵⁾, infatti, aveva introdotto rilevanti modifiche al d.lg. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.), riconoscendo, per la prima volta nel nostro ordinamento, il ruolo peculiare in materia di investimenti rivestito dalle agenzie di rating.

Il testo novellato dell'art. 114, 8° co., t.u.f., recitava testualmente che «I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, comprese le società di rating (il corsivo è nostro), riguardanti strumenti finanziari indicati all'art. 180, 1° co., lett. a, o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce».

Provoca rilevante stupore dover constatare che la modifica al predetto articolo, successivamente apportata dalla l. 28.12.2005, n. 262 (c.d. Legge sul risparmio), abbia escluso le società di rating dal novero dei soggetti abilitati a produrre o diffondere ricerche e valutazioni concernenti strumenti finanziari⁽²⁶⁾.

Tale esclusione si manifesta ancora più incompre-

sibile, laddove si consideri il fatto che l'art. 69 *decies*, Reg. Consob. 14.5.1999, n. 11971, così come modificato con delibera 3.5.2007, n. 15915, sottopone ad una peculiare disciplina di controllo «I soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito, escluse le agenzie di rating».

Si rileva, inoltre, che l'art. 1, 6° co., lett. f, d.lg. 24.2.1998, n. 58, modificato dal d.lg. 17.9.2007, n. 164 (c.d. Mifid), ha previsto tra i servizi accessori «la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari».

Appare di intuitiva evidenza, in un contesto economico sempre più diretto verso forme di sviluppo «market oriented», che sussistono molteplici ragioni da parte degli emittenti strumenti finanziari a porre in essere operazioni strutturate tra le quali assumono peculiare rilevanza la necessità di procedere ad una diversificazione delle fonti di raccolta che al riequilibrio delle proprie fonti patrimoniali⁽²⁷⁾.

L'agenzia di rating, preposta ad effettuare una valutazione indipendente sul rischio di credito dell'emittente, esprime, mediante l'utilizzo di caratteri alfanumerici di facile comprensione alla generalità degli investitori, un giudizio sintetico sull'affidabilità creditizia del soggetto affidato.

Risulta innegabile, pertanto, l'influenza che assume la predetta valutazione nell'orientare le concrete scelte di investimento da parte dei singoli risparmiatori, soprattutto per quanto concerne l'emissione di titoli quotati sui mercati internazionali⁽²⁸⁾.

Gli istituti di credito e le società commerciali, inoltre,

La valutazione del merito di credito appare indispensabile per la quotazione dei titoli sui mercati finanziari

zazione), l'attore deve dimostrare solo la violazione della clausola generale mentre l'extrapolazione dei criteri oggettivi di imputazione rileva per la determinazione concreta della prova liberatoria, a carico del convenuto, valida a esentare da responsabilità. Secondo la ricostruzione prospettata, la distribuzione dell'onere della prova non viene più a dipendere necessariamente dalla clausola generale violata, cioè non è conseguenza diretta del tipo di tutela che si invoca (contrattuale o extracontrattuale), ma deriva dal criterio settoriale che va applicato nel caso di specie: se soggettivo, l'attore deve dimostrare anche la colpa del convenuto sia se si lamenta l'inadempimento di una precedente obbligazione, sia se si lamenta l'*iniuria*; se il criterio da applicare è oggettivo, è a carico del convenuto provare di aver fatto il possibile per adempiere o per evitare la lesione del diritto altrui, laddove il grado di oggettivizzazione del criterio, non essendo assoluto, ammette la prova contraria che sarà più o meno rigorosa a seconda dei casi».

⁽²⁴⁾ TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e impresa*, 2005, 930, «Non c'è da stupirsi, dunque, se la stagione delle frodi societarie ha, tra le altre cose, aperto il dibattito in merito alla necessità di intervenire nella disciplina di un'attività imprenditoriale privata – quella della valutazione del merito di credito – che oggi assume un ruolo cruciale nel funzionamento dei mercati finanziari e pur tuttavia è sottratta ad una regolamentazione giuridica speciale e ad un sistema pubblico di controllo».

⁽²⁵⁾ Con la quale è stata recepita la direttiva 6/2003/CE, relativa all'abuso di informazioni privilegiate ed alla manipolazione del mercato (c.d. market abuse).

⁽²⁶⁾ Il testo novellato, infatti, recita testualmente che «I sog-

getti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating».

⁽²⁷⁾ ALBISERI, *Finanza strutturata*, Milano, 2000, 2 ss., «La finanza strutturata costituisce una disciplina di valutazione del rischio del credito basata sulla valutazione del flusso di cassa, sulla allocazione contrattuale dei rischi e sull'utilizzo di strumenti finanziari innovativi. Le tre fonti di cassa alle quali si può attingere per rimborsare i debiti sono: 1) la liquidazione di attività, su cui si conta tipicamente per finanziare a breve termine i componenti temporanei o stagionali del capitale circolante; 2) le garanzie collaterali, come i beni immobili utilizzati nel credito ipotecario o i crediti per le operazioni di cartolarizzazione; 3) il flusso di cassa, ovvero la fonte primaria del rimborso del credito a lungo termine e di remunerazione degli azionisti».

⁽²⁸⁾ MONI, in AA.VV., *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996, 10, «l'analisi delle motivazioni che inducono una banca a richiedere ad una o più agenzie di rating di esprimere un giudizio sulle sue passività titolarizzate o sulla banca stessa: più agevole accesso ai mercati, maggiore placing power grazie all'effetto reputazione garantito da un buon rating, minori costi di raccolta (connessi anche ai più contenuti costi che i potenziali prestatori devono sostenere per reperire le informazioni) e, soprattutto per le banche di minori dimensioni, ampliamento della propria visibilità a livello internazionale. Condivido anche i limiti evidenziati della funzione del rating come ad esempio l'estraneità, rispetto ai propri scopi, della misurazione dei rischi di natura diversa dal rischio di credito, quali il rischio di cambio, il rischio di tasso di interesse e quello di liquidità che comunque possono influenzare il rendimento e il prezzo delle attività (passività) finanziarie, nonché le valutazioni circa la difficile comparabilità fra le varie scale di valuta-

utilizzano le valutazioni sul merito di credito degli emittenti anche quale parametro per diversificare, mediante l'accesso a nuovi settori, le fonti di raccolta, nonché per gestire la liquidità in eccesso e/o migliorare i profili di rischio degli attivi, corrispondendo ai sottoscrittori dei titoli un tasso di rendimento ad uno spread inferiore.

Da ciò consegue che l'affidamento suscitato dalle agenzie nei confronti dei terzi investitori, oltre che avere rilevanti ripercussioni sul corretto funzionamento dei mercati finanziari, risulta foriero di correlative fattispecie di responsabilità⁽²⁹⁾.

D'altronde lo sviluppo della "cultura della certificazione" (si pensi, ad es., alla certificazione di qualità, alla filiera di provenienza dei singoli prodotti, al loro profilo etico, ecc.), costituisce negli ultimi tempi una costante del processo economico-produttivo, volta a garantire una maggiore tutela dei consumatori, una allocazione più efficiente delle risorse finanziarie e, in ultima analisi, una più ordinata regolazione del mercato dei capitali⁽³⁰⁾.

L'autorevolezza del giudizio, infatti, si fonda sui requisiti di indipendenza e professionalità dei raters i quali, pur non trovando specifica regolamentazione all'interno di una norma primaria, sono stati riconosciuti dall'Autorità di vigilanza⁽³¹⁾.

Il carattere professionale della valutazione fa sì che la stessa dovrà essere parametrata a criteri di perizia e diligenza conformi agli standards uniformi previsti dal settore di appartenenza⁽³²⁾.

Le agenzie, infatti, sono chiamate a formulare un giudizio prospettico su dati ed elementi solitamente forniti dal soggetto valutato.

Il necessario e reciproco rapporto di fiducia che si instaura con i potenziali clienti durante il procedimento di attribuzione, nonché durante la fase successiva di revisione periodica del giudizio, mette i raters a conoscenza di una molteplicità di informazioni riservate, con conseguente obbligo al segreto professionale.

Tali notizie, pur non potendo essere fornite alla comunità finanziaria, costituiscono, unitamente ad alcune valutazioni di carattere discrezionale e soggettivo (ad es. la qualità del management), la chiave di lettura principale per individuare le future linee di sviluppo tendenziale del soggetto richiedente.

I dati desumibili dal bilancio d'esercizio, infatti, si limitano a "fotografare" la situazione esistente ad una certa data e non consentono pienamente di cogliere le linee evolutive future mediante una valutazione di tipo prospettico.

Si ponga attenzione, ad esempio, al fatto che gli amministratori informino l'agenzia sullo svolgimento di procedure per la registrazione di un rivoluzionario brevetto, oppure che la società valutata stia per intraprendere (oppure stia per subire) una serie di operazioni straordinarie (fusioni, scissioni, cessioni di rami d'azienda, aumenti di capitale, o.p.a., leveraged buy-out, m&a).

Appare intuitivo come tutte queste notizie, pur non

l'autorevolezza
del giudizio
si fonda
sui requisiti
di indipendenza
e professionalità
dei raters

zione (non essendo noti i criteri di assegnazione dei titoli nelle diverse classi e le relative probabilità di default).

⁽²⁹⁾ Si pensi al fondamentale ruolo di garanzia per gli investitori assegnato al rating dall'art. 2, 4° co., l. 30.4.1999, n. 130, dall'art. 4, 2° co., d.m. 4.1.2006, dall'art. 100 bis, d.lg. 24.2.1998, n. 58, dall'art. 28 septies, Reg. Consob 14.5.1999, n. 11971.

⁽³⁰⁾ ESMANECH, in AA.VV., *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, cit., 13, «Ritengo difatti che il rating sia un "biglietto da visita" che pone l'investitore nella possibilità di selezionare a priori gli elementi, anche se le operazioni di "spessore" portano sempre a coinvolgere direttamente i soggetti a vario titolo interessati, indipendentemente dalla bontà del giudizio. Si tratta di un giudizio indubbiamente importante, ma alle spalle del quale deve stare una "visibilità" piena e convincente del soggetto, da verificarsi anche in via diretta e prescindendo dal rating».

CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, Milano, 2002, 2, «Alcune aziende temono di più le associazioni dei consumatori che non le istituzioni di controllo. Infatti, costa molto di più recuperare credibilità con campagne pubblicitarie e risarcimenti volti a tacitare i soggetti lesi da comportamenti non ortodossi che non mantenere in origine un comportamento irreprensibile e trasparente, ammettendo pubblicamente le colpe su difettosità di prodotti prima di essere colti in fallo».

⁽³¹⁾ Reg. Consob 2.11.1999, n. 12175 in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito, mediante il quale è stata data attuazione all'art. 2, 5° co., l. 30.4.1999, n. 130.

Art. 2 "Requisiti di professionalità"

1. Gli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla l. n. 130/1999 devono essere costituiti in forma societaria ed essere organizzati in modo che:

a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrono persone che abbiano maturato un'esperienza direttiva non inferiore a tre anni in società o strutture aziendali specializzate nella valutazione dei crediti;

b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valuta-

zione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti;

c) siano predisposti supporti tecnici e dotazioni di personale adeguati in relazione alle procedure utilizzate ed agli incarichi che si stima di svolgere in ciascun anno.

2. I requisiti previsti dal 1° co. si considerano posseduti dagli operatori attivi nei mercati dell'Unione Europea da almeno tre anni nell'attività di valutazione del merito di credito alla data di entrata in vigore del presente regolamento.

Art. 3 "Indipendenza"

1. La valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla l. n. 130/1999 non può essere effettuata da operatori che:

a) controllano o sono controllati da uno dei soggetti che partecipano all'operazione;

b) sono controllati dal medesimo soggetto che controlla uno dei soggetti che partecipano all'operazione;

c) sono collegati con uno dei detti soggetti.

2. Il prospetto informativo contiene indicazioni circa i rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'operatore incaricato della valutazione del merito di credito, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

3. Le situazioni di controllo e di collegamento sono definite in base al disposto, rispettivamente, dell'art. 93, d.lg. 24.2.1998, n. 58, e dell'art. 2359, 3° co., c.c. Per i soggetti che partecipano all'operazione si intendono: il soggetto cedente, la società per la cartolarizzazione dei crediti, i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento e gli altri soggetti che eventualmente partecipano all'operazione a garanzia del pagamento dei debiti ceduti.

⁽³²⁾ Per DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 503, «lo status delle agenzie di rating viene disciplinato solo nell'ambito, assai circoscritto, dei requisiti richiesti agli operatori che svolgono la valutazione del rating nelle operazioni di cartolarizzazione».

potendo essere divulgate sul mercato, risultino in grado di influenzare sensibilmente il prezzo dei titoli che costituiscono oggetto di valutazione, con rilevanti effetti economici (ed eventuali profili di responsabilità) sul soggetto richiedente, sui creditori del medesimo e sui terzi investitori.

La società di rating⁽³³⁾, terminato il complesso iter endoprocedimentale ed avvalendosi della documentazione e delle notizie forniteli dal committente oppure estrapolate dai dati disponibili sul mercato, emette la propria valutazione e la divulga presso il pubblico.

L'attività valutativa, al pari di quella svolta dalle società di revisione e dagli istituti bancari⁽³⁴⁾, presenta elevati margini di discrezionalità; tali criteri, in ogni caso, debbono risultare conformi a procedure predeterminate, nonché a prassi codificate del settore di appartenenza a livello internazionale⁽³⁵⁾ ed ai principi deontologici stabiliti dai codici di autodisciplina⁽³⁶⁾.

3. Ipotesi di responsabilità dell'agenzia:

a) erroneità od inesattezza del giudizio;

b) intempestiva revisione della valutazione iniziale

a) Il pubblico dei risparmiatori costituisce la platea potenzialmente danneggiata da un giudizio erroneo, inesatto e/o intempestivo diffuso dall'agenzia sui mercati finanziari. Ne consegue che da tale ambito di trattazione risultano esclusi i c.d. ratings interni, i quali riverberano i propri effetti esclusivamente all'interno del rapporto contrattuale stipulato con il relativo committente⁽³⁷⁾.

Tale metodo endoprocedimentale di valutazione⁽³⁸⁾, sviluppatosi soprattutto nella prassi bancaria, ha trovato espresso riconoscimento nei Core Principles for Effective Banking Supervision (c.d. Accordi di Basilea 2)⁽³⁹⁾, mediante i quali sono state stabilite alcune procedure di valutazione uniformi a livello transnazionale, allo scopo di standardizzare e rafforzare le misure di controllo e supervisione sull'operato degli istituti di credito⁽⁴⁰⁾.

La differente
tipologia di rating
si riverbera
sui relativi modelli
di responsabilità

⁽³³⁾ CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, cit., 155 ss., «Al termine del processo di analisi il team presenta al comitato di rating un rapporto che motiva la prima proposta di giudizio. Il comitato esamina il rapporto e può comportarsi come segue: condivide il giudizio degli analisti; non condivide il giudizio. In caso di accettazione della proposta di giudizio da parte del comitato il rating viene comunicato al cliente che può accettare il giudizio oppure può ricorrere in appello al comitato di rating adducendo nuove motivazioni per integrare la prima fase di valutazione. Una volta accettato il giudizio il rating viene pubblicato. Nel caso di non accettazione della proposta di giudizio da parte del comitato si procede nel modo seguente: richiesta di integrazioni di informazioni agli analisti in modo da motivare adeguatamente la prima proposta che in seconda istanza soddisfa il comitato; modificazione della proposta di giudizio e presentazione al cliente del nuovo giudizio. Una volta che il rating è emesso viene monitorato costantemente dall'agenzia. Nei documenti allegati appare il rating emesso dall'agenzia ma è riportato anche l'eventuale rating emesso da altre agenzie; in questo modo il mercato ha la certezza di un giudizio vagliato da diversi team di analisti che hanno applicato metodologie di analisi sperimentate ed efficaci. L'agenzia può comunicare al mercato esclusivamente il rating ma generalmente il rating è accompagnato dal rapporto che sintetizza il lavoro svolto, illustrando i punti di forza ed i punti di debolezza dell'emittente, nel suo contesto ambientale e di settore, adeguatamente ponderati per giustificare il giudizio finale».

⁽³⁴⁾ Per INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, in *Riv. commercialisti*, 2001, 460 ss., «La sana e prudente gestione viene a costituire lo specifico criterio attraverso il quale verificare la correttezza del comportamento della banca. Siffatto criterio, enunciato attraverso un sapiente equilibrio di aggettivi, se da un lato indica la necessità che l'attività del banchiere sia rivolta verso la ricerca della redditività e della profittevolezza, indica anche che questa non debba andare a pregiudicare la razionalità, la plausibilità logica e la coerenza con valori di protezione del mercato e dei terzi. Allo stesso modo la prudenza nella gestione non può certo significare eliminazione del rischio che inevitabilmente si accompagna ad ogni attività imprenditoriale, ma certamente vuole escludere la ammissibilità di quei comportamenti che antepongono a regole di prudenza diffusamente riconosciute, iniziative di rischio che possono essere pregiudizievoli per la banca e/o per i terzi. L'attività della banca è contrassegnata non soltanto dalle caratteristiche di professionalità, che sempre si accompagnano a qualsiasi attività specialistica, ma anche da una professionalità di secondo, e comunque più elevato, livello. Essa deriva dal fatto che la stessa attività di erogazione del credito è una attività riservata e funzionale sul piano operativo a quella di raccolta e quindi, *in re ipsa*, destinata ad essere svolta solamente da soggetti in grado in

ogni momento dello svolgimento dell'attività non soltanto di rispettare i criteri di cautela, quali quelli della sana e prudente gestione, ma anche dotati di una specifica professionalità, la quale deve perdurare nell'esercizio dell'attività».

⁽³⁵⁾ Lo I.O.S.C.O (acronimo indicante l'International Organization of Securities Commissions), organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati, ha emanato in data 3.12.2004 un codice di condotta, denominato Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, al quale le agenzie dovrebbero attenersi, tenuto conto che le medesime «are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk».

⁽³⁶⁾ STANDARDS & POOR'S RATING SERVICES, *Code of Conduct*, 2005; MOODY'S INVESTORS SERVICE, *Code of Conduct*, 2005.

⁽³⁷⁾ Per gli eventuali approfondimenti mi sia consentito rinviare a MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Roma, 2004.

⁽³⁸⁾ Per CAROSIO, in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, Roma, 2000, 10, «L'utilizzo dei rating interni viene visto come strumento operativo in grado di influire positivamente sulla sana e prudente gestione nelle fasi di affidamento, nel pricing dei prodotti, nel monitoraggio delle posizioni, nel processo di allocazione del capitale, nelle valutazioni di performance, nel sistema premiante. Rispetto ai rating esterni, inoltre, quelli interni incorporano informazioni supplementari sui clienti, sull'andamento delle relazioni di affari e delle linee di credito e sull'entità delle garanzie».

⁽³⁹⁾ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Convergenza internazionale della misurazione del capitale e dei coefficienti patrimoniali*, Basilea, 2004.

⁽⁴⁰⁾ CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, cit., 62, «Il rating rilasciato con finalità interne, o riservato, potrebbe essere un nuovo modo di gestire il rapporto di affidamento. Le ragioni che stanno favorendo la sua diffusione sono le seguenti: lo schema di regolamentazione delle banche proposto dal comitato di Basilea prevede un sistema di valutazione del portafoglio di impieghi con metodologie di rating interno vagliate per ogni istituto nazionale dalla banca centrale; tale metodologia è finalizzata a ridurre il patrimonio di vigilanza e dovrebbe entrare in vigore nel giro di pochi anni; un maggiore controllo sulla qualità degli impieghi volto a ridurre le sofferenze bancarie; l'esigenza di riprogettare le procedure di affidamento per ridurre i costi "di lavorazione". Per queste ragioni alcuni istituti bancari di primaria importanza si stanno attrezzando per gestire le loro posizioni di affidamento con un sistema di rating interno coinvolgendo in un processo di riorganizzazione un'area tradizionale del settore del credito».

Il rating costituisce
un procedimento
previsionale
di natura
prospettica

Per ciò che concerne i giudizi esterni, invece, occorre operare una distinzione fra solicited ratings e unsolicited ratings.

I primi, infatti, vengono emanati in seguito ad espressa richiesta da parte dell'emittente il quale, al fine di consentire un'approfondita analisi sui propri procedimenti decisionali e gestionali, consente il libero accesso ad informazioni riservate.

Gli altri, invece, vengono rilasciati in seguito ad autonoma iniziativa da parte dell'agenzia che, senza essere legata da alcun rapporto negoziale con l'emittente, si avvale di informazioni ricavabili da dati forniti all'intera comunità finanziaria⁽⁴¹⁾.

Appare rilevabile *ictu oculi* la minore accuratezza e precisione dello strumento appena descritto rispetto al solicited rating, con conseguenti riflessi in materia di responsabilità⁽⁴²⁾.

Nella prassi operativa, inoltre, si verifica sovente la mancata coincidenza delle valutazioni effettuate dalle agenzie, le quali danno origine al fenomeno degli split-ratings⁽⁴³⁾.

La fattispecie in oggetto si verifica in conseguenza della scarsa omogeneità dei giudizi, causata principalmente dalla divergenza dei parametri valutativi

adottati, dalla loro diversa composizione percentuale e dai differenti modelli di analisi.

Per evitare il predetto inconveniente gli emittenti o, in alternativa, i loro garanti ricorrono ad una valutazione avente carattere plurimo⁽⁴⁴⁾.

Ciò dimostra che il procedimento di valutazione del rischio è per sua natura un processo previsionale di natura prospettica, incerto e dotato di elevati margini di discrezionalità, che potrebbe condurre ad una valutazione non corretta delle relative probabilità di default⁽⁴⁵⁾.

La difficoltà di enucleare parametri oggettivi di riferimento in tema di erroneità e/o di inesattezza del giudizio non dovrebbe impedire, tuttavia, all'interprete di formulare alcuni criteri di valutazione, i quali formeranno oggetto di analisi nei successivi paragrafi.

b) Il formante giurisprudenziale non ha ancora affrontato il problema afferente il danno arrecato ai risparmiatori in conseguenza della mancata e/o tardiva revisione di un giudizio emanato in precedenza⁽⁴⁶⁾.

Tale problematica, manifestatosi con estrema virulenza in occasione dei recenti scandali finanziari,

⁽⁴¹⁾ NIERI, *L'applicazione del rating alle banche: problemi e prospettive*, Milano, 1996, 16, «Vi sono tuttavia dei casi in cui l'agenzia di rating procede all'assegnazione del rating anche in assenza di richiesta da parte del soggetto al quale il rating si riferisce. In questo caso il rating è detto unsolicited o implicito e risponde all'esigenza avvertita dal rater di fornire un'informazione completa relativamente ad un determinato settore economico di un certo Paese o di indurre un certo numero di potenziali clienti a richiedere in futuro un giudizio all'agenzia stessa. Come anticipato, se il rating è unsolicited – caratteristica che viene talvolta segnalata agli utilizzatori attraverso l'affiancamento all'usuale indicatore alfanumerico di una specifica sigla, ad esempio "u" o "i" – gli analisti si trovano a formulare le loro valutazioni sulla base di elementi già noti al mercato, non avendo l'opportunità di richiedere informazioni interne e/o riservate; questo implica che questo tipo di rating può risultare meno accurato di quello solicited».

⁽⁴²⁾ Per DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 507, nt. 49, «Non si rinvengono invece decisioni che riguardino il caso del danno all'informato cagionato da un voto di rating emesso dall'agenzia *motu proprio*, ossia senza che sia intervenuta alcuna richiesta dagli informati o dal soggetto valutato».

⁽⁴³⁾ CANTOR e PACKER, *The credit rating industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer Fall, 1994, 11 ss., dopo aver evidenziato le difficoltà insite nella comparazione delle diverse classificazioni, esprimono una critica nei confronti delle Autorità di controllo statunitensi che, invece, presuppongono aprioristicamente l'identità formale e sostanziale delle classificazioni stesse.

⁽⁴⁴⁾ Per SIMONI, in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, cit., 94 ss., «è sufficiente rilevare come la definizione di insolvenza può variare in modo significativo. Così, ad es., Standard&Poor's definisce l'evento insolvenza come l'inadempienza di una qualsiasi obbligazione finanziaria. Diversamente, Moody's adotta una definizione più ampia la quale comprende ogni mancato o ritardato rimborso di interessi e/o capitale, la bancarotta, la liquidazione coatta amministrativa e ancora la ristrutturazione del debito. È importante ricordare come, coerentemente con la logica di un sistema fondato su più classi di merito creditizio, l'insolvenza va considerata l'ultima classe nella quale termina il processo di deterioramento del merito di credito di una controparte. In quanto tale, l'insolvenza si caratterizza per il fatto di rappresentare uno stato "assorbente" dal quale non è più possibile "migrare" verso classi migliori o peggiori. Occorre dunque che la defini-

zione di insolvenza sia il più possibile coerente con questo requisito».

⁽⁴⁵⁾ BUFACCHI, *L'enigma dei bond senza rating*, in *Sole 24 Ore*, 11.4.2002, 34, «Saper assegnare un rating e calibrare l'affidabilità creditizia sul rendimento di un corporate bond è un'arte e non una scienza. Oltre all'analisi quantitativa sui dati di bilancio (che variano enormemente da valutatore a valutatore, da settore industriale a settore industriale, da analisi patrimoniale ad analisi del cash flow), e all'analisi qualitativa (sul management, sulle strategie aziendali, sulle prospettive del business, etc.), occorre tener conto di una bestia nera che è l'impatto distorsivo del rapporto tra domanda e offerta. Soprattutto quando chi compra non è un fondo ma il piccolo risparmiatore, come avviene per i corporate bond senza rating: in quel caso il rischio/rendimento viene dettato non dai dati di bilancio ma dalla fama del debitore».

Le motivazioni che tengono le imprese lontane dai rating sono infinite: molti emittenti non sono quotati in borsa e dunque sono alle prime armi con la trasparenza di bilancio e di strategia necessaria per instaurare un serio rapporto con il mercato dei capitali. Il rating incide sui costi dell'emissione, è una spesa inutile per chi può contare sulla fama del proprio nome, aumenta l'onere degli interessi quando il voto è basso e minaccia il management con il timore della retrocessione. Quindi, avanti tutta con i rating non ufficiali. Per supplire alla mancanza di Moody's, Standard&Poor's e Fitch il mercato corre ai ripari con i rating "impliciti", assegnati – spesso con un certo imbarazzo – dalle banche capofila del collocamento delle obbligazioni. Trattandosi di valutazioni non indipendenti dall'operazione di finanziamento, gli investitori istituzionali richiedono persino gli "shadow rating", confezionati privatamente dalle agenzie e su ordinazione».

⁽⁴⁶⁾ Per DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 507, «resta, per il momento, confinato nel recinto delle ipotesi dottrinali il danno all'informato da emissione tardiva, o mancata, di un voto di rating il quale, se fosse stato reso noto con tempestività, avrebbe permesso di porre fine a operazioni economiche più rischiose del previsto».

GOMMELINI, *Gli scandali dei mercati finanziari. L'attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2004, 599, evidenzia come il rating non rappresenti «una semplice information diretta al mercato ma un punto di riferimento di larga utilizzazione sia a livello normativo (come certification) che negoziale (come benchmark)».

non appare di facile soluzione, dal momento che alcuni studi di teoria economica hanno dimostrato come le agenzie risultino fisiologicamente in ritardo nella revisione del merito di credito dell'emittente⁽⁴⁷⁾.

Ciò può essere in parte dovuto al fatto che i rumors presenti sul mercato costituiscono raramente sintomi prodromici ad uno stato di dissesto patrimoniale, ragion per cui appare evidente che le agenzie possono procedere ad una revisione soltanto qualora risultino in possesso di dati aventi rilevanza obiettiva⁽⁴⁸⁾.

D'altronde una revisione tempestiva (ma infondata) del giudizio, laddove si fondasse su erronee percezioni di carattere soggettivo, esporrebbe egualmente i raters ad azioni risarcitorie da parte dell'emittente e/o dei terzi.

Anche in questo caso, pertanto, appare opportuno circoscrivere l'area della responsabilità entro limiti

ragionevoli, al fine di evitare la proliferazione incontrollata ed incontrollabile di deep pocket actions⁽⁴⁹⁾, le quali avrebbero paradossalmente come ulteriore conseguenza la sospensione dei giudizi da parte delle agenzie, nonché l'incentivazione del mercato dei titoli unrated.

Occorre evidenziare che la moderna realtà dei traffici economici sta assistendo ad un fenomeno di traslazione del rischio di impresa in capo ai singoli risparmiatori, atteso che il settore corporate, alla continua ricerca di forme innovative di finanziamento, ha trasferito gran parte dei propri assesti operativi sul mercato⁽⁵⁰⁾.

La creazione di modelli affidabili di monitoraggio del rischio, quindi, risponde all'esigenza di consentire agli stakeholders di fare concreto affidamento su strumenti innovativi di conservazione dei capitali investiti⁽⁵¹⁾, nel pieno rispetto del precetto san-

La revisione tempestiva del giudizio richiede l'adozione di modelli affidabili di monitoraggio

⁽⁴⁷⁾ TROTTA, *La responsabilità degli intermediari finanziari nell'asset management industry*, Torino, 2004, 64, «L'intermediario deve trasferire al cliente investitore, garantendo la massima trasparenza, tutte le informazioni rilevanti, utili e necessarie riguardanti lo scambio, affinché quest'ultimo possa effettuare le sue scelte di investimento, nell'ambito dell'industria del risparmio gestito, in maniera consapevole. Tale trasferimento di informazioni deve avvenire su un arco multiperiodale, che va dalla fase che precede l'eventuale instaurazione del rapporto contrattuale a quella che riguarda l'esecuzione del contratto per continuare, con stabilità ed assiduità, in quella successiva all'esecuzione stessa. Questi aspetti, collegati al trasferimento delle informazioni necessarie per ridurre i livelli di asimmetria informativa, sono noti come aspetti connessi al tema della information disclosure».

BONGINI, LAEVEN e MAINONI, *La capacità del mercato di individuare i rischi di fragilità bancaria: un confronto tra differenti indicatori*, in *Banca impresa*, 2001, 269, «la reazione generale del pubblico degli investitori, rappresentata dai prezzi di mercato e dai ratings delle agenzie specializzate, sembra muoversi in ritardo; tuttavia, quando si realizza, la variazione dei corsi azionari e dei ratings appare davvero estrema. Questo suggerisce che entrambi gli indicatori possono aver sperimentato un lento aggiustamento seguito da un overshooting».

BORTINI, *An Examination of the Current Status of Rating Agencies and Proposals for Limited Oversight of Such Agencies*, in *San Diego L. Rev.*, 1993, 584 ss.

⁽⁴⁸⁾ FANNI, *Il rating quale strumento di previsione dell'insolvenza: si apre un dialogo tra esperti di risk management e giuristi*, in *Assicurazioni*, 2005, 1, 422, «L'architettura del modello deve cioè essere stabile ed i risultati debbono poter essere confrontati nel tempo. È naturale che gli indicatori prescelti per condurre l'analisi svolgano ruoli diversi nel contesto dei vari equilibri. Essi sono desunti da processi e test statistici che ne assicurano il grado di sensibilità (verso il default), il quale è diverso da indicatore ad indicatore. È, dunque, impensabile, che il rating che viene poi riconosciuto ed attribuito corrisponda ad una combinazione lineare degli stessi. Il rating è quindi il risultato di un incrocio complessivo, non lineare, del gioco degli indicatori cui partecipano aspetti quantitativi, qualitativi, mandamentali rispetto alla solvibilità dell'impresa verso i finanziatori. Detto risultato non può essere meccanico: all'impiego dei metodi matematici e di computer modelling, si associa il lavoro indispensabile condotto dall'analista finanziario, che è un esperto di fund management e di risk management. Al di là dei backstaging di carattere generale sulla metodologia, ogni singolo risultato viene accettato solo attraverso un sistema di diagnosi che ripercorre il processo di analisi e ne assicura la validità mediante spiegazioni di tipo economico-finanziario».

⁽⁴⁹⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2002, 232, «Il dilemma è se lo strumento concettuale da utilizzare per l'analisi è quello del diritto comune (seppure ammodernato) della responsabilità civile; ovvero uno strumentario più complesso, risultante dalla immersione del diritto comune in un contesto

dominato dalle regole e dalla logica proprie del diritto speciale; proprie, cioè, del diritto del mercato finanziario».

⁽⁵⁰⁾ KOTHARI, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, Singapore, 2006, 320, «It is contended that rating agencies not only provide ratings but also structuring advice, which leads to a conflict of interest. In addition, the nature of ratings in structured finance is *ex ante*, that is, the structure follows the ratings. Thus, the structuring of the transaction is driven by the ratings; the required enhancement levels are indicated by the rating agencies. While this may sound problematic, on an objective analysis, there is no difference between giving a rating based on a particular structure. For bonds ratings, if the bond issuer infuses more capital, the rating may be revised. It is only that changes in capital structure can be more easily implemented in structured finance than in corporate balance sheets». In 2001 and 2002, there were intensive debates in the marketplace about notching practices, essentially notable in the CDO segment. A CDO may consist of bonds that are not rated by the rating agency in question. Instead of rating the bonds, the agency on the basis of more - or less - conservative standards used by it assigns shadow ratings several notches above or below such ratings. This practice of lowering or uplifting the notches came to be known as notching practice. A study by NERA Consulting Group on such practices was commissioned, which noted significant differences in the ratings of the leading three rating agencies».

⁽⁵¹⁾ FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa il nostro Paese?* in *Assicurazioni*, 2005, 1, 97, «In tale prospettiva assumono un ruolo non trascurabile la reputazione dell'agenzia di rating, la sua indipendenza di opinione e la sua efficacia nel valutare il grado di vulnerabilità di chi riceve affidamenti dal sistema o emette titoli di debito. È in questo contesto, che mira ad assicurare la stabilità del sistema, che deve porsi la proposta di una regolamentazione formale non già delle metodologie di analisi (rispondenti all'obiettivo di emissione della rating opinion e che sono lasciate alla capacità d'innovazione e alla responsabilità delle singole agenzie), bensì delle procedure da rispettare per assicurare la neutralità dell'informazione».

BENEDETTO DI CASTRI, *Il caso Parmalat e l'indipendenza dei controllori, amministratori, sindaci e revisori alla prova del crack*, in *Banca impresa*, 2005, 211 ss.

MANCINELLI, *L'assegnazione di rating da parte delle agenzie: significato, implicazioni e principali aspetti critici*, in *Bancaria*, 2005, 56, «È importante specificare che le agenzie di rating non assegnano una Pd *ex ante* ed assoluta all'emittente o all'emissione; esse mirano invece a definire un ranking delle imprese in base alla loro capacità di ripagare il debito, attraverso scale ordinali che fanno riferimento solo in modo indiretto alla probabilità di fallimento del cliente. Per verificare se i rating predicono correttamente il rischio di insolvenza, le agenzie effettuano periodicamente studi sulle loro performance nel tempo, calcolando i tassi di default *ex post* relativi a ciascuna classe di merito creditizio. Tali studi solitamente dimostrano che sussiste

l'ingiustizia
del danno richiede
una valutazione
comparativa
dei contrapposti
interessi

cito dall'art. 47 della Carta Costituzionale e dei fondamentali canoni di correttezza e buona fede.

4. Gli elementi costitutivi dell'illecito:

a) l'ingiustizia del danno; b) l'elemento soggettivo; c) il nesso eziologico

a) Nella realtà operativa delle Corti la risarcibilità del danno derivante da false e/o inesatte informazioni prescinde sovente dalla qualificazione della situazione giuridica soggettiva pregiudicata dal comportamento del danneggiante⁽⁵²⁾.

Si ribadisce, comunque, il carattere di norma primaria⁽⁵³⁾ rivestito dall'art. 2043 c.c.⁽⁵⁴⁾, in virtù del quale è ingiusto il danno conseguente alla lesione di interessi – anche innominati – cui l'ordinamento

una buona correlazione statistica tra il rating iniziale e il tasso empirico di insolvenza (a livelli più elevati del primo corrispondono infatti default meno frequenti), che gli operatori possono dunque utilizzare come stima, *ex ante*, della probabilità di insolvenza dei soggetti dotati di rating».

LINCIANO, *L'impatto dei prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca impresa*, 2004, 306, «A prescindere da considerazioni di merito circa l'utilizzo del rating nella regolamentazione dei mercati finanziari, non si può trascurare il fatto che tale eventuale utilizzo renderebbe opportuno l'assoggettamento delle agenzie di rating ad una regolamentazione più stringente di quella attuale, secondo gradi e modalità che solo un'approfondita analisi costi-benefici possono aiutare a determinare».

⁽⁵²⁾ RONCHI, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, cit., 598, nt. 34, illustrando la motivazione contenuta nella sentenza della Cass., 9.6.1998, n. 5659, ha rilevato che «1) in primo luogo viene fatta menzione del dovere di correttezza ex art. 1175 c.c. (confortato dal dovere di solidarietà sociale ex art. 2 Cost.) operante anche nell'ambito della responsabilità aquiliana "ma non sufficiente a qualificare come illegittimo un comportamento ad esso contrario ove nel contempo non concreti la violazione di un diritto altrui"; 2) la ricerca di una tale violazione ha portato la giurisprudenza e parte della dottrina più tradizionale a rinvenire nelle fattispecie di false o inesatte informazioni bancarie una lesione del diritto alla "libertà negoziale" (specificazione del diritto d'iniziativa economica ex art. 41 Cost.) e "all'integrità del patrimonio"; 3) l'esistenza di tali diritti è stata criticata a ragione dalla dottrina più recente, che ritiene invece doverosi valutare l'ingiustizia del danno "alla luce della comparazione tra gli interessi contrapposti protetti e cioè quello alla libera circolazione delle informazioni e quello di ricevere informazioni esatte"; 4) che qualunque delle due tesi prospettate sia da ritenere preferibile il particolare "status" della banca (soggetta alla regola di trasparenza e corretta gestione del credito), rende responsabile ex art. 2043 c.c. la banca nel caso fornisca un'informazione inesatta».

⁽⁵³⁾ BUSNELLI e PATTI, *Danno e responsabilità*, in *Studi di diritto privato*, Torino, 1997, 119 ss.

⁽⁵⁴⁾ GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto e impresa*, 1985, 9 ss.

⁽⁵⁵⁾ DI MAJO, *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*, in *Giust. civ.*, 1982, I, 1743 ss.

Per DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore* (nota a Trib. Firenze, 19.4.2005, e Trib. Roma, sez. II, 25.5.2005), in *Corriere giur.*, 2005, 1289, «il fatto illecito si identifica con la lesione di un interesse (quello alla "trasparenza" e alla "correttezza" del mercato) che è "giuridicamente rilevante" e, dunque, tutelabile ai sensi dell'art. 2043 c.c. La corretta informazione assurge dunque a bene giuridicamente tutelato, onde la sua violazione, nelle circostanze date (ossia nel mercato) diventa danno risarcibile».

⁽⁵⁶⁾ Per la rilevanza del giudizio di comparazione si rinvia a FACCI, *Mancata comunicazione del rating e responsabilità dell'intermediario finanziario*, cit., 920 ss.

FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 681 ss.

⁽⁵⁷⁾ Per ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli,

giuridico attribuisce specifica rilevanza⁽⁵⁵⁾, considerandoli meritevoli di tutela⁽⁵⁶⁾.

Compito del giudice, nel caso in cui sia stata provata la violazione degli "obblighi del traffico" da parte del danneggiante ed il verificarsi di una perdita patrimoniale in capo al danneggiato, sarà quello di valutare l'ingiustizia del danno attraverso una valutazione comparativa degli interessi in gioco⁽⁵⁷⁾, alla stregua della specifica normativa di settore e delle caratteristiche della fattispecie concreta⁽⁵⁸⁾; ciò consentirà di stabilire se il risparmiatore risulti titolare di una mera aspettativa, come tale non tutelabile, oppure di una situazione suscettiva di determinare un effettivo affidamento circa la sua conclusione positiva e, quindi, giuridicamente protetta⁽⁵⁹⁾.

1979, 256, si verifica il fenomeno della necessità di «trascorrere dal piano dei diritti al piano degli interessi».

Per MONATERI, *La responsabilità civile*, in *Tratt. Sacco, Le fonti dell'obbligazione*, Torino, 1998, I, la moderna responsabilità civile appare oggi come «un diritto di schemi e modelli generali, che però si combinano in vario modo per dar vita ad una famiglia di singole ipotesi diverse e peculiari».

⁽⁵⁷⁾ MIRABILE, *Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false od errate informazioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, 401 ss.

⁽⁵⁸⁾ BUSNELLI, *Dopo la sentenza n. 500. La responsabilità civile oltre "il muro" degli interessi legittimi*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, 335 ss.

⁽⁵⁹⁾ SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, I, 2003, 228, «In tal senso, l'interesse degli intermediari e del sistema bancario e finanziario si contrappongono o, se vogliamo, si confronta con un altro interesse, pure meritevole di tutela, di chi auspica che le informazioni immesse nel sistema non ledano la (riservatezza della) sfera economica e della vita privata della persona e, quanto meno, rappresentino in modo corretto la realtà. Anche questo tipo di interesse trova riscontro in norme costituzionali, laddove si afferma il riconoscimento e la tutela della identità di ciascun individuo (*sub specie* della reputazione economica, commerciale, sociale etc.) e della libertà di iniziativa economica (art. 41 Cost.)».

⁽⁶⁰⁾ In senso difforme CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit., 92 ss., «Si consideri che i diritti alla libera iniziativa economica e al risparmio sono diritti costituzionalmente garantiti (artt. 41 e 47 Cost.) di cui ciascun cittadino è titolare. In realtà, più che precisi diritti di contenuto determinato spettanti individualmente, libera iniziativa economica e risparmio si presentano come istituti giuridici, cioè modelli tipici predisposti dall'ordinamento per individuare in astratto un fenomeno sociale unitario, composto in concreto da singole situazioni individuali. Le singole situazioni hanno in comune la natura e lo scopo ma il loro contenuto è potenzialmente in conflitto. In funzione del raggiungimento dello scopo dell'istituto vengono regolamentate le situazioni individuali e quindi, a seconda dei casi, vengono ampliati, ristretti, condizionati o addirittura esclusi, i diritti dei singoli. L'ordinamento, dunque, tutela l'istituto non le singole posizioni e in funzione di tale tutela, il cui contenuto è necessariamente variabile nel tempo, regola le situazioni individuali, sacrificando, a seconda dei casi, gli interessi dell'uno e dell'altro soggetto, pur avendo a tutti riconosciuto, in astratto, interessi egualmente meritevoli di tutela. Conseguenza che la portata attuale dell'interesse individuale all'esatta informazione economica va individuata in funzione della tutela degli istituti "risparmio" e "libera iniziativa economica". In definitiva, l'interesse del singolo all'informazione economica non è tutelato in sé per sé, ma lo è come conseguenza dell'intervento statale e delle scelte di politica legislativa ritenute più opportune per raggiungere il fine della tutela della libera iniziativa economica e del risparmio attraverso lo strumento della trasparenza del mercato. Ecco perché è privo di concreto significato affermare l'esistenza di un interesse protetto all'informazione economica in genere, mentre ha rilevante portata applicativa l'individuazione delle informazioni che, secondo le scelte politico-economiche dello Stato, sono attualmente prioritarie. Si prospettano prioritarie le informazioni

La società di rating, oltre che svolgere con carattere di professionalità una preminente funzione informativa, si trova ad eseguire anche una serie di prestazioni accessorie, quali l'attività di consulenza ed il correlativo dovere di riservatezza sui dati appresi nell'esercizio della specifica attività, dal momento che i dati in possesso dell'agenzia risultano in grado di influenzare sensibilmente le quotazioni dei titoli (c.d. informazioni price sensitive)⁽⁶⁰⁾.

Si manifesta così la continua tensione tra due diverse esigenze:

da un lato, infatti, è necessario garantire alla società di rating, qualora rispetti i fondamentali requisiti di indipendenza, professionalità e diligenza, un sufficiente margine di discrezionalità nello svolgimento della propria attività valutativa;

dall'altro lato, invece, deve tenersi conto della speciale rilevanza dell'attività svolta dal rater, il quale ricopre una funzione che involge anche gli interessi dei terzi, suscitando un affidamento non difforme, dal punto di vista qualitativo, rispetto a quello attribuito ad altri operatori economici⁽⁶¹⁾.

che devono essere date obbligatoriamente da determinati soggetti e quelle che possono essere date solo da determinati soggetti ritenuti idonei dall'ordinamento, tra cui le società di revisione. In tali casi, perché lo scopo della tutela della libera iniziativa economica e del risparmio venga raggiunto, l'interesse all'informazione economica, nella portata individuata, deve poter essere tutelato; chiunque risulti obbligato o abilitato in via esclusiva a fornire l'informazione è responsabile se non immette le informazioni sul mercato o se diffonde informazioni inesatte. Se ne conclude che il singolo, utente del servizio informativo prestato dalla società di revisione nell'esecuzione delle attività imposte per legge, ha un interesse protetto all'esatta informazione; il singolo ha azione nei confronti del revisore danneggiante se il suo interesse all'esatta informazione viene leso, e si ha lesione se la società di revisione è inadempiente agli obblighi imposti per legge. Non si pone, nel nostro caso, alcuna questione di selezione né dei soggetti tutelati né degli interessi meritevoli di tutela. Non è necessario verificare se gli interessi lesi nel caso concreto rientrano tra quelli meritevoli di tutela perché la valutazione è già stata fatta dal legislatore. È da considerarsi *iniuria* qualunque inadempimento degli obblighi imposti dalla legge al revisore, che sarà responsabile dei danni causati agli utenti dell'informazione».

⁽⁶⁰⁾ Secondo PONZANELLI, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, in *Danno e resp.*, 2002, 99, «La crescita del mercato finanziario e i gravi scompensi dei corsi azionari collegati alla new-economy hanno creato, infatti, uno scenario radicalmente diverso e lontano da quello in breve qui illustrato: ormai, si è fuori, decisamente, dal quadro concorsuale cui l'osservatore era rimasto legato. Gli attori non sono più il curatore o il commissario liquidatore o una classe di creditori, ma sono azionisti, normalmente piccoli, che cercano di aggregare la più estesa rappresentanza (anche per problemi economici collegati all'ingente costo delle liti) di tutti coloro che hanno visto dissolversi quasi del tutto, e in un brevissimo arco di tempo, il valore economico del proprio investimento. Si tratta di quel grande numero di soggetti, la cui posizione di "azionisti di minoranza" viene giudicata di grande importanza negli assetti di corporate governance, ma che finiscono poi con il diventare, sfortunatamente, soltanto il solito e famoso "parco buoi". E cominciano a seconda dei casi a fioccare le cause contro analisti finanziari, società di rating, banche d'affari, promotori finanziari. Si denuncia una condotta gravemente non diligente: per esempio, non sono stati utilizzati i giusti criteri di valutazione delle azioni e/o di trasformazione delle informazioni nel prezzo delle azioni. A queste figure di "prestatori di servizi" dovrebbero applicarsi, in maniera conseguente, le regole seguite dalla nostra giurisprudenza in tema di professionisti intellettuali, nella cornice della clausola ge-

La necessità di realizzare un equilibrato bilanciamento tra le opposte esigenze induce ad un'attenta valutazione di tutti gli interessi coinvolti.

Le modalità di esecuzione della prestazione da parte delle rating agencies, i parametri di diligenza richiesti ed i conseguenti profili di responsabilità dovranno essere enucleati, in assenza di norme espresse di riferimento, sulla base dei principi generali e, ove possibile, facendo ricorso all'applicazione analogica delle norme in materia di responsabilità civile delle società di revisione⁽⁶²⁾ o degli istituti bancari per le ipotesi di concessione abusiva del credito e di erronea segnalazione alla centrale dei rischi⁽⁶³⁾.

Premesso che il nostro ordinamento non accorda protezione al danno inteso come mera perdita economica (economic loss)⁽⁶⁴⁾, non appaiono accettabili quelle ricostruzioni che intendono equiparare il rating al rilascio di un'opinione seppur qualificata, come tale espressione della libera manifestazione del pensiero⁽⁶⁵⁾.

La regolamentazione cui le agenzie si trovano sot-

Il rating non costituisce espressione della libera manifestazione del pensiero

nerale di correttezza, che sempre presuppone – e qui esalta – una "relazionalità" tra le rispettive condotte. In questo nuovo campo, la responsabilità civile può forse trovare nuova linfa per una compiuta realizzazione delle sue intrinseche finalità di riparazione del danno e di deterrence».

⁽⁶¹⁾ Si rileva che l'art. 2, 4° co., l. 30.4.1999, n. 130, in fine, recita testualmente che «l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi».

⁽⁶²⁾ ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, in *Danno e resp.*, 2003, 353 ss., ritiene che «l'attività svolta dalle società di revisione, pur rivestendo natura privatistica, assolva anche il compito di realizzare interessi trascendenti l'ambito relazionale tipico dell'autonomia negoziale, inserendosi all'interno del sistema pubblicistico di vigilanza».

⁽⁶³⁾ SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, cit., 227, «La complessità di questo sistema informativo dà conterza di un interesse delle banche – preso in considerazione con grande attenzione dal legislatore e dall'Autorità di vigilanza – ad ottenere informazioni che, per la loro tempestività e precisione, consentano di ridurre al minimo il rischio nella erogazione del credito. Tale interesse ha natura pubblicistica in quanto l'obiettivo che si persegue è costituito dalla stabilità del sistema creditizio nell'ambito dell'attività di disciplina, coordinamento e controllo dell'esercizio del credito prevista dalle norme costituzionali (art. 47)».

⁽⁶⁴⁾ Per l'analisi di alcuni leading-cases in materia si rinvia a DRUGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 516 ss.

⁽⁶⁵⁾ TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, cit., 940, «si osserva come la libertà di stampa implichi la facoltà di ignorare quanto espresso dagli organi informativi senza subire conseguenze legali; mentre il rating della qualità dell'investimento, oltre ad orientare l'investitore retail (il quale conserva, come il lettore di un quotidiano finanziario, la facoltà di non tenere conto delle informazioni fornitegli), costituisce anche un presupposto fondamentale affinché un emittente possa collocare le proprie obbligazioni presso investitori istituzionali».

GOMMELINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati*, cit., 601 ss., «l'informazione che promana dalle agenzie attraverso la pubblicazione dei rating è infatti assimilata, in quell'ordinamento, ad una semplice informazione "giornalistica"; invero le agenzie solitamente diffondono il rating attraverso un comunicato stampa; e le Corti statunitensi hanno espressamente riconosciuto alle agenzie la tutela costituzionale, derivante dal primo Emendamento, della libertà di parola e della libertà di stampa».

l'agenzia
è soggetta
all'osservanza
dei doveri
di diligenza
professionale
ed al rispetto degli
standards uniformi
di settore

toposte⁽⁶⁶⁾, il carattere professionale ed organizzativo delle medesime⁽⁶⁷⁾, nonché l'autorevolezza attribuita dal mercato ai loro giudizi⁽⁶⁸⁾, invece, costituiscono indici rilevatori del fatto che i raters non sono obbligati a fornire una qualsiasi informazione, bensì a fornirla esatta⁽⁶⁹⁾.

La circostanza che le agenzie non abbiano un potere di controllo diretto sulla veridicità dei dati loro forniti non appare dirimente, atteso che i soggetti valutati hanno un obbligo di disclosure e che, in presenza di informazioni insufficienti e/o reticenti i raters – come qualsiasi altro professionista – potranno chiedere ulteriori elementi o, in alternativa, rifiutare l'emanazione del giudizio valutativo⁽⁷⁰⁾.

A tale stregua, pertanto, dovrà ritenersi ingiusto il danno provocato dalla società di rating che, violando i doveri di diligenza professionale pertinenti il proprio status e non rispettando gli standard immanenti il proprio settore di appartenenza, abbia determinato la produzione di un danno ai terzi risparmiatori che in buona fede avevano fatto affidamento sull'attendibilità della relativa valutazione, intraprendendo investimenti che non avrebbero effettuato – o avrebbero effettuato a diverse condizioni – qualora avessero realmente conosciuto l'effettiva

situazione economico-patrimoniale della società valutata⁽⁷¹⁾.

Il rispetto degli standard prefissati, pertanto, risulta foriero delle seguenti conseguenze e, precisamente:

- i) al di sotto di tale soglia si presume una responsabilità a carico dell'agenzia, con conseguente inversione del relativo onere probatorio;
- ii) il rispetto di tali prescrizioni di carattere formale, comunque, non esonera da responsabilità il soggetto valutatore qualora il medesimo non addivenga e/o addivenga in modo intempestivo alla revisione del giudizio precedentemente emanato.

In quest'ultima ipotesi, infatti, gli obblighi che connotano la prestazione dell'analista debbono essere parametrati all'empirismo del caso concreto ed ai principi generali di correttezza e buona fede, risultando piuttosto arduo individuare *ex ante* dei criteri uniformi di comportamento.

Il ricorso alla buona fede con funzione integrativa potrebbe contribuire, inoltre, all'ampliamento della relativa sfera di tutela, estendendo i propri effetti anche alle posizioni giuridiche dei terzi risparmiatori, titolari di particolari obblighi di protezione ricompresi all'interno di una nozione estensiva della prestazione⁽⁷²⁾.

⁽⁶⁶⁾ Per il diritto statunitense si rinvia al Securities Exchange Act of 1934, istitutivo delle Nationally Recognized Statistical Rating Organization (indicate con l'acronimo N.R.S.R.O.); per la normativa comunitaria l'art. 1, punto 2, lett. c, direttiva 2003/6/CE del 28.1.2003, vieta la diffusione di informazioni false o fuorvianti relative a strumenti finanziari, se la persona che le ha diffuse conosceva o avrebbe dovuto conoscere che le informazioni erano false o fuorvianti.

⁽⁶⁷⁾ MAZZONI, Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari, cit., 227. «Da questo punto di vista, è indubitabilmente circostanza creatrice di doverosità specifica il fatto per un soggetto di aver stipulato un contratto; ma lo è anche il trovarsi in uno status soggettivo o in una situazione oggettiva nella quale un precetto generale di legge gli prescrive l'osservanza di certi standard di comportamento verso uno o più altri soggetti individuati o individuabili in ragione delle circostanze; e lo è pure la consapevolezza, che egli ha effettivamente o che gli viene imputata per *factio iuris*, del rischio di danno *contra ius* o *sine iure* al quale il suo comportamento espone altri soggetti con cui entra in un rapporto anche soltanto sociale o anche soltanto indiretto, purché si tratti di soggetti da lui previamente identificabili e la cui esposizione al rischio sia da lui prevedibile».

⁽⁶⁸⁾ SPASO, Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti, in *Giur. comm.*, 1999, I, 443. «Nell'impossibilità pratica di analizzare le migliaia di crediti ceduti con un'operazione di cartolarizzazione, è chiaro che l'investitore acquisterà un titolo solo in quanto gli è stato attribuito un rating. Di fatto, la decisione di acquisto si sposta dai crediti oggetto di cartolarizzazione (che l'investitore non conosce e non può conoscere) alla credibilità dell'istituzione, che ha attribuito il rating».

⁽⁶⁹⁾ L'art. 27, 1° co., Reg. Consob 29.10.2007, n. 16190, recante norme di attuazione del d.l.g. 24.2.1998, n. 58, in materia di intermediari, stabilisce che «Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali».

Per l'equiparazione tra la responsabilità dell'intermediario a quella del professionista si rinvia a Trib. Taranto, 27.10.2004, in *Giur. it.*, 2005, 755 ss.

FACCI, Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità, cit., 682. «Si tenga presente, comunque, che la giurisprudenza è solita affermare la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istitu-

zionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico e già questo potrebbe essere un indice da cui desumere la prevalenza dell'interesse del risparmiatore».

⁽⁷⁰⁾ Per FACCI, *op. ult. cit.*, 687, «nell'ipotesi in cui i riscontri non abbiano fugato i dubbi né l'emittente abbia fornito risposte convincenti, l'agenzia, al fine di non incorrere in eventuale responsabilità, sarà tenuta a rifiutare il rating».

⁽⁷¹⁾ COZZI, Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione, Napoli, 2001, 97 ss., «Anche il giudizio sull'ingiustizia del danno assume così una dimensione relazionale: sarà infatti compito del giudice chiamato ad attuare la tutela risarcitoria valutare comparativamente l'interesse effettivo del soggetto che si afferma danneggiato e l'interesse che il comportamento lesivo dell'autore del fatto è volto a perseguire, al fine di accertare se il sacrificio dell'interesse del danneggiato trovi o meno giustificazione nella realizzazione del contrapposto interesse dell'autore della condotta, in ragione della sua prevalenza, alla stregua delle norme di diritto positivo. L'attività del giudice sarà orientata da un paradigma logico scandito dai seguenti momenti: a) in primo luogo egli dovrà accertare la sussistenza di un evento dannoso; b) dovrà quindi stabilire se il predetto evento dannoso sia imputabile a dolo o colpa della società di revisione (da riferire ai parametri della negligenza o imperizia); c) successivamente dovrà stabilire se il danno sia qualificabile come ingiusto, in relazione alla sua incidenza su un interesse rilevante per l'ordinamento, tutelato nelle forme del diritto soggettivo assoluto o relativo, dell'interesse legittimo o di altro interesse, non elevato a oggetto immediato di tutela ma giuridicamente rilevante in quanto preso in considerazione dall'ordinamento, seppure a fini diversi da quelli risarcitori, e quindi non riconducibile a mero interesse di fatto; d) dovrà poi accertare, sotto il profilo causale, facendo applicazione dei noti principi generali, se l'evento dannoso sia riferibile alla condotta della società di revisione».

⁽⁷²⁾ La distinzione tra *leistunginteresse* e *schutzinteresse* risale all'opera di STOLL, *Abschied von der lehre von der positiven vertragsverletzung*, in *Arch. cit. pr.*, 1932, 288 ss.

V., nella letteratura germanica, le opere di CANARIS, *Ansprüche wegen positiven Vertragsverletzung und Schutzwirkung für Dritte bei nichtigen Verträgen*, in *Jz*, 1965, 475 ss.; LARENZ, *Lehrbuch des schuldrechts*, Monaco, 1976, 93 ss.

Fondamentale importanza rivestono le opere di BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, 91 ss.; MENGONI, *Obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, I, 1954, 185 ss.; BENATTI, *Osservazioni in*

b) Pur in presenza di "frontiere mobili" di tutela⁽⁷³⁾, pregnanti esigenze di equità⁽⁷⁴⁾ e di allocazione del rischio economico⁽⁷⁵⁾ impongono di salvaguardare il capitale investito da parte di soggetti non qualificati, soprattutto quando tali scelte di investimento si fondano su notizie fornite da operatori professionali⁽⁷⁶⁾.

La funzione sostanzialmente "pubblicistica" svolta dalle società di rating e la particolare qualificazione professionale⁽⁷⁷⁾ rivestita dalle medesime risultano suscettive di ingenerare un affidamento incolpevole da parte degli investitori.

L'ambito di tutela, pertanto, deve essere ricondotto

nell'alveo della responsabilità derivante dalla circolazione di inesatte informazioni economiche (o da affidamento)⁽⁷⁸⁾, la quale ha conosciuto significativi sviluppi nell'evoluzione della giurisprudenza più recente⁽⁷⁹⁾.

L'emanazione di un giudizio che risulti ingiustificato, erroneo o ritardato, nonché la sua omissione, comporta, qualora risulti causato da dolo o colpa, profili di responsabilità da parte dell'agenzia nei confronti di una generalità indifferenziata di risparmiatori, non legati alla stessa da alcun vincolo contrattuale⁽⁸⁰⁾.

Il pregiudizio economico arrecato, pertanto, deve

Il pregiudizio economico arrecato ai risparmiatori deve essere risarcito in forza dei criteri generali stabiliti dall'art. 2043 c.c.

tema di doveri di protezione, in *Studi in onore di B. Biondi*, IV, Milano, 1964, 463 ss.; CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, cit., 145 ss.; DI MAJO, *Obbligazioni in generale*, Bologna, 1985, 116 ss.

⁽⁷³⁾ DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, cit., 88, «l'applicazione di regole contrattuali o extracontrattuali di responsabilità corre lungo un confine mobile. A seconda delle esigenze si assiste allo "strapiamento" di regole contrattuali di tutela in settori che hanno riguardo ad interessi che non possono qualificarsi *stricto sensu* contrattuali o viceversa. Il che potrebbe dimostrare come, sovente, almeno per talune categorie di interessi, le "fonti" possano essere quasi fungibili. Potrebbe allora raccomandarsi che le diverse discipline abbiano ad avvicinarsi, per rendere meno vistoso l'effetto di "strapiamento" dell'una (disciplina) verso l'altra».

⁽⁷⁴⁾ Per RUSSO, *Sull'equità dei contratti*, Napoli, 2001, 79 ss., il principio di equità pervade tutti i contratti conclusi non negoziabili nel contenuto, ovvero con contenuto imposto.

⁽⁷⁵⁾ Si rinvia in proposito all'opera di MODIGLIANI e MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *Am. economic rev.*, 1958, 261 ss.

⁽⁷⁶⁾ Per SCHIANO DI PEPE, *Insolvenza e gestione del credito bancario*, in *Dir. fall.*, 2001, I, 701, «In questo modo la giurisprudenza, ma anche la dottrina non esita ad attribuire al banchiere un ruolo "professionale" con tutto quanto ne deriva sul piano della diligenza e della responsabilità, implicando questa tendenza un innalzamento dello standard di diligenza richiesto e quindi una valutazione – giustamente – più severa del comportamento degli operatori professionali. Accentuandosi – giustamente – il profilo della professionalità si amplia in maniera corrispondente l'area della responsabilità (che, come è noto, è direttamente proporzionale alla prima), il che rappresenterebbe senza dubbio il più convincente degli stimoli ad una scrupolosa osservanza dei doveri che la delicatezza del ruolo impone (funzione dissuasiva)».

⁽⁷⁷⁾ Pisani Massamormile, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, cit., 771, «È corretto, allora, dire che i criteri generali stabiliti dall'art. 21 e, in particolare, il criterio ivi esposto sub lettera a (che pare assumere tutti gli altri), il rispetto cioè delle regole di diligenza, correttezza e trasparenza, sono dettati sia con riferimento all'attività negoziale degli intermediari, sia con riferimento alla vigilanza prudenziale che su di essi e demandata all'autorità di settore».

Mazzoni, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 223, «l'idea-forza sottesa a questa evoluzione è che il professionista è tenuto a rispettare lo standard di diligenza che ci si può attendere da lui in ragione della sua expertise professionale, anche quando egli non sia legato da un contratto con il soggetto che entra socialmente in relazione con lui».

⁽⁷⁸⁾ Per BONELLI, *Responsabilità della società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. società*, 1979, 983, «è responsabile la società di revisione che con colpa o dolo abbia rilasciato un'inveritiera attestazione sul bilancio della società revisionata causando danni a terzi (investitori, fornitori, finanziatori) che abbiano fatto affidamento sulla certificazione».

Cozzi, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, cit., 87 ss., «il problema della responsabilità dei revisori si collega, così, a quello più ampio della responsabilità per circolazione di inesatte informazioni economiche e, in quest'ambito, assume rilievo paradigmatico dell'attitudine delle regole della responsabilità civile a dare efficiente risposta ad esigenze di giustizia sostanziale volte, in presenza di una per-

dità economica basata sul falso apprezzamento di una situazione di fatto, a contemperare il principio di autoreponsabilità (che induce a ritenere non tutelabile la posizione di chi con l'uso della diligenza richiesta dalla natura dell'affare in cui si è ingerito avrebbe potuto evitare il danno) con quello della responsabilità del "professionista" che in relazione alla sua particolare qualificazione è chiamato a svolgere un "servizio informativo" capace di fondare l'affidamento dei terzi, i quali, per ciò stesso, pretendono di essere rilevati da un più specifico onere di informazione e controllo».

⁽⁷⁹⁾ Cass., 3.3.2001, n. 3132, con nota di SCORRI, *Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza*, cit., 12 ss.

Cass., 29.9.2005, n. 19024, in *Danno e resp.*, 2006, 31 ss., con nota di ROPPO e AFFERNI, *Dai contratti finanziari al contratto in genere: punti fermi della Cassazione su nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*.

Per Cass., S.U., 19.12.2007, n. 26725, in *Mondo giurid.*, 2008, 102, «la violazione dei doveri d'informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che la legge pone a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi d'investimento finanziario può dar luogo a responsabilità precontrattuale, con conseguente obbligo di risarcimento dei danni, ove tali violazioni avvengano nella fase precedente o coincidente con la stipulazione del contratto d'intermediazione destinato a regolare i successivi rapporti tra le parti; può invece dar luogo a responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione del predetto contratto, ove si tratti di violazioni riguardanti le operazioni d'investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto d'intermediazione finanziaria in questione. In nessun caso, in difetto di previsione normativa in tal senso, la violazione dei suaccennati doveri di comportamento può però determinare la nullità del contratto d'intermediazione, o dei singoli atti negoziali conseguenti, a norma dell'art. 1418, 1° co., c.c.».

⁽⁸⁰⁾ DI CIOMMO, *Recesso dal contratto di apertura di credito e abuso del diritto*, in *Contr.*, 2000, 1121 ss., «La questione deve essere posta in termini parzialmente diversi laddove si discute della operatività del divieto di abuso in ambito extracontrattuale. Nel nostro ordinamento, infatti – sebbene il principio di atipicità dell'illecito aquilano renda necessario, quando vi siano disposizioni precise applicabili, il ricorso a formule generali capaci di sofferire al momentaneo vuoto normativo –, tradizionalmente manca l'affermazione positiva della regola di correttezza o del divieto di atti emulativi; cosicché l'eventuale affermazione in chiave ermeneutica del divieto in parola appare tutt'altro che sterile. Ciò in quanto – come è stato autorevolmente evidenziato, pur senza scalfire il presupposto della razionalità –, di fronte ad ipotesi sempre più complesse di danno extracontrattuale, non immediatamente decifrabile sotto il profilo dell'ingiustizia, il giudice, proprio in virtù dell'applicazione del principio in rassegna (possibile indipendentemente da qualsiasi formulazione positiva), non può più trincerarsi dietro il logoro ed elusivo brocardo *qui iure suo utitur neminem laedit*, ma deve affrontare una delicata opera di bilanciamento di interessi contrapposti al fine di verificare se il comportamento, formalmente *iure*, del danneggiante sia sostanzialmente *non iure*, oltre che *contra ius*, e quindi fonte di danno ingiusto. Attraverso l'ampia utilizzazione del concetto di abuso del diritto nel campo della responsabilità aquiliana, in altri termini, sembra possibile completare e legittimare definitivamente la parabola evolutiva di tale settore nel nostro ordinamento; nel quale, al-

Il soggetto
professionale
che rilascia
informazioni
è tendenzialmente
responsabile
in relazione
alla veridicità
delle stesse

essere risarcibile, in mancanza di una specifica disciplina di settore, in base ai criteri generali stabiliti dall'art. 2043 c.c.⁽⁸¹⁾.

Premesso che il dolo costituisce nella teoria dell'illecito aquiliano non soltanto un criterio di imputazione ma anche un elemento che influisce sulla qualificazione dell'ingiustizia del danno⁽⁸²⁾, occorre verificare l'ambito di applicazione della colpa. Si ritiene di prestare adesione alle conclusioni cui è pervenuta autorevole dottrina⁽⁸³⁾ che, relativamente al "bene" informazione, attribuisce le seguenti qualificazioni: i) semplice consiglio amichevole; ii) servizio; iii) prodotto. Nella prima ipotesi il soggetto che fornisce l'informazione non risulta tendenzialmente responsabile, mentre nell'ultimo caso si verifica l'ipotesi specularmente opposta. Appare di importanza nodale, pertanto, risolvere la questione intermedia, atteso che piuttosto spesso si verifica nella pratica che il rilascio di informazioni costituisca un servizio prodromico e/o accessorio ad una serie di altri negozi e/o attività connessi e/o collegati.

L'idea di ingiustizia del danno in termini di lesività di diritti assoluti, col tempo si è andata sostituendo, prima, la consapevolezza dell'importanza che al riguardo va riconosciuta anche alla lesione dei diritti di credito, quindi, la convinzione che ogni situazione meritevole di tutela, se lesa in virtù di un atteggiamento scorretto, ha da essere risarcita».

⁽⁸¹⁾ Per MONATERI, *La responsabilità civile*, cit., 573, esiste «un intero settore della responsabilità civile destinato a proteggere gli interessi meramente economici in cui, in assenza di un danno fisico ad un bene della vittima, questa è tuttavia incorsa in un peggioramento economico della propria posizione».

PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, cit., 780, «Se la colpa, presupposto soggettivo indispensabile dell'azione ex art. 2043 c.c., consiste nel mancato rispetto delle regole di prudenza, diligenza e perizia, ovvero nell'inosservanza "di leggi, regolamenti, ordini o discipline" (secondo la formulazione adoperata dall'art. 43 c.p. e pacificamente richiamata in tema di azione aquiliana), l'art. 21 t.u.f. offre un sicuro parametro per valutare se si trovi o meno in colpa un intermediario finanziario».

⁽⁸²⁾ FRANZONI, *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, Milano, 2004, 807.

⁽⁸³⁾ BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte, in Contratto e impresa*, 1991, 554 ss.

⁽⁸⁴⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 246, «l'effetto principale del diritto speciale è, a mio avviso, la configurabilità in capo agli intermediari autorizzati di doveri ed obblighi di *status*, da osservare tanto nei rapporti contrattuali quanto, più in generale, come modalità vincolanti del loro agire nel mercato pur in assenza di vincoli contrattuali. Ne deriva che, nel nostro sistema, una violazione, anche soltanto colposa, di questi doveri ed obblighi deve essere ritenuta sufficiente ad integrare, in linea di principio, l'elemento soggettivo dell'illecito. Nel nostro diritto, allora, la vera domanda da porsi non è tanto se, sul piano dei principi, anche la colpa può bastare ad integrare l'elemento soggettivo (la risposta affermativa, a mio avviso, si impone), quanto piuttosto quale sia, da un lato, l'ambito realistico di rilevanza della colpa e, dall'altro e soprattutto, quale sia il regime dell'onere della prova».

FACCI, *Mancata comunicazione del rating e responsabilità dell'intermediario finanziario*, cit., 920 ss., «anche se è incerto che nel nostro sistema sussista un diritto del singolo all'esattezza dell'informazione altrui, tuttavia, in caso di lesione della libertà contrattuale per false informazioni, si tende a tutelare l'affidamento del terzo, allorché l'informazione provenga da un soggetto che riveste uno *status* tale da ingenerare un particolare affidamento nella serietà e veridicità dell'informazione resa».

CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit., 90 ss., «D'altro canto, il diritto soggettivo presuppone un bene giuri-

La responsabilità potrebbe derivare, in questo caso, dal peculiare *status* professionale di cui è investita la società di rating, nonché dalla particolare natura delle informazioni dalla medesima fornite⁽⁸⁴⁾.

Alle medesime conclusioni, infatti, è pervenuta l'elaborazione giurisprudenziale in materia di responsabilità della banca per lesione dell'affidamento⁽⁸⁵⁾ oppure in tema di concessione abusiva del credito⁽⁸⁶⁾.

L'erogazione del credito a soggetti non meritevoli, oltre che aggravare il dissesto economico del sovrvenuto e pregiudicare le ragioni dei creditori, i quali continuano a fare affidamento sulla solvibilità del debitore, produce dei rilevanti squilibri anche all'interno del sistema economico e contribuisce a creare i presupposti per una situazione di insolvenza a catena.

Tale situazione, pertanto, risulta in contrasto sia con i doveri del *bonus argentarius* (artt. 1175, 1374 e 1375 c.c.) – ispirati ai principi di sana e prudente gestione⁽⁸⁷⁾ – che lesiva dell'affidamento ingenerato nei confronti dei terzi creditori, i quali

dico suscettibile di appartenere a un soggetto ma, pur considerando i pregevoli contributi della teoria economica dell'informazione, la costruzione dell'informazione quale bene giuridico a sé stante resta artificiosa. L'informazione non è una porzione incorporea del reale sulla quale si possono compiere le operazioni consentite sulle cose. L'informazione è un servizio. Rispetto a ciò, occorre verificare se il legislatore ha valutato meritevole di tutela l'interesse all'esattezza dell'informazione diffusa dalla società di revisione, intendendosi per esatta l'informazione che (di un fatto) sia presentazione e rappresentazione, corretta secondo parametri oggettivi di riferimento. Se così fosse, l'indebitamento delle prestazioni imposte per legge rileverebbe anche come elemento oggettivo del fatto illecito, perché prospetta lesione di situazioni giuridiche tutelate. In via generale, può notarsi che l'informazione sta assumendo un ruolo sempre più decisivo nei modelli di responsabilità civile delle imprese legate alla prestazione di servizi innovativi, servizi che si configurano, appunto, ad alto tasso di contenuti informativi. Ma il danno e la responsabilità da informazione difettosa si realizzano in situazioni differenziate da tenere distinte: da una parte c'è la tipologia dell'informazione offerta a titolo amichevole o di cortesia e, comunque, fuori da qualsiasi rapporto contrattuale o di affari o interessi tra informatore e utente dell'informazione. Dall'altra parte c'è l'informazione data a titolo professionale da un'impresa che ha per oggetto la prestazione di beni o servizi di natura diversa da quella informativa, ma rispetto ai quali l'informazione si presenta come elemento accessorio: è il settore dei servizi di intermediazione finanziaria bancaria e non bancaria, per i quali può pensarsi agli esempi classici della responsabilità della banca per difettose informazioni connesse alla negoziazione di assegni o di titoli e alla responsabilità da prospetto. Diverso è il caso delle società di revisione per le quali l'informazione è, per l'appunto, il servizio professionale cui sono tenute per legge; il servizio si identifica con l'attività finalizzata a costruire e diffondere informazioni su una data realtà».

⁽⁸⁵⁾ PERCHINUNNO, *Il danno da lesione dell'affidamento suscitato dalla lettera di patronage*, in *Contratto e impresa*, 2006, 611 ss.

⁽⁸⁶⁾ MARZONA, *Lo status (professionalità e responsabilità) dell'impresa bancaria in una recente sentenza della Cassazione*, nota a Cass., 13.1.1993, n. 343, in *Banca borsa tit. cred.*, 1994, II, 266 ss., «l'abusiva concessione del credito ad imprenditore potenzialmente insolvente può integrare una probabile lesione e dell'equilibrio del sistema e dei terzi. Il dovere primario dei soggetti di tale ordinamento consiste, dunque, in una corretta erogazione del credito, nel rispetto non solo delle ragioni dell'utenza, ma di quelle delle altre imprese inserite nel sistema, con privilegio per le comunicazioni e le informazioni reciproche».

⁽⁸⁷⁾ INZIVARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*,

confidano pienamente nella capacità della banca di valutare obiettivamente l'esposizione debitoria del sovvenuto.

La responsabilità per affidamento dannoso, quindi, ricorre nel caso in cui il terzo risulta indotto, volontariamente o colposamente, da un soggetto dotato di qualità e standard professionali elevati⁽⁸⁸⁾, a riporre una fiducia incolpevole nella valutazione qualificata⁽⁸⁹⁾, suscettiva di provocare il conseguente deterioramento della propria situazione economico-patrimoniale.

La valutazione della diligenza e perizia richieste ad operatori che, mediante le informazioni dagli stessi fornite, risultino in grado di influenzare gli equilibri del mercato, deve essere effettuata in base ai criteri stabiliti dall'art. 1176, 2° co., c.c. e dalla specifica disciplina normativa e regolamentare di settore⁽⁹⁰⁾. L'elevata professionalità delle agenzie di rating ha trovato espresso riconoscimento anche nel regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana s.p.a., in particolare laddove non viene ri-

chiesta la nomina di uno sponsor – da affiancare all'emittente con funzioni di controllo – qualora la quotazione di strumenti finanziari si riferisca a titoli con elevato rating, ovvero i titoli di Stato, gli euro-bonds e le asset-backed securities⁽⁹¹⁾.

Tale parametro di valutazione sul comportamento delle agenzie⁽⁹²⁾ si riverbera in via diretta anche in relazione all'illecito commesso dai propri dipendenti nell'esercizio delle rispettive funzioni, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2049 c.c.⁽⁹³⁾.

Occorre evidenziare, *incidenter tantum*, che l'ambito risarcitorio non costituisce rimedio esaustivo per la tutela degli equilibri presenti sul mercato finanziario. Significativi studi di law & economics⁽⁹⁴⁾ hanno dimostrato come le "sanzioni" c.d. accessorie, concernenti la lesione ai diritti di immagine e reputazione commerciale conseguiti dai vari gatekeepers privati all'interno degli specifici settori di riferimento, rivestano maggiore efficacia deterrente.

Tali ricadute sul c.d. "rischio reputazionale"⁽⁹⁵⁾ hanno trovato, infatti, puntuale conferma nei re-

il c.d. "rischio reputazionale" costituisce una sanzione accessoria dotata di ragguardevole efficacia deterrente

cit., 459 ss., «Il parametro della sana e prudente gestione costituisce, pertanto, una clausola generale fonte diretta di doveri di comportamento, che si affianca alla clausola generale di buona fede, la quale governa ogni rapporto obbligatorio e naturalmente anche bancario. Questo parametro della sana e prudente gestione, unito a quello generale della buona fede, consente l'emersione e la assunzione di specifici piani di valutazione e organizzazione, quali regole extragiuridiche di comportamento che divengono obbligatorie per la banca. Esse possono consistere in regole di carattere tecnico, come pure di comune esperienza o di specifica maturazione in particolari ambienti economici, nei quali la banca opera, tali da poter fornire a loro volta criteri di valutazione della correttezza e conformità dell'attività della banca, non solo all'Autorità di vigilanza nella attività di controllo ma anche al giudice chiamato a decidere in ordine ad eventuali doglianze e pregiudizi lamentati da terzi in relazione ai loro rapporti con la banca».

⁽⁸⁸⁾ PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, nota a Cass. 3.3.2001, n. 3132, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, II, 19 ss. In massima si legge che «Nella sua qualità di organo informativo preposto ad assicurare l'effettività di minimi standard informativi, la Consob ha il potere-dovere di accertare le evidenti falsità dei dati contenuti nel prospetto, intervenendo con iniziative istruttorie, integrative e repressive su operazioni che non forniscano il richiesto livello di verifica informazione. In mancanza, è civilmente responsabile nei confronti degli investitori che da tale omessa vigilanza abbiano patito un danno patrimoniale».

⁽⁸⁹⁾ ROBLES, *Erogazione "abusiva" di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovvenuto*, cit., 278, traccia una sorta di parallelismo tra tale forma di responsabilità e il tort of detrimental reliance, fattispecie tipica degli ordinamenti di Common Law.

⁽⁹⁰⁾ PISANI MASSAMORILE, *Emissioni obbligatorie e responsabilità degli intermediari*, cit., 780 ss., «l'art. 21 t.u.f. offre un sicuro parametro per valutare se si trovi o meno in colpa un intermediario finanziario: la mancata osservanza delle regole stabilite dalla norma di legge in commento e di quelle dettate dal Regolamento Consob e, dunque, il mancato possesso di un'organizzazione astrattamente idonea a reperire, elaborare, e trasmettere informazioni tempestive ed adeguate, concreta senz'altro uno stato soggettivo di colpa dell'intermediario. Se, in altri termini, a causa dell'insufficienza della propria organizzazione un intermediario non recepisce un'informazione che altri hanno reperito, non riesca ad elaborarla in modo corretto e significativo, oppure la recepisca, ma non riesca a trasmetterla in tempo al mercato, o la trasmetta in modo errato, vi è sicuramente una colpa, perché l'errore o l'insufficienza dell'attività posta in essere dipende direttamente da lacune organizzative che, a loro volta, sono diretta conseguenza del mancato rispetto di norme (primarie e/o regolamentari) e della speciale

regola di diligenza su quel soggetto e per quella attività vigente». Ed ancora «La colpa potrà evidentemente consistere anche in altri, più immediati ed elementari comportamenti negligenti dell'intermediario, ma se si accetta che la funzione socio-economica di questi ultimi è essenzialmente la riduzione dell'asimmetria informativa, per consentire ai risparmiatori scelte consapevoli; e se, ancora, si condivide l'assunto che a tal fine è indispensabile, innanzi tutto, per esplicita indicazione della legge, un'adeguata organizzazione aziendale interna, la mancanza di quest'ultima dà sicuramente luogo ad uno stato soggettivo di colpa e l'inversione dell'onere probatorio è senz'altro utile al risparmiatore per provare un presupposto che altrimenti gli sarebbe stato difficile od impossibile dare per presente e, dunque, per ottenere un risarcimento che, altrimenti, gli sarebbe stato difficile od impossibile conseguire».

⁽⁹¹⁾ Regolamento Borsa Italiana s.p.a. 19.7.2000, art. 2, 3° co., n. 1.

⁽⁹²⁾ In materia di responsabilità dell'impresa bancaria v. SEBBA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, cit., 244, «Più agevole sarà il discorso relativo all'elemento psicologico, pure necessario alla completa individuazione dell'illecito extracontrattuale, e alla quantificazione dei danni risarcibili. Sotto il primo profilo, rileverà lo status dell'imprenditore bancario, esaurientemente descritto in termini di soggetto professionalmente qualificato che, pur non valendo a fondare di per sé solo la responsabilità extracontrattuale, avrà, tuttavia, una particolare importanza ai fini sia dell'individuazione dell'elemento della colpa sia della valutazione del comportamento contrattuale della banca. Proprio in forza di tale status, ed in considerazione del carattere di abitudine che l'attività dell'intermediario ormai riveste, ci sembra di poter concordare con quegli autori che richiedono alla banca la diligenza professionale di cui all'art. 1176, 2° co., c.c., con il superamento della soglia della malafede per l'affermazione della responsabilità».

⁽⁹³⁾ Nello stesso senso, in materia di società di revisione, v. CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit., 47, «la società di revisione è altresì responsabile quando sia dimostrato che il danno ingiusto è stato provocato da fatto proprio dei sottoscrittori o dei dipendenti nell'esecuzione dell'incarico di revisione».

BUSSOLETTI, *La società di revisione*, Milano, 1985, 320 ss.

⁽⁹⁴⁾ GILSON e KRAAKMAN, *The mechanism of market efficiency*, in *Va. Law Rev.*, 1984, 549 ss.

BLACK, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA Law Rev.*, 2001, 786 ss.

KRAAKMAN, *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*, Oxford, 2004.

⁽⁹⁵⁾ RAYNER, *Managing Reputational Risk. Curbing Threats, Leveraging opportunities*, New York, 2003.

GABBI, *Definizione, misurazione e gestione del rischio reputazionale degli intermediari bancari*, in *Banca impresa*, 2004, 51 ss., «Il rischio reputazionale, genericamente inteso come

centi accadimenti di cronaca finanziaria, dal momento che la clamorosa vicenda suscitata dal "caso Enron" ha decretato, tra le vittime illustri, anche la scomparsa della società di revisione Arthur Andersen, presente sul mercato sin dal 1913. La predetta società si è estinta non soltanto a causa delle rilevanti somme corrisposte in conseguenza delle numerose class actions per il risarcimento dei danni intraprese dai piccoli azionisti, dai dipendenti, dai fondi pensione e dai creditori della società revisionata, ma soprattutto in seguito alla perdita assoluta di reputazione e, quindi, di credibilità, presso il pubblico indistinto dei risparmiatori e degli investitori istituzionali, nonché nei confronti delle Autorità preposte alla vigilanza ed al controllo dei mercati finanziari.

c) La verifica sulla sussistenza del nesso di causalità tra il danno subito dai terzi investitori ed il comportamento tenuto dalla società di rating pone problemi soggettivamente complessi⁽⁹⁶⁾.

L'ipotesi di far ricadere sui singoli investitori la dimostrazione che il comportamento dell'agenzia è stata causa immediata e diretta del pregiudizio patrimoniale subito, infatti, assumerebbe i veri e propri contorni di una *probatio diabolica*⁽⁹⁷⁾.

L'applicazione del principio della causalità efficiente⁽⁹⁸⁾, invece, comporta un'indiscriminata estensione della responsabilità dell'intermediario, dal momento che l'inesatta e/o la tardiva informazione proveniente dal rater rappresenterebbe sempre la *condicio sine qua non* dei danni provocati agli utenti.

L'applicazione
del principio
della causalità
efficiente comporta
un'indiscriminata
estensione
della responsabilità
dell'intermediario

l'insieme delle conseguenze economiche provocate dall'alterazione del giudizio da parte della clientela dell'intermediario, costituisce un aspetto poco citato nell'ambito dell'analisi degli equilibri bancari». Ed ancora «Il termine "reputazione" coinvolge numerosi concetti, ovviamente non solo economici tra i quali considerazione, apprezzamento, valutazione, credito, stima, credibilità, fama, nome, opinione, marchio, onore».

⁽⁹⁶⁾ Per spunti in questo senso, in relazione ad un tema che presenta problemi analoghi, si rinvia a INZIANI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, cit., 472 ss., «Le vicende relative alla concessione, mantenimento o venir meno della concessione del credito, non solo risultano determinanti per la impresa finanziata ma hanno diretti effetti rispetto al pubblico degli operatori economici e soprattutto ai terzi contraenti che instaurano rapporti contrattuali con l'impresa. Per la banca non si tratterà soltanto di una normale scelta di autonomia negoziale, espressione come una volta si diceva, dell'assoluta autonomia della volontà privata. Al contrario tali scelte potranno essere determinanti per la continuazione dell'impresa, esiziali per la sua tenuta o addirittura uscita dal mercato. Conseguenze immediate o comunque causalmente collegate possono essere la crisi o il dissesto dell'impresa. Nel caso in cui ricorrano i presupposti per dimostrare un adeguato rapporto di causalità ed il carattere abusivo (perché ingiustificato o esasperato ed eccessivo) del comportamento della banca, può derivare la responsabilità della medesima per i danni conseguenti. A loro volta, le dimensioni del danno possono sicuramente superare le dimensioni del credito vantato dalla banca, abbracciare gli stessi valori patrimoniali di avviamento dell'impresa, come pure estendersi, quale responsabilità extracontrattuale, al pregiudizio dei terzi contraenti o investitori, i quali sicuramente hanno perso i capitali investiti nei più diversi rapporti contrattuali con l'impresa, come pure hanno visto compromesse definitivamente operazioni economiche che, altrimenti, avrebbero portato a ter-

La sussistenza del criterio della causalità efficiente tra l'informazione proveniente dal soggetto legittimato a fornirla – obbligato a fornirla esatta – da un lato, e il danno che lamenta l'utente dell'informazione inesatta, dall'altro, risulterebbe prevista dalla legge indipendentemente dall'affidamento che in concreto l'utente abbia riposto, oppure era legittimato a riporre, sulla veridicità dell'informazione.

Pertanto non sarebbe utile nel caso di specie, quando anche fosse ipotizzabile, fornire la dimostrazione che il terzo non ha usufruito concretamente dell'informazione perché non ne era a conoscenza, se astrattamente l'informazione poteva costituire il presupposto di tale scelta.

Risulterebbe sempre possibile, per converso, fornire la prova che l'informazione inesatta non poteva essere utilizzata in concreto dal danneggiato per orientare il proprio comportamento⁽⁹⁹⁾.

Il principio *causa causae est causa causati*, quindi, utilizzato in un'accezione eziologica, condurrebbe al risultato paradossale che tutti gli antecedenti logici concorrenti alla formazione di un determinato evento dannoso rappresenterebbero le condizioni necessarie dell'evento medesimo.

Ne deriva l'esigenza di apportare alcuni temperamenti ai criteri sopra enunciati, al fine di dimostrare che il comportamento dell'agenzia ha costituito causa esclusiva e/o assorbente nella produzione del danno, mentre tutti gli altri fattori degraderebbero al rango di mere occasioni, non legate causalmente al risultato finale⁽¹⁰⁰⁾.

mine o, comunque, non sarebbero state travolte in modo così pregiudizievole: la risarcibilità di tale danno dipende strettamente dal tenore della prova che il finanziato danneggiato o i terzi danneggiati potranno fornire. In parte si tratterà di allegare elementi concreti, quali l'esistenza o meno di rapporti contrattuali in corso, dall'altro di fare ricorso a prove presuntive sulla base delle quali dimostrare, anche secondo la tecnica di recente fornita dalla Corte di Cassazione, che il mantenimento del finanziamento avrebbe consentito il buon fine della operazione in corso secondo un ragionevole giudizio di normale prevedibilità».

⁽⁹⁷⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 248, «In assenza di un qualche criterio o regola idonea ad alleviarne il peso per il terzo remoto attore, essa rischia di generare per lui un ostacolo insormontabile. Per un verso, egli rischia di soccombere pressoché sempre, se si pretende da lui la prova specifica che solo la dichiarazione resa dall'intermediario autorizzato è stata la causa della sua decisione di investire o disinvestire. Per altro verso, egli rischia di aver gravi difficoltà anche se l'onere di provare il nesso causale tra illecito e danno viene spostato sul diverso piano della dimostrazione di come e quanto la dichiarazione negligente o dolosa ha inciso in senso per lui pregiudizievole sul corso del titolo, oggetto tanto della dichiarazione medesima quanto delle sue operazioni di mercato».

⁽⁹⁸⁾ Per l'applicazione del principio della causalità efficiente in tema di responsabilità extracontrattuale delle società di revisione v. COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, cit., 98 ss.

⁽⁹⁹⁾ CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit., 154 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ FACCÌ, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 684, «Ai fini del sorgere della responsabilità dell'agenzia di rating è necessario che sussista un rapporto di causalità tra la condotta dell'agenzia, che ha portato all'emissione di una valutazione errata ed il pregiudizio su-

In via di principio, comunque, il nesso non sarebbe interrotto anche se gli ulteriori danni risultassero solo parzialmente controllabili da un intervento tempestivo del soggetto valutato; la misura dell'evitabilità dei danni non dovrebbe incidere sulla sussistenza della causalità, ma soltanto in relazione all'entità dei danni risarcibili.

Soltanto la dimostrazione dell'assoluta inevitabilità del danno per l'impossibilità o l'inutilità di adottare qualsiasi misura precauzionale costituirebbe, quindi, fatto idoneo ad interrompere il relativo nesso causale.

Anche questa ipotesi ricostruttiva, tuttavia, presenta alcuni limiti operativi, atteso che appare più utile, da un lato, ad escludere la risarcibilità dei danni mediati ed indiretti che fornire strumenti idonei a risolvere i dubbi prospettati come conseguenza immediata e diretta del comportamento illecito considerato; dall'altro, non fornisce argomenti idonei a giustificare le norme di diritto positivo che introducono limitazioni alla risarcibilità del danno, costituente conseguenza normale del comportamento medesimo, e quelle che, al contrario, ritengono ravvisabile il nesso causale in relazione ad eventi dannosi che non rappresentano la risultante del comportamento illecito dell'agente⁽¹⁰¹⁾.

Ciò sembra avvalorare le opinioni di coloro che, constatata la diffusione nel sistema di norme disciplinanti fattispecie di responsabilità civile contenenti formulazioni generiche sulla causalità, non idonee a fornire precisi criteri valutativi sulla reale

esistenza del relativo nesso fra le conseguenze pregiudizievoli per il danneggiato e la condotta del danneggiante, ritengono che il relativo giudizio implichi necessariamente una valutazione concreta del fatto dannoso, alla stregua degli standards più adeguati al contesto storico-sociale in cui il soggetto ha subito il danno⁽¹⁰²⁾.

Solo qualora si raggiunga la prova che il soggetto non abbia adottato le misure di sicurezza o le particolari cautele suggerite dagli standards valutativi vigenti al momento del verificarsi dell'evento potrà ritenersi sussistente, secondo tale impostazione, il nesso causale tra l'azione e il relativo danno⁽¹⁰³⁾.

Non può essere sottovalutata, inoltre, la circostanza che il giudizio di rating risulta naturalmente destinato alla circolazione sui mercati, determinando in capo all'advisor una sorta di "responsabilità da prospetto"⁽¹⁰⁴⁾ che funge da elemento di connessione tra l'inesatta informazione fornita da quest'ultimo e la lesione della libertà contrattuale del terzo investitore, il quale abbia orientato le proprie scelte nella convinzione della veridicità delle informazioni ricevute.

Ne consegue che l'intermediario sarà chiamato, in caso di mancato, inesatto e/o tardivo adeguamento del proprio giudizio valutativo, a fornire la prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta ex art. 23, 6° co., d.lg. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.)⁽¹⁰⁵⁾.

La norma richiamata, pur apparendo riconducibile ad un inadempimento di tipo contrattuale⁽¹⁰⁶⁾, potrebbe estendersi anche all'illecito civile, dal mo-

Il nesso causale tra l'evento ed il danno ricorre nel caso in cui l'agenzia non abbia adottato le ordinarie cautele previste dagli standards valutativi

bito dall'investitore a causa dell'insolvenza dell'emittente. Occorre, pertanto, che sia dimostrato il nesso causale tra l'errata valutazione circa il rischio di insolvenza dell'emittente e la perdita dell'investimento; in altre parole, l'investitore deve provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe quindi acquistato i titoli dell'emittente. L'onere probatorio è il medesimo che incombe sull'investitore allorché lamenti la responsabilità dell'intermediario per violazione degli obblighi informativi: anche in questa ipotesi – ai fini del sorgere della responsabilità – l'investitore deve dimostrare che una informazione corretta lo avrebbe dissuaso dal compiere l'operazione ovvero lo avrebbe condotto ad una scelta di investimento diversa.

⁽¹⁰¹⁾ COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, cit., 62 ss.

⁽¹⁰²⁾ Per VIOLANTE, *Responsabilità oggettiva e causalità flessibile*, Napoli, 1999, 59 ss., «nella responsabilità la valutazione del nesso di causalità rientra nello stesso giudizio di colpevolezza che tende ad accertare il livello di diligenza adottato, e il giudizio di responsabilità presuppone la sussistenza di un nesso di causalità tra condotta e danno, qualificato dal dolo o dalla colpa».

⁽¹⁰³⁾ PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, cit., 789, «Per il risparmiatore, cioè, è sufficiente provare, oltre il danno, la propria mancanza di consapevolezza del grado di rischio effettivo dell'investimento attuato, perché questo è l'obiettivo che gli intermediari devono assicurare, mercé la loro azione, a tutti gli investitori e, anche così, al mercato. A tal fine, il risparmiatore alleggerà la "colpa" dell'intermediario manager, sostenendo, forte delle presunzioni in suo favore di cui all'art. 23, ult. co., t.u.f., la mancanza di diligenza di questi, vuoi per ciò che riguarda l'idoneità in generale della sua organizzazione, vuoi per ciò che riguarda l'effettiva ricezione, elaborazione e trasmissione al mercato (con le modalità dette) di informazioni tempestive ed adeguate, tenuto conto dello specifico ruolo svolto dall'intermediario nell'ambito del procedimento di emissione. Toccherà allora all'interme-

diario offrire la prova positiva contraria e cioè di essere stato diligente per ciò che concerne l'uno e l'altro degli aspetti predetti».

⁽¹⁰⁴⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 249, «Mi riferisco all'idea, ormai acquisita nella giurisprudenza e dottrina statunitense, che ravvisa nel mercato una sorta di agent non remunerato che, grazie alla sua efficienza e trasparenza, ausilia ciascun singolo investitore nel fare le sue personali scelte di investimento o disinvestimento. Corollario di questa idea è che chi altera artificialmente il mercato, disseminando in esso dichiarazioni apparentemente affidabili ma in realtà false, impedisce al mercato di svolgere correttamente questa sua funzione di agent, che è di importanza essenziale per il comune investitore. Costui, infatti, né potrebbe razionalmente aspirare a procurarsi alternativamente tutte le informazioni sintetizzate nella quotazione del titolo, né potrebbe razionalmente decidere di sopportare i costi necessari per ottenerne alcune o verificarne altre. L'alterazione artificiosa del mercato mediante dichiarazioni false è, quindi, non soltanto un comportamento che viola interessi generali e pubblicistici, ma anche un comportamento considerato illecito nella sfera del singolo che si autodetermina contando sul mercato come consulente corretto».

⁽¹⁰⁵⁾ Art. 23, 6° co., t.u.f. «Nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

MAFFEIS, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello di credito ai consumatori* (nota a Trib. Venezia, 22.11.2004, n. 2654), in *Contr.*, 2005, 13, «L'onere della prova, testualmente disciplinato dall'art. 23, 6° co., t.u.f., non esclude che incomba sul cliente, che agisce per il risarcimento del danno, l'onere di allegare i fatti costitutivi della domanda e così la stipulazione del contratto, il compimento dell'operazione e la perdita patrimoniale».

⁽¹⁰⁶⁾ DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per*

mento che l'inesatta, l'insufficiente – e soprattutto – l'omessa informazione costituiscono *in re ipsa* eventi causativi di danno al patrimonio del risparmiatore⁽¹⁰⁷⁾.

Occorre d'altra parte temperare l'esigenza del singolo investitore che, in presenza di soggetti professionalmente qualificati ed istituzionalmente preposti all'esercizio *lato sensu* di attività di controllo, non è tenuto ad intraprendere onerose indagini, con la funzione svolta dal rater, la quale non può essere enfatizzata sino al punto di spingerlo, senza alcuna limitazione, ad una ricerca indiscriminata di ogni tipo di frode⁽¹⁰⁸⁾.

Per tali motivi si ritiene che l'evento lesivo risulti causalmente imputabile all'agenzia di rating qualora la stessa non abbia fornito esatte informazioni o abbia omissso di modificare precedenti giudizi non attenendosi, nello svolgimento della propria attività, al rispetto degli standards valutativi esistenti all'interno del proprio specifico settore di riferimento⁽¹⁰⁹⁾.

In tal caso non rileva la circostanza che il risparmiatore avrebbe comunque effettuato l'operazione, oppure che lo stesso – insensibile a qualsiasi tipologia di informazione – si sarebbe effettivamente determinato e/o astenuto dall'investimento per altri motivi⁽¹¹⁰⁾.

Il "quantum debeatur" può essere determinato anche facendo ricorso ai criteri stabiliti dall'art. 2056 c.c.

esercizio di attività pericolosa, in *Contr.*, 2005, 709 ss., equipara, pur con le dovute distinzioni, l'attività espletata dall'intermediario all'esercizio di un'attività pericolosa ex art. 2050 c.c.

Per EMILIOZZI, *La responsabilità della banca per omessa informazione del deterioramento del rating di obbligazioni acquistate da un cliente*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2006, II, 133, nt. 34, «Occorre comunque segnalare una certa tendenza che si è affacciata soprattutto in dottrina incline a superare i rimedi di origine contrattuale quali la nullità e il risarcimento danni per inadempimento del contratto di acquisto, nella direzione della rivalutazione dei rimedi di carattere extracontrattuale come il risarcimento del danno provocato per esercizio di attività pericolosa. In tal caso, infatti, si ritiene che l'operatore finanziario possa essere ritenuto responsabile per l'esercizio di attività pericolosa, cosicché è tenuto al risarcimento, se non prova di aver adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno».

⁽¹⁰⁷⁾ Per Trib. Roma, 25.5.2005, in *Corriere giur.*, 2005, 1283 ss., la violazione del dovere di informazione appare necessariamente causativa di un danno, in quanto lesiva della «libertà di autodeterminazione negoziale del cliente».

⁽¹⁰⁸⁾ ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, cit., 366.

⁽¹⁰⁹⁾ Per VIOLANTE, *Responsabilità oggettiva e causalità flessibile*, cit., 68 ss., «nella responsabilità la valutazione del nesso di causalità rientra nello stesso giudizio di colpevolezza che tende ad accertare il livello di diligenza adottato, e il giudizio di responsabilità presuppone la sussistenza di un nesso di causalità tra condotta e danno, qualificato dal dolo o dalla colpa».

⁽¹¹⁰⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 252 ss., «l'investitore deve sopportare le conseguenze delle sue scelte autonome di rischio; ma solo di quel rischio che è connaturato a un funzionamento corretto del mercato, non invece di quella parte di rischio "differenziale" che è immesso artificiosamente nel mercato dalla diffusione di una notizia colpevolmente o dolosamente falsa. L'eventuale non dipendenza dalla dichiarazione falsa della decisione di investire o disinvestire non distrugge, quindi, l'efficienza causale della dichiarazione medesima, come fatto illecito giuridicamente idoneo a produrre di per sé il danno differenziale da alterazione scorretta dei meccanismi di mercato». Ed ancora «le dichiarazioni idonee a generare la responsabilità di cui si tratta sono, per definizione, messaggi al mercato che ne

A tal fine, infatti, il danneggiato potrà avvalersi di un sistema di presunzioni *iuris tantum*⁽¹¹¹⁾ e, precisamente:

i) la presunzione della qualità di utente dell'informazione da parte del soggetto il cui comportamento si è effettivamente conformato alle raccomandazioni ricevute;

ii) la presunzione di sussistenza del nesso causale tra l'informazione inesatta e/o tardiva appresa dal medesimo ed il pregiudizio arrecato al proprio patrimonio.

Tali presunzioni, del resto, ben si attagliano ad una valutazione obiettiva della condotta assunta dall'intermediario, atteso che le violazioni dei doveri di correttezza, trasparenza e veridicità sullo stesso incumbenti integrano una diretta violazione della normativa di settore⁽¹¹²⁾.

5. Il danno risarcibile

L'illecito commesso dalla società di rating, oltre che essere causativo di un danno patrimoniale nei confronti dei terzi investitori⁽¹¹³⁾ (sotto forma di perdita, diminuzione e/o insufficiente rendimento del capitale investito), appare suscettivo di arrecare ai medesimi soggetti anche un ulteriore pregiudizio, conseguente alla perdita di occasioni più favorevoli dal punto di vista economico⁽¹¹⁴⁾ e, pertanto, deve

provocano movimenti consistenti e misurabili. Sarà quindi possibile, ad esempio, accertare *ex post*, con un accettabile criterio di approssimazione, quale effetto abbia avuto sulla performance di un determinato titolo una dichiarazione revisionale sulle prospettive di utili del titolo medesimo».

⁽¹¹¹⁾ FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 684, «È evidente, in ogni caso, che l'investitore potrà assolvere al proprio onere probatorio mediante presunzioni a norma dell'art. 2727 c.c.; in particolare, nel caso di insolvenza dell'emittente nonostante il rating positivo, l'attore potrà assumere come normale e corrispondente a regolarità causale, che non avrebbe acquistato i titoli, se non vi fosse stata l'erronea valutazione sulla solvibilità dell'emittente. Nel caso di specie, pertanto – pur vertendosi in tema di responsabilità extracontrattuale in cui spetta al danneggiato l'onere di provare il rapporto tra la condotta del danneggiante ed il pregiudizio lamentato – può ritenersi *in re ipsa* il nesso di causalità tra l'emanazione di un rating positivo, l'investimento effettuato ed il danno subito dal risparmiatore, in conseguenza dell'insolvenza dell'emittente. Diviene, così, onere dell'agenzia convenuta fornire la prova dell'esistenza di fatti idonei ad interrompere il nesso causale, al fine di dimostrare che la valutazione positiva fornita dall'agenzia non ha influito sulla scelta dell'investitore, come, ad esempio, nel caso in cui risulti che nel portafoglio di quest'ultimo vi erano numerosi titoli appartenenti alla categoria "speculative grade"».

⁽¹¹²⁾ Per MONATERI, *La responsabilità civile*, cit., 92, in tal caso l'accertamento della colpa dipende «dall'obiettivo contrasto tra il comportamento dell'agente e l'obbligo imposto dalla norma».

⁽¹¹³⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 253 ss., «Solitamente il danno risarcibile, alla stregua di ciò che l'attore potrà realisticamente provare sul piano del nesso causale, sarà la causation loss, cioè il danno misurato dal differenziale improprio che è stato subito nell'acquistare o nel vendere e che non vi sarebbe stato se la dichiarazione negligente o dolosa non avesse alterato il funzionamento corretto del mercato. Molto più raramente, invece, l'attore potrà recuperare l'intera transaction loss, cioè una somma che gli consenta di essere posto nella stessa condizione in cui si sarebbe trovato se non avesse affatto investito o disinvestito in ordine a quel titolo».

⁽¹¹⁴⁾ Per le società di revisione v. Cozza, *Tutela dei mercati*

essere risarcito secondo i criteri previsti dall'art. 2056 c.c.

Per ciò che concerne il danno da lucro cessante, infatti, occorre evidenziare che i risparmiatori avrebbero potuto in alternativa dirottare i propri investimenti verso forme di impiego maggiormente remunerative, oppure che avrebbero perduto favorevoli occasioni di concludere ulteriori affari⁽¹¹⁵⁾. Risulta, comunque, piuttosto arduo quantificare con la dovuta precisione le singole voci di danno, in guisa di provvedere all'integrale ripristino del relativo *status quo ante*⁽¹¹⁶⁾.

Le conseguenze patrimoniali derivanti dalla perdita di chance, infatti, debbono essere analizzate mediante una valutazione prognostico-probabilistica⁽¹¹⁷⁾, con l'intento di includervi alcune conse-

guenze pregiudizievoli che si presentassero eventualmente connesse, secondo l'*id quod plerumque accidit*, con lo specifico fatto dannoso.

L'applicazione concreta di quest'ultimo criterio contribuisce all'ampliamento del danno risarcibile cagionato da comportamento doloso, comprendendo anche i danni indiretti ed imprevedibili⁽¹¹⁸⁾.

La quantificazione del danno, in ogni caso, appare possibile soltanto facendo ricorso ad un criterio equitativo di valutazione, il quale potrebbe operare anche per il risarcimento degli eventuali danni non patrimoniali⁽¹¹⁹⁾.

La determinazione del *quantum debeatur* dovrebbe essere parametrata, in virtù di tale criterio, anche alla specifica natura dell'investitore, effettuando le necessarie distinzioni fra lo *status* di cliente al det-

Il danno risarcibile deve essere parametrato allo status personale e/o professionale del cliente

finanziari e responsabilità della società di revisione, cit., 103, «Quanto si è appena detto pone peraltro il problema della quantità del danno attribuibile, secondo la relazione causale così ricostruita, alla società di revisione. Questa infatti potrà essere chiamata a rispondere solo del danno che si sarebbe potuto ragionevolmente evitare se i revisori avessero adempiuto con diligenza al proprio compito. Si genera così una situazione sotto molti profili analoga a quella che caratterizza il danno da perdita di chance; come si è osservato, infatti, anche in questo caso il giudice è chiamato ad ipotizzare *a posteriori* quale sarebbe stato il presumibile effetto pratico scaturito dalla corretta rappresentazione della situazione ad opera della società di revisione. La conclusione, anche in questo caso, non ha rilievo solo teorico: su questa base infatti una recente giurisprudenza ha ritenuto imputabile alla società di revisione solo parte del danno, ritenendo sulla base di una valutazione probabilistica che, anche in presenza di un comportamento corretto e diligente della società di revisione, una percentuale dei danneggiati avrebbe comunque subito il danno conseguente alla *mala gestio* degli amministratori, non potendosi escludere che parte degli investitori avrebbe continuato il proprio investimento pur conoscendone il rischio».

In tema di responsabilità della banca per abusiva concessione del credito v. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, cit., 500 ss., «La responsabilità della banca che finanzia l'imprenditore immeritevole c'agiona con questo danno alla società e ai terzi, esprime sul piano ben più ampio della contrattazione con soggetti, che per la loro qualità di imprenditori hanno contatto con una serie indefinita e generale di soggetti, la stessa esigenza di adeguatezza, in questo caso dell'operazione di credito, rispetto alle condizioni patrimoniali del finanziato. L'inserimento di tali principi nella legislazione del mercato finanziario rende l'intera tematica della responsabilità della banca per concessione abusiva del credito gravida di sviluppi ulteriori particolarmente sul piano della ricostruzione della fattispecie. È possibile prevedere che l'attuale ricorso alla categoria della correttezza e buona fede, mediata già ora dal criterio della sana e prudente gestione, venga ad essere costruita nell'ambito di una più ampia e duttile categoria della adeguatezza del finanziamento, categoria suscettibile di contenere la valutazione di meritevolezza, sulla base delle dimensioni, della tipologia, della portata, rispetto al finanziato e ai terzi, del finanziamento stesso. La mancata osservanza da parte della banca dei criteri di meritevolezza nella concessione del credito all'impresa finanziata può comportare un pregiudizio patrimoniale, consistente nella dispersione o perdita parziale o totale del patrimonio conseguente all'eccessivo e ingiustificato indebitamento ed esposizione verso la banca, che ha concesso abusivamente ed immeritatamente credito. Per i creditori sociali il pregiudizio consiste nel verificarsi della insufficienza della garanzia patrimoniale e, cioè, nella incapienza patrimoniale della società che compromette la soddisfazione dei loro crediti. Danneggiati possono essere, altresì, i creditori successivi che mai avrebbero contrattato con l'impresa, la cui insolvenza si era verificata ma non poteva manifestarsi all'esterno, in quanto l'impresa stessa avrebbe già dovuto essere liquidata o dichiarata fallita».

⁽¹¹⁵⁾ DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, cit., 538, «Saranno risarcibili, è appena il caso di aggiungere, solo i danni che l'attore provi esser stati cagionati dall'aver intrapreso proprio le scelte economiche che la falsa informazione mirava a promuovere».

Per la risarcibilità dei danni collaterali si rinvia a CENDON, *Il dolo nella responsabilità extracontrattuale*, Torino, 1976.

⁽¹¹⁶⁾ CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit., 142 ss., «Per risarcimento integrale si intende la reintegrazione del patrimonio nella misura corrispondente a ciò che sarebbe stato in mancanza del fatto causativo del danno; quindi, il risarcimento deve essere tanto delle perdite di utilità già esistenti nel patrimonio – ivi compresi, e ciascuno autonomamente risarcibile, il diritto ad acquistare l'utilità, il danno biologico (cioè la perdita di valore della persona, in cui si fa rientrare il danno alla vita di relazione, il danno estetico, la perdita di chance di guarigione o di sopravvivenza), il danno al nome, alla riservatezza, alla reputazione, anche economica e anche di soggetti collettivi (danno emergente) – quanto delle nuove utilità che si sarebbero presumibilmente conseguite se non fosse intervenuto l'inadempimento o l'illecito, ivi compresa la perdita di chance di comportamento (lucro cessante)».

BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 208, «Il danno agli investitori attuali consiste: a) nel costo dell'investimento ulteriore o nel mancato disinvestimento, se le informazioni non corrette diffuse rappresentano una situazione patrimoniale e finanziaria della società, migliore di quella reale (che è il caso più comune); oppure, b) nel disinvestimento, se invece le informazioni rappresentano una situazione della società peggiore di quella reale oppure sono poco chiare e quindi causano incertezza circa le reali condizioni patrimoniali e finanziarie della società. Il danno agli investitori potenziali consiste: nel costo dell'investimento (acquisto o sottoscrizione di strumenti finanziari ad un prezzo superiore rispetto al loro valore reale), se le informazioni rappresentano una situazione della società migliore di quella effettiva».

⁽¹¹⁷⁾ Per Cass., 22.2.1991, n. 1908, in *Mass. Giur. it.*, 1991, 267, il danno deve essere risarcito anche quando avrebbe potuto prodursi in futuro, «secondo una ragionevole e fondata probabilità».

⁽¹¹⁸⁾ Per GAMBARO, *Ancora in tema di falsa luce agli occhi del pubblico*, in *Quadrimestre*, 1988, 348, sarebbe «opportuno sgombrare subito il campo dalla illusione che il risarcimento del danno possa veramente costituire una compensazione esatta della perdita economica subita dalla vittima e si possa, quindi, conseguire l'obiettivo di restituirla nello *status quo ante*. Ciò è possibile, infatti, solo nella ipotesi in cui sia leso un bene rimpiazzabile perché in tal caso la refusione del costo di rimpiazzo reintegra la vittima anche nelle eventuali superiori utilità che essa ritraeva dal bene, consentendo di considerarle irrilevanti. Ma in tutti i casi in cui il rimpiazzo immediato o non è possibile oppure, di fatto, non è avvenuto, allora il problema della stima si pone».

⁽¹¹⁹⁾ FRANZONI, *Dei fatti illeciti*, in *Comm. Scialoja e Branca*, sub art. 2043, Bologna-Roma, 1993, 105 ss.

Un adeguato
criterio
di temperamento
potrebbe essere
rappresentato
dalla "compensatio
lucris cum damno"

taglio, cliente professionale o controparte qualificata, nonché alle rispettive scelte effettuate ordinariamente in materia di investimenti⁽¹²⁰⁾.

Ciò risulterebbe concretamente applicabile, pertanto, anche alle ipotesi in cui il danno arrecato all'investitore consista nella mera **perdita di chances** di comportamento economico, riverberando i propri effetti in un prossimo futuro⁽¹²¹⁾.

Il *quantum debeatur*, pertanto, dovrà essere ricavato tramite una valutazione probabilistica, operando un giudizio prognostico fondato sulle capacità e qualità personali del danneggiato e sui relativi effetti temporali, scaturenti dalla lesione al patrimonio provocata da un errato investimento.

La misura del danno emergente, invece, patito dai semplici risparmiatori in caso di mancata e/o ritardata vendita non potrà mai eccedere l'ammontare complessivo del prezzo corrisposto per l'acquisto dei titoli, maggiorato dei relativi costi, commissioni e spese, detratto l'importo delle eventuali cedole e/o dividendi *medio tempore* percepiti ed il valore residuo di negoziazione dei predetti titoli sul mercato⁽¹²²⁾.

Per ciò che attiene al **danno emergente** derivante dal mancato acquisto, invece, si pone il problema del prezzo teorico di riferimento del titolo in quel preciso istante, depurato del valore "differenziale" provocato dalla propalazione di notizie false e/o inesatte, oppure dalla mancata e/o ritardata diffusione delle informazioni medesime.

In mancanza di validi criteri di riferimento, l'unica strada percorribile appare rappresentata dall'applicazione analogica dei criteri previsti dall'art. 2437

ter c.c. in tema di determinazione del valore delle azioni.

Un adeguato criterio di temperamento, volto ad evitare un'eccessiva quantificazione del danno risarcibile, potrebbe essere rappresentato nel caso di specie dall'applicazione della *compensatio lucris cum damno*⁽¹²³⁾.

Per ciò che concerne il regime probatorio, infine, lo stesso risulta attenuato rispetto al regime "ordinario" della responsabilità civile⁽¹²⁴⁾.

I terzi, pertanto, dovranno soltanto dimostrare che la mancata corrispondenza tra le valutazioni fornite dalla società di rating e la reale situazione del soggetto valutato dipende dall'adozione di parametri e/o metodologie di valutazione non conformi agli standards previsti dalla specifica disciplina di settore.

Anche la prova in caso di omissione o ritardo nella revisione dei giudizi si fonda sopra un sistema di presunzioni *iuris tantum*, qualora tale revisione risulti intervenuta in prossimità o, addirittura, in epoca successiva al default dell'emittente.

La società di rating, quindi, sarà tenuta a provare che le false informazioni fornite dall'emittente e/o ricavabili dal mercato erano irriconoscibili non soltanto alla stregua degli ordinari standards valutativi, ma neppure applicando i criteri integrativi di correttezza e buona fede.

L'advisor, pertanto, dovrà dimostrare che l'improvviso deterioramento del merito creditizio è dipeso da eventi economicamente eccezionali e/o imprevedibili e che la mancata rilevazione delle false informazioni fornite dal committente o da terzi non è dipesa da negligenza, imprudenza o imperizia professionale⁽¹²⁵⁾.

⁽¹²⁰⁾ L'art. 35, 1° co., Reg. Consob 29.10.2007, n. 16190, opera la distinzione tra clientela al dettaglio, clientela professionale e controparte qualificata.

⁽¹²¹⁾ Per BRUNO, *op. ult. cit.*, 213 ss., «Il danno da informazione si verifica nel momento in cui si compie o non si compie l'operazione di investimento o disinvestimento; tuttavia la percezione di questo danno si ha solo successivamente, quando (e se) viene alla luce la non correttezza delle informazioni al tempo delle operazioni».

⁽¹²²⁾ FACCÌ, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ.*, 2007, 685, «In ogni caso, in qualsiasi modo l'investitore abbia avuto conoscenza del deterioramento del rating, appare difficile ipotizzare un dovere, ex art. 1227, 2° co., c.c., di vendere il titolo al fine di ridurre o comunque non aggravare le conseguenze dannose derivanti dall'illecito dell'agenzia. Il *discrimen* tra danni evitabili, e quindi non risarcibili, e danni non evitabili, come tali risarcibili, infatti, è costituito dall'onere di adoperare l'ordinaria diligenza senza attività gravose o straordinarie, tranne che il *facere* non sia legittimato in base al principio di correttezza che caratterizza l'art. 1227, 2° co., c.c. solo nel caso in cui il risparmiatore, edotto del peggioramento del rating, avrebbe potuto vendere i titoli ad un prezzo non eccessivamente inferiore rispetto a quanto inizialmente pagato».

⁽¹²³⁾ MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, cit., 254, «Ridotta la quantificazione del danno nella maggior parte dei casi ad una questione di causation loss, non ogni difficoltà è per ciò stesso risolta. Invero, sarà consentito al convenuto provare che il differenziale preteso come risarcibile è stato prodotto da un concorso di circostanze, di cui la dichiarazione falsa è soltanto una soltanto:

in conseguenza, il differenziale risarcibile dovrà essere depurato dall'impatto delle altre circostanze».

⁽¹²⁴⁾ In tema di responsabilità da prospetto informativo, in *Dir. econ. ass.*, 2001, 1112 ss., «in considerazione della clausola generale rappresentata dall'art. 94, 2° co., t.u.f., all'investitore è sufficiente provare anche nei confronti di terzi "qualificati" il semplice vizio del prospetto, ribaltando su quest'ultimi la dimostrazione di aver usato la diligenza dovuta nella revisione dei dati inseriti nel documento d'offerta; in tal caso, ove il vizio dei dati fosse rappresentato da false informazioni attinenti ai bilanci riprodotti nel prospetto, lo stesso terzo "qualificato" si libererebbe della propria responsabilità oggettiva nascente da vizi del prospetto ribaltandola a propria volta sui soggetti tenuti ad obbligatorie certificazioni (es. società di revisione) o su soggetti che contrattualmente assumono incarichi di due diligence (es. global coordinator ed i soggetti incaricati da quest'ultima delle attività di due diligence giuridiche e contabili sull'emittente)».

⁽¹²⁵⁾ Secondo Cozzi, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, cit., 91 ss., «si tratta di stabilire se il danneggiato, chiamato secondo la regola generale a fornire la prova degli elementi costitutivi della fattispecie di responsabilità, debba fornire la prova specifica della non conoscibilità, con l'uso della normale diligenza, della effettiva situazione amministrativo-contabile della società revisionata (oltre che della effettiva incidenza del difetto di conoscenza sulla produzione del danno di cui si chiede il risarcimento) o se invece, possa ritenersi che la dimostrazione dell'avvenuta certificazione del bilancio da parte della Società di revisione esaurisca l'onere probatorio dell'attore, accollando alla società di revisione l'onere di provare il difetto di diligenza del danneggiato per dedurre l'esclusione o la riduzione del danno risarcibile. La risposta a tale

6. Il concorso di colpa

Appare importante analizzare se, nell'ambito della responsabilità extracontrattuale, possa trovare spazio l'ipotesi di concorso tra l'illecito posto in essere dalla società di rating e quello compiuto da tutti gli altri soggetti che hanno partecipato all'emissione ed al collocamento dei titoli⁽¹²⁶⁾.

Occorre premettere, in ogni caso, che parte della dottrina ha ritenuto sussumibile, in tema di società di revisione, l'art. 164, 2° co., t.u.f. all'interno del diritto comune, ovvero nell'alveo della generale disciplina del *neminem laedere*⁽¹²⁷⁾.

Da ciò consegue che la società di revisione risulta direttamente responsabile, secondo i criteri stabiliti dall'art. 2043 c.c., dei danni arrecati a terzi nell'adempimento dei propri obblighi, rispondendo, altresì, dei danni provocati dai propri dipendenti ex art. 2049 c.c.⁽¹²⁸⁾.

Tali danni potrebbero essere cagionati dalla violazione di un obbligo accessorio (ad es. dovere di mantenere uno stretto riserbo sui dati e/o sui fatti

appresi durante l'espletamento dell'ufficio), oppure scaturire da un comportamento meramente omisivo.

L'art. 164 t.u.f., inoltre, estende il proprio ambito di applicazione anche alla fattispecie prevista dall'art. 2407, 2° co., c.c., dal momento che la società di revisione, gli amministratori ed i sindaci della società revisionata «rispondono ciascuno dell'inadempimento di un'autonoma e distinta obbligazione nei confronti della società revisionata e in relazione al danno da ciascuno di essi arrecato»⁽¹²⁹⁾.

Le predette considerazioni acquistano fondamentale rilevanza anche in ordine all'insorgenza di eventuali ipotesi di responsabilità solidale per danni arrecati a terzi dall'agenzia di rating in concorso con gli amministratori e sindaci della società valutata, nonché con gli altri intermediari finanziari partecipanti a vario titolo all'operazione di emissione e/o collocamento degli strumenti finanziari.

In primo luogo deve essere preso in considerazione

Sussiste
la responsabilità
solidale
dell'agenzia
per i danni arrecati
ai terzi investitori
e/o creditori?

questo non può, a mio avviso, essere univoca. L'esistenza di un positivo giudizio sul bilancio può certamente assumere rilievo di indizio della non rilevanza di anomalie delle risultanze di bilancio con l'uso della normale diligenza; è infatti facile rilevare che, se quelle anomalie non sono state riscontrate da un operatore altamente qualificato qual è la società di revisione, esse certamente non erano rilevabili – con l'uso della normale diligenza – dal danneggiato, il quale da un lato ha ordinariamente competenze professionali inferiori, dall'altro ha minori possibilità di accesso ai dati che consentono l'effettività del controllo. Va però considerato che, trattandosi di presunzione semplice, il giudice del caso concreto dovrà, secondo la regola generale dell'art. 2729 c.c., non limitarsi a considerare il fatto dell'esistenza della certificazione ma reinserire questa circostanza nel contesto degli elementi di fatto disponibili per valutarne l'efficienza probatoria in quel contesto; con la conseguenza che taluno di quegli elementi, ad esempio l'esistenza di un errore del certificatore facilmente riconoscibile con l'uso di diligenza adeguata da parte del danneggiato, escludendo la concordanza degli elementi su cui si basa la presunzione, potrebbe escluderne l'efficacia probatoria. In questa prospettiva il problema della prova si conferma inscindibilmente connesso a quello del grado di diligenza richiesto al terzo che sul bilancio certificato fonda il suo affidamento e, in relazione a questo, le proprie scelte di investimento o di finanziamento. È opinione comunemente condivisa che contenuto specifico del dovere di diligenza, la cui violazione costituisce criterio d'imputazione dell'illecito, è l'uso di nozioni e strumenti tecnici adeguati alla natura dell'attività considerata. Se infatti è vero che la perizia richiesta ai fini dell'esclusione dell'imputabilità del danno può variare in relazione alla qualifica professionale dell'agente, cosicché ai diversi gradi di specializzazione corrispondono diversi gradi di perizia, resta però vero che la legge richiede ad ogni operatore una perizia minima in relazione alla natura dell'attività esercitata, da valutare alla stregua di un criterio oggettivo che prescinde dalle concrete capacità del soggetto; questi, pertanto, non potrà addurre la mancanza di adeguate cognizioni tecniche per fondare su ciò la pretesa al riconoscimento di un affidamento incolpevole sui risultati della certificazione operata dai revisori. In applicazione di tali principi si dovrà dunque ritenere soggettivamente imputabile alla società di revisione il danno subito da terzi in conseguenza di errori ed omissioni da questa compiuti in sede di certificazione del bilancio, quando l'errore o l'omissione siano conseguenza di una violazione del dovere di diligenza gravante sui revisori e non siano rilevabili dal terzo con l'uso dell'ordinaria diligenza a lui richiesta in relazione alla natura dell'affare. In mancanza del concorso di questi due requisiti il danno subito dal terzo non sarà risarcibile o sarà solo parzialmente risarcibile».

⁽¹²⁶⁾ BENEDETTO e DI CASTRI, *Il caso Parmalat e l'indipendenza dei controllori: amministratori, sindaci e revisori alla prova del*

crack, cit., 244, «Amministratori non esecutivi e amministratori indipendenti, sindaci, revisori contabili, analisti finanziari e agenzie di rating sono tra i soggetti che hanno concorso, anche indirettamente, al realizzarsi di quegli stessi illeciti che era legittimo attendersi fossero rilevati e rivelati. Tale aspettativa è all'origine dei molti interrogativi emersi da quando la crisi del gruppo è divenuta di pubblico dominio e, per quello che rileva in questa sede, delle perplessità in merito all'efficienza della normativa che regola i mercati finanziari».

⁽¹²⁷⁾ ADDANTE, *Responsabilità civile delle società di revisione e solidarietà*, in *Danno e resp.*, 2003, 543, «L'esame del 2° co. della suddetta disposizione mette in luce la mancata previsione di un sistema generale di responsabilità nei confronti di creditori sociali e terzi, in quanto contiene un riferimento alle ipotesi di inadempimenti e fatti illeciti, quale fonte di responsabilità a carico delle persone fisiche, che hanno sottoscritto la relazione sul bilancio (c.d. responsabili della revisione) in via solidale con la società di revisione. A fronte, dunque, dell'esigenza di colmare le lacune conseguenti all'eccessiva laconicità della normativa speciale, dottrina e giurisprudenza hanno prospettato una soluzione atta a configurare un principio generale di responsabilità aquiliana a carico delle società di revisione, attraverso la sussunzione della norma di cui all'art. 164 t.u.f. nell'alveo della disciplina generale del *neminem laedere*, ai sensi dell'art. 2043 c.c.».

FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 682, «la giurisprudenza è solita affermare la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico e già questo potrebbe essere un indice da cui desumere la prevalenza dell'interesse del risparmiatore. Allo stesso modo, si può ricordare come nel nostro ordinamento sia già prevista espressamente la responsabilità di un soggetto particolarmente qualificato nei confronti dei terzi per i danni cagionati dalle informazioni inesatte rilasciate: il legislatore con l'art. 164 t.u.f. prima e con l'art. 2409 *sexies* c.c. poi ha previsto la responsabilità della società di revisione e dei revisori non solo nei confronti della società che ha conferito l'incarico ma anche nei confronti dei terzi danneggiati».

⁽¹²⁸⁾ Art. 164, d.lg. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.) «1. Alla società di revisione si applicano le disposizioni dell'articolo 2407 c.c.».

2. I responsabili della revisione e i dipendenti che hanno effettuato l'attività di revisione contabile sono responsabili, in solido con la società di revisione, per i danni conseguenti da propri inadempimenti o da fatti illeciti nei confronti della società che ha conferito l'incarico e nei confronti dei terzi danneggiati».

⁽¹²⁹⁾ Testualmente NUZZO, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di Alpa e Capriglione), Il, Padova, 1998, 1509.

il particolare *status* soggettivo rivestito dal terzo investitore⁽¹³⁰⁾.

Quest'ultimo, qualora risulti munito dei necessari requisiti di professionalità, non potrebbe affermare di aver orientato le proprie decisioni in materia di investimenti esclusivamente e/o prevalentemente in funzione del giudizio emesso dall'agenzia.

In tal caso i raters potrebbero essere ritenuti responsabili, unitamente agli amministratori della società cliente ed in proporzione alle rispettive percentuali nella causazione dell'evento, soltanto qualora abbiano scientemente emesso un giudizio falso o abbiano ritardato una revisione del medesimo avvalendosi di mezzi fraudolenti⁽¹³¹⁾.

La qualifica di investitore istituzionale, infatti, pone tale soggetto su un piano di sostanziale parità rispetto agli altri protagonisti presenti sui mercati finanziari, dal momento che il medesimo dispone di un adeguato bagaglio tecnico ed informativo, atto ad essere adoperato in operazioni di investimento/disinvestimento che presentano elevati margini di rischio.

Le conclusioni mutano radicalmente quando si tratta di clientela retail, dal momento che le rilevanti asimmetrie sussistenti tra i risparmiatori e gli intermediari impongono a questi ultimi un pre-

gnante dovere di informazione sia dal lato attivo che da quello passivo⁽¹³²⁾.

Ciò appare coerente con la natura di norma generale rivestita dall'art. 21 t.u.f.⁽¹³³⁾, la quale costituisce una specificazione in ambito finanziario dei generali criteri contenuti nell'art. 2043 c.c.⁽¹³⁴⁾.

In secondo luogo, inoltre, deve essere posta in adeguato rilievo la circostanza che la società di rating ed i soggetti sopra citati rispondono in base ad autonomi comportamenti e risultano responsabili del danno arrecato ai terzi a diverso titolo, in quanto ledono con il proprio comportamento interessi diversi.

L'adozione di un sistema di proportionate liability, pertanto, potrebbe astrattamente apparire più idoneo, stante la diversità strutturale dell'illecito in esame rispetto a quello previsto dall'art. 2055 c.c. ed il carattere di *lex specialis* rivestito dalla predetta normativa⁽¹³⁵⁾.

L'erronea, inesatta, omessa e/o ritardata valutazione, infatti, arreca danno alla libera determinazione contrattuale del terzo risparmiatore, il quale risulta fuorviato nelle proprie scelte di investimento dal giudizio emesso dall'agenzia, laddove gli illeciti commessi dagli amministratori, dai sindaci della società valutata e dagli altri intermediari riverberano i propri effetti in altre direzioni, arrecando pregiudizi distinti ed ulteriori.

l'illecito commesso dall'agenzia appare strutturalmente diverso rispetto alla fattispecie prevista dall'art. 2055 c.c.

⁽¹³⁰⁾ Trib. Milano, 26.4.2006, in *Danno e resp.*, 2006, 875 ss.

⁽¹³¹⁾ VELLA, *I controlli interni e la revisione contabile nella riforma delle società non quotate*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2001, 19, il quale analizza le proposte avanzate in dottrina per risolvere il problema relativo all'eccessivo ammontare dei risarcimenti, giungendo alla conclusione che «potrebbero essere introdotti "statuti differenziati" in riferimento al destinatario dell'informazione, sul presupposto di una graduazione della protezione in ragione delle caratteristiche professionali degli operatori e quindi della loro capacità di selezionare e vagliare le informazioni ricevute. Il fine ultimo sarebbe rappresentato dalla ricerca di una linea di bilanciamento tra gli indubbi "vantaggi disciplinari" nella responsabilità civile, nella tutela del valore di disclosure e una ragionevole distribuzione del rischio nella trasmissione delle informazioni al mercato».

⁽¹³²⁾ La comunicazione Consob 21.4.2000, n. DI/30396, ha specificato che «in nessun caso gli intermediari sono esonerati dall'obbligo di valutare l'adeguatezza dell'operazione disposta dai clienti, neanche nel caso in cui l'investitore abbia rifiutato di fornire le informazioni sulla propria situazione patrimoniale e finanziaria, obiettivi di investimento e propensione al rischio; nel caso la valutazione andrà condotta in ossequio dei generali principi di correttezza, diligenza e trasparenza, tenendo conto di tutte le notizie di cui l'intermediario sia in possesso (es. età, professione, presumibile propensione al rischio anche alla luce della pregressa ed abituale operatività, situazione del mercato)».

⁽¹³³⁾ Art. 21, 1° co., d.l.g. 24.2.1998, n. 58 (c.d. t.u.f.) «1. Nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono:

a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati;

b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati;

c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti;

d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività».

⁽¹³⁴⁾ PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, cit., 766 ss., «I criteri fissati

dalla norma vanno osservati nella prestazione dei "servizi di investimento" e questi ultimi sono definiti dalla legge in termini di "attività", non di "contratto". Ed ancora «L'espressione "clienti", nell'ambito di una norma come l'art. 21, è sicuramente riferibile alla generalità dei clienti, vale a dire a tutti i clienti, anche quelli potenziali e futuri, di tutti gli intermediari finanziari: insomma, il termine "clienti" sta qui per quello "risparmiatori", "investitori", intesi come classe dei destinatari (attuali e futuri) delle "attività" che la norma mira a disciplinare».

⁽¹³⁵⁾ Secondo Cass., 18.7.2002, n. 10403, in *Foro it.*, 2003, 2147, «La solidarietà passiva, prevista a favore del danneggiato nell'ipotesi di fatto dannoso imputabile a più persone, postula l'unicità del danno configurabile, pur in presenza di più azioni od omissioni costituenti illeciti distinti e va esclusa se le condotte realizzate da più soggetti hanno leso separatamente interessi diversi del danneggiato».

V. anche Cass., 4.6.2001, n. 7507, in *Rep. Foro it.*, 2001, *Responsabilità civile*, 381, ove si rimarca che «in contrapposizione all'art. 2043 c.c., che fa sorgere l'obbligo del risarcimento dalla commissione di un "fatto" doloso o colposo, il successivo art. 2055 c.c. considera, ai fini della solidarietà nel risarcimento stesso, il "fatto dannoso", sicché, mentre la prima norma si riferisce all'azione del soggetto che cagiona l'evento, la seconda riguarda la posizione di quello che subisce il danno ed in cui favore è stabilita la solidarietà. Conseguentemente l'unicità del fatto dannoso richiesta dall'art. 2055 c.c. per la legittima predicabilità di una responsabilità solidale tra gli autori dell'illecito deve essere intesa in senso non assoluto, ma relativo al danneggiato, ricorrendo, pertanto, tale forma di responsabilità pur se il fatto dannoso sia derivato da più azioni o omissioni, dolose o colpose, costituenti fatti illeciti distinti ed anche diversi, sempre che le singole azioni o omissioni abbiano concorso in maniera efficiente alla produzione del danno e senza che, con tale principio, contrasti la disposizione dell'art. 187, cpv., c.p., la quale, con lo statuire per i condannati per uno stesso reato l'obbligo in solido al risarcimento del danno, non esclude ipotesi diverse di responsabilità solidale di soggetti che non siano colpiti da alcuna condanna o che siano colpiti da condanna per reati diversi o che siano taluni colpiti da condanna e altri no».

Altra parte della dottrina, infine, attribuisce importanza preponderante al nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia ed il danno cagionato.

La teoria della causalità efficiente richiede la dimostrazione che l'illecito rappresenti la condizione essenziale, in assenza della quale il danno non si sarebbe verificato.

La soluzione che individua la fonte della responsabilità della società di rating nella violazione di peculiari obblighi, al di fuori di ogni ipotesi di concorso nell'illecito degli obblighi immanenti agli amministratori, i sindaci e gli altri intermediari, comporta rilevanti conseguenze anche sul piano pratico.

Da essa deriva, infatti, che:

a) la società di rating sarà tenuta al risarcimento integrale del danno imputabile al proprio comportamento illecito in via immediata e diretta, potendo esonerarsi da responsabilità solo provando la non imputabilità della mancata e/o inesatta esecuzione della propria prestazione;

b) non sussiste una **responsabilità solidale** tra l'advisor e gli altri soggetti, mancando il concorso di cause che costituisce presupposto per l'applicazione dell'art. 2055 c.c.⁽¹³⁶⁾.

Altra parte della dottrina, invece, propende, pur con alcune limitazioni, per l'applicabilità del regime di responsabilità solidale⁽¹³⁷⁾.

L'agenzia di rating, secondo tale impostazione, qualora risulti chiamata in causa dagli investitori per inesatta e/o erronea valutazione, potrebbe esercitare l'azione di regresso nei confronti del committente e/o degli altri partecipanti all'operazione finanziaria, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2055, 2° co., c.c.⁽¹³⁸⁾.

Le medesime considerazioni possono essere riproposte, *mutatis mutandis*, qualora concorrano, unitamente all'advisor, anche gli stessi terzi investitori nella causazione dell'illecito.

7. Considerazioni conclusive

Alla luce di tutte le considerazioni sopra esposte, appare urgente procedere, *de iure condendo*, ad una regolamentazione sul piano normativo dell'attività espletata dalle agenzie, che tenga in debito conto sia delle peculiarità inerenti il settore che delle specifiche metodologie di valutazione⁽¹³⁹⁾.

Il carattere sostanzialmente oligopolistico assunto dai principali competitors del settore, infatti, costituisce uno dei principali fattori distorsivi della concorrenza, provocando l'uniformazione dei giudizi ed una sostanziale immunità per le opinioni espresse⁽¹⁴⁰⁾.

Le agenzie hanno assunto un ruolo preminente sui mercati internazionali e le valutazioni dalle mede-

L'attuale struttura oligopolistica delle agenzie costituisce uno dei principali fattori distorsivi della concorrenza

⁽¹³⁶⁾ FABRIZIO e SALVATORE, *Responsabilità extracontrattuale di società di revisione per danni a terzo causati da negligente certificazione*, nota a Cass., 18.7.2002, n. 10403, cit., in *Foro it.*, 2003, 2147 ss.

⁽¹³⁷⁾ QUATTARO, *La responsabilità civile della società di revisione e la responsabilità penale del revisore contabile*, in *Controllo legale dei conti*, 1997, 21, ritiene applicabile l'art. 2055 c.c. agli amministratori e revisori solo qualora «la società di revisione stessa non si sia adoperata per evitare il danno, attraverso l'utilizzo dei limitati poteri che ha a disposizione, quali la denuncia al collegio sindacale e la non certificazione del bilancio».

⁽¹³⁸⁾ CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit., 157 ss., «esigenze equitative spingono per l'applicazione del principio della pari efficacia causativa tra il fatto della società revisionata e il fatto della società di revisione, così che, nella valutazione delle concause produttive del danno ai terzi, possa assumere rilevanza il comportamento colposo o doloso della società revisionata. Qui si tratta di ammettere un criterio di decisione che, pur non disattendendo il principio secondo cui il nesso sussiste ogni volta l'evento sia causa giuridica idonea del danno (a prescindere dalla ricorrenza di altre circostanze preesistenti, simultanee o successive), possa risultare meglio conforme a esigenze di giustizia del caso concreto: chiamata in giudizio solidale della società di revisione e di quella revisionata, risarcibilità *pro quota*, da determinarsi giudizialmente in rapporto alla misura della colpa della società di revisione e di quella revisionata, oppure risarcibilità per l'intero ma con azione di regresso nei confronti degli altri soggetti responsabili, in applicazione dell'art. 2055 c.c. Questi rimedi non contrastano con quanto sopra sostenuto circa l'impossibilità per la società di revisione di addurre l'inadempimento o il fatto illecito della società revisionata come causa di efficacia equivalente, o addirittura esclusiva, del danno, nei rapporti interni contrattuali: il danno contrattuale subito dalla società revisionata deve essere risarcito dalla società di revisione; ma del danno subito da terzi estranei al contratto, rispondono entrambe le società».

⁽¹³⁹⁾ FANNI, *Il dibattito in corso sul riconoscimento formale delle agenzie di rating da parte di un'autorità pubblica europea o nazionale interessa il nostro Paese?*, cit., 97 ss., «I dubbi che l'informazione delle agenzie non sia sempre neutrale provengono da una molteplicità di circostanze. Si osserva che l'industria del rating possiede una struttura fortemente concentrata a

livello sia globale che locale, che molte agenzie ricevono condizioni di accesso alle informazioni di fatto privilegiate, che il sistema di remunerazione delle agenzie produce, non di rado, un conflitto di interessi (e cioè il rating potrebbe non essere obiettivo, al di là del fatto che sia "sollecitato" o "non sollecitato"), che talune attività di analisi potrebbero rasentare la consulenza commerciale, e così via». Ed ancora «Due richieste appaiono rilevanti per il mercato finanziario italiano. La prima è quella di conoscere e stimare i livelli di competenze professionali degli analisti delle agenzie di rating e di garantire la loro separazione operativa rispetto ai manager delle agenzie medesime. La seconda è di stabilire se in Europa possano essere valorizzate le agenzie di rating che tengano conto, meglio di quanto oggi non accada, delle peculiarità e delle esigenze delle piccole e medie imprese».

⁽¹⁴⁰⁾ TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, cit., 930, «Non c'è da stupirsi, dunque, se la stagione delle frodi societarie ha, tra le altre cose, aperto il dibattito in merito alla necessità di intervenire nella disciplina di un'attività imprenditoriale privata - quella della valutazione del merito di credito - che oggi assume un ruolo cruciale nel funzionamento dei mercati finanziari e pur tuttavia è sottratta ad una regolamentazione giuridica speciale e ad un sistema pubblico di controllo. A suggerire l'esigenza di un intervento regolamentare apposito, con una valenza internazionale, è una serie di considerazioni di varia natura. In particolare, queste considerazioni riguardano: 1) le caratteristiche macroeconomiche dell'attività di credit rating; 2) il conflitto di interessi insito nello stesso modello economico impiegato dalle agenzie che conducono siffatta attività, le quali ricevono l'incarico e sono pagate proprio dalle imprese sulle cui finanze devono esprimere un giudizio; e 3) l'importanza crescente che il rating va assumendo nelle scelte di investimento di istituzioni e risparmiatori e nella determinazione del tasso di interesse applicabile ad una società che intende ricorrere al credito obbligazionario».

GOMMELINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati*, cit., 609, «è certamente positivo il potenziamento del controllo pubblico e la stessa introduzione di una disciplina specifica dell'attività di rating: lo stesso vale per la crescente diffusione di una nuova

La crisi finanziaria
innescata
dall'insolvenza
dei c.d. "prestiti
subprime"
contribuirà
alla modifica
degli attuali assetti
organizzativi

sime assegnate costituiscono la "stella polare" per gli investitori⁽¹⁴¹⁾ e, al contempo, lo "spauracchio" per gli Stati sovrani, i cui titoli subiscono sensibili fluttuazioni nei differenziali di rendimento in conseguenza di possibili declassamenti relativi alla propria affidabilità creditizia (c.d. rischio-Paese). Appare di intuitiva evidenza come la riduzione delle asimmetrie informative sussistenti sul mercato non possa essere ricondotta esclusivamente a dinamiche di autoregolamentazione o di moral hazard, necessitando di una specifica disciplina in ordine ai requisiti professionali delle agenzie, ai criteri di operatività e, soprattutto, ai modelli di responsabilità⁽¹⁴²⁾.

Tutto ciò potrebbe assicurare un'effettiva parità di trattamento e favorire l'ingresso di nuovi operatori, elevando gli strumenti di tutela posti dall'ordinamento a garanzia del patrimonio dei risparmiatori e del corretto funzionamento dei mercati finanziari⁽¹⁴³⁾. La crisi finanziaria innescata dall'insolvenza dei prestiti c.d. subprime, ovvero dei finanziamenti concessi ad una tipologia di clientela che non poteva avere accesso a condizioni normali sul mercato del credito⁽¹⁴⁴⁾, contribuirà sicuramente all'accelerazione dell'auspicato cambiamento.

Tali finanziamenti (c.d. bad loans) sono stati carto-

lizzati e trasformati in titoli obbligazionari oppure in prodotti derivati, mediante i quali gli emittenti hanno provveduto alla traslazione dei relativi rischi di insolvenza sul mercato⁽¹⁴⁵⁾.

Le agenzie di rating, latrici in molti collocamenti di evidenti situazioni di conflitto di interessi con gli emittenti, hanno attribuito giudizi positivi nei confronti di diversi investitori istituzionali, fondi pensione e fondi comuni di investimento, senza prestare la dovuta considerazione al fatto che tali soggetti detenevano nel proprio portafoglio ingenti quantitativi di strumenti finanziari garantiti e/o collegati ad attività subprime⁽¹⁴⁶⁾.

I fenomeni di insolvenza a catena che si stanno verificando a livello globale, quindi, ripropongono con veemenza l'esigenza di provvedere alla regolamentazione delle situazioni di conflitto, sussistenti tra le opposte esigenze di garantire l'imparzialità delle analisi e, al contempo, di intrattenere rapporti di consulenza ed assistenza finanziaria con il soggetto valutato.

La forza economica dei predetti rapporti, infatti, sino ad ora ha sempre travolto le fragili barriere erette internamente dalle agenzie (c.d. chinese walls), predisposte per separare i molteplici settori in cui le stesse si trovano concretamente ad operare⁽¹⁴⁷⁾. ■

"cultura d'impresa" attenta ai valori dell'etica nel mondo degli affari».

⁽¹⁴¹⁾ SALVI e DALLOCCIO, *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?*, in *Econ. e management*, 2006, 79 ss.

⁽¹⁴²⁾ RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, I, 2002, 774. «L'autoregolamentazione è in grado di dare reali vantaggi solo quando riesce a coordinarsi armonicamente con le fonti primarie dell'ordinamento generale (leggi, regolamenti emanati da Autorità di vigilanza, ecc.), ritagliandosi un proprio spazio negli interstizi che quell'ordinamento è opportuno le garantisca. Il suo ruolo può essere complementare, ma non sostitutivo, e meno che mai antagonistico, rispetto alla regolamentazione pubblica».

MONTE, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, cit., I ss., «Si possono anche considerare asimmetrie informative *ex post*, ossia si può verificare che una volta conclusa una negoziazione, uno degli attori assuma comportamenti lesivi della controparte senza che questa ne abbia preventiva cognizione: il fenomeno è noto come rischio morale (moral hazard). In altre parole, la circostanza che tipicamente concretizza il moral hazard si ha quando una delle parti in causa ha piena cognizione delle clausole di partenza dell'accordo concluso, ma non nella condizione di controllarne il successivo sviluppo».

⁽¹⁴³⁾ BONIFAZI, *Rating advisory: nuove opportunità di sviluppo d'impresa*, in *Amm. e fin.*, 2007, 43 ss.

⁽¹⁴⁴⁾ BARRET-MC QUEEN-GRIMSHAW-ALEXANDER, *Some Loans Are More Equal than Others: Third-Party Originations and Defaults in the Subprime Mortgage Industry*, in *Real Estate Economics*, 2002, 667 ss.

⁽¹⁴⁵⁾ HOWELL, *Exploiting race and space: concentrated subpri-*

me lending as housing discrimination, in *California Law Rev.*, 2006, 101 ss.

⁽¹⁴⁶⁾ L'esistenza di tali situazioni di conflitto da parte delle principali rating agencies risulta dimostrata mediante l'ausilio di un modello econometrico nel recente ed accurato lavoro di MASON e ROSNER, *Where Did the Risk Go? How Misapplied Bond Ratings Cause Mortgage Backed Securities and Collateralized Debt Obligation*, in www.criterioneconomics.com/docs/20070215%20Mason-Rosner%20Hudson%20Paper.pdf, 2007, I, «Many of the current difficulties in residential mortgage-backed securities (RMBS) and collateralized debt obligations (CDOs) can be attributed to a misapplication of agency ratings. Changes in mortgage origination and servicing make it difficult to evaluate the risk of RMBS and CDOs. We show that the big three ratings agencies are often confronted with an array of conflicting incentives, which can affect choices in subjective measurements of risk. Of even greater concern, however, is the fact that the process of creating RMBS and CDOs requires the ratings agencies to arguably become part of the underwriting team, leading to legal risks and even more conflicts. We analyze the fundamental differences between rating structured finance products like RMBS and CDOs and traditional products like corporate debt. We show that the inefficiencies of rating RMBS and CDOs are leading investors to discount U.S. markets. We conclude by providing several policy implications of our findings».

⁽¹⁴⁷⁾ Per SPAVENTA, *Relazione sull'attività della Consob nel 2001*, in *Il Sole 24Ore*, 9.4.2002, 33, «Il problema nasce dall'esistenza di un potenziale o effettivo conflitto fra le esigenze di imparzialità dell'analisi ed i rapporti di interesse intrattenuti con la società. La forza di quei rapporti troppo spesso travolge le c.d. muraglie erette dalle regole interne, che dovrebbero separare l'attività (molto lucrosa) di assistenza finanziaria e di consulenza da quella di studio (assai meno lucrosa)».