

Marco Marianello

Cartolarizzazione e responsabilità della società di *rating*

INDICE

Capitolo I - Nozioni introduttive

1. Premessa.	3
2. Le variabili definitorie.	7
3. Nozione di <i>securitization</i> .	15
4. Fattispecie peculiari di cartolarizzazione.	17
5. La valutazione sul grado di esigibilità dei crediti.	26

Capitolo II - Il procedimento di attribuzione del *rating*

1. La funzione del <i>rating</i> .	37
2. Rischio-Paese, <i>split-ratings</i> , <i>internal ratings</i> , <i>unsolicited ratings</i> .	44
3. La valutazione del <i>management</i> .	50
4. L'elaborazione di un sistema di <i>credit scoring</i> .	52
5. La pubblicazione del giudizio.	59
6. La revisione periodica dei dati (<i>monitoring</i>).	62
7. Il <i>rating</i> attribuito alle operazioni di <i>securitization</i> : normativa di riferimento	65
8. La struttura finanziaria dell'operazione.	71
9. La valutazione delle autogaranzie ed eterogaranzie.	75

Capitolo III - Il contratto di *rating*

1. Profili di rilevanza causale.	83
2. Il contratto di <i>rating</i> : natura giuridica.	89
3. I rapporti ceduti in blocco ed i crediti futuri.	92
4. La natura giuridica dei titoli emessi.	99
5. I doveri di informazione.	106
6. I doveri di indipendenza.	109

7. Conflitto di interessi fra i soggetti partecipanti all'operazione. 111

Capitolo IV - La responsabilità della società di *rating*

Sez. I - La responsabilità nei confronti del committente

1. La responsabilità contrattuale: l'inadempimento ed i criteri di imputazione soggettiva. 125

2. La prova dell'inadempimento. 129

3. La responsabilità dei dipendenti del committente. 131

4. Il danno risarcibile. 134

5. Il rapporto di causalità. 138

Sez. II - La responsabilità nei confronti dei terzi

1. La responsabilità aquiliana. 143

2. L'ingiustizia del danno. 150

3. L'elemento soggettivo. 153

4. Il danno risarcibile e l'onere probatorio. 159

5. Il nesso eziologico. 164

6. Il concorso di colpa degli amministratori, dei sindaci e dei risparmiatori. 168

Bibliografia. 173

Capitolo I

Nozioni introduttive

1. Premessa.- 2. Le variabili definitorie.- 3. Nozione di *securitization*.- 4. Fattispecie peculiari di cartolarizzazione.- 5. La valutazione sul grado di esigibilità dei crediti.

1. Lo svolgimento della presente indagine ha per oggetto l'attività svolta dalle agenzie di *rating* nell'ambito delle operazioni di *securitization*, con il preciso intento di evidenziarne il contenuto, i relativi limiti e gli eventuali profili di responsabilità.

Ciò richiede, in prima istanza, l'esperimento di un tentativo ricostruttivo di ordine definitorio, avente rilievo generale, sulla nozione di cartolarizzazione dei crediti.

La necessaria unitarietà economica della complessa operazione, infatti, richiede sotto il profilo giuridico la scissione della pluralità di contratti immanenti la medesima. Tale scomposizione e la sua successiva ricomposizione, attuata mediante un profilo di rilevanza causale, consentono di individuare le tipologie dei rapporti ceduti in blocco e dei crediti futuri, nonché enucleare la natura giuridica dei titoli emessi.

L'analisi del procedimento di attribuzione del merito creditizio, unitamente alla disamina delle potenziali ipotesi di conflitto di interessi fra i vari partecipanti all'operazione permettono, infine, di evidenziare e delimitare le fattispecie di responsabilità in cui incorrono le agenzie nel caso di omessa e/o errata valutazione, oppure qualora si verifichi una revisione non tempestiva del precedente giudizio.

Le operazioni di cartolarizzazione (*securitization*)¹ si inseriscono

¹ Sul punto cfr., in particolare, AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia: i vantaggi per le banche e per il mercato finanziario, le tecniche e gli strumenti giuridici da adottare*, Roma, 1995; AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: caratteristiche tecniche, aspetti legali e fiscali e vantaggi per le banche e per le imprese*, Roma, 1999; AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999; P. BONTEMPI-G. SCAGLIARINI, *La securitization*, Milano, 1999; E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 436 ss.; S. VITALE, *Il regime giuridico delle operazioni internazionali di securitization*, Padova, 1999; AA.VV., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, p. 997 ss.; F. MODULO-C. ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, p. 73 ss.; G. ARTALE-A. PAMPANA-C. RAJOLA, *Guida alla securitization: i vantaggi, gli strumenti e gli adempimenti della nuova legge*, Roma, 2000; M. DAMILANO, *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000; A. VERONELLI, *Contributo allo studio della cartolarizzazione dei crediti*, Brescia, 2000; P. FERRO-LUZZI, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 1/2001, p. 24 ss.; P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 265 ss.; C. RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30*

nell'alveo del più ampio processo di internazionalizzazione e di *deregulation* dei mercati finanziari² e consistono in una complessa attività economica, finalizzata a favorire la migliore allocazione delle risorse nel contesto di un'economia globalizzata, nonché il contestuale reperimento di liquidità tramite lo smobilizzo di attivi e la relativa emissione di titoli.

L'attuale sviluppo su scala planetaria dei mercati finanziari, fondato prevalentemente attraverso regole autonome di derivazione patrizia - archetipo dei modelli di *soft law* -, viene considerato da alcuni autori come un aspetto prodromico alla rinascita dell'originaria *lex mercatoria*³.

aprile 1999 n. 130, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 392 ss.; M. GRANIERI, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in *Riv. dir. impr.*, 2001, p. 11 ss.; C. PORZIO-L. SPOTORNO-S. ZORZOLI-G. FAUCEGLIA, *Securitization e crediti in sofferenza: problemi gestionali, contabili e normativi nella recente esperienza italiana*, Roma, 2001; G. RUMI, *Securitisation*, Milano, 2001; D. GALLETTI-G. GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002; G. FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002; L. CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002; AA.VV., *Cartolarizzazione: aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, Torino, 2002; F. PIZZUTILO, *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, Milano, 2002; AA.VV., *Banca e finanza immobiliare. Valorizzazione dei patrimoni e innovazione finanziaria: spin-off, fondi e cartolarizzazione*, a cura di F. Cesarini, Roma, 2003; V. TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione: profili generali*, Padova, 2003; D. VALENTINO, *Le cessioni dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Napoli, 2003; F. CALLEGARO, *La cartolarizzazione dei crediti: le società, i contratti, la vigilanza*, Milano, 2003; S. GALIANI-F. POLIMENI- M. PROIETTI, *Credit derivatives e cartolarizzazione: le diverse tipologie, le tecniche e i modelli, i metodi di valutazione, l'analisi dei rischi*, Milano, 2003.

Secondo J. DEACON, in *Securitisation: principles, markets and terms*, Hong Kong, 1998, il concetto di cartolarizzazione individua "every such process which converts a financial relation into a transaction" espressione di quel processo "of converting future cash flows arising from underlying assets of receivables due to the originator (...), thus enabling the originator to raise asset backed finance through a loan or an issue of debt securities which is limited recourse in nature to the credit of the receivables rather than that of the originator as a whole".

Per J.H.P. KRAVITT, *Securitisation of financial assets*, New York, 2001, p. 1 ss., "Financial assets securitization involves the packaging of certain kind of financial assets and the subsequent distribution of securities to finance these assets".

Nella ricostruzione effettuata da M. PEASLEE - D. Z. NIRENBERG, *Federal Income Taxation of Securitisation Transactions*, New Hope, Pennsylvania, 2001, p. 1, la cartolarizzazione consiste in un'operazione in cui "an owner of a pool of receivables conveys them, directly or through an intermediary, to a trust or other legal entity, which in turn issues securities backed by those assets".

² S. CASSESE, *La crisi dello Stato*, Bari, 2002.

Per F. ADDIS, *Fonti legali della proprietà privata e decentramento normativo*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1994, p. 18, "l'idea stessa di <crisi>, spesso niente più che un vuoto luogo comune, rappresenta generalmente il riflesso della inadeguatezza degli strumenti concettuali, incapaci di leggere e spiegare la complessa fenomenologia del divenire giuridico".

³ Secondo F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, 1993, p. 219 ss., deve intendersi, con questa espressione "il diritto creato dal ceto imprenditoriale, senza la mediazione del potere legislativo

La prima normativa nazionale in materia, in realtà, è rappresentata dagli articoli 13 e 15 della legge 23 dicembre 1998, n. 448, relativi alla cessione ed alla cartolarizzazione dei crediti appartenenti all'I.N.P.S.

Soltanto mediante la legge 30 aprile 1999, n. 130, tuttavia, è stata introdotta nel nostro ordinamento una regolamentazione per <principi>⁴ della suddetta materia, ben conosciuta nei Paesi anglosassoni ed in essi dapprima recepita a livello di prassi negoziale, senza fare ricorso a definizioni teoriche o complesse ricostruzioni concettuali.

La *securitization*, infatti, si sviluppò negli U.S.A. verso la fine degli anni settanta del secolo scorso e venne utilizzata nel settore del credito fondiario, allo scopo di mobilitare i mutui edilizi ed ottenere una sostanziale anticipazione dei pagamenti tramite l'emissione di appositi titoli (M.B.S. - *Mortgage Backed Securities*)⁵.

La normativa nazionale risulta influenzata da tali referenti di ordine storico e culturale⁶, anche se nei sistemi di *common law* il principio della libertà contrattuale, nonché il relativo sistema di garanzie, assume una valenza diversa rispetto agli ordinamenti di *civil law*. In base al diritto inglese, infatti, nessuna parte ha il precipuo dovere di svelare informazioni all'altra durante la fase delle trattative contrattuali.

Il silenzio, di conseguenza, non legittima solitamente l'azione in giudizio neanche qualora la parte reticente risulti consapevole che l'altra

degli Stati, e formato da regole destinate a disciplinare in modo uniforme, al di là delle unità politiche degli Stati, i rapporti commerciali che si instaurano entro l'unità economica dei mercati".

⁴ Per M. GRANIERI - A. RENDA, *Introduzione. La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, cit., p. 6, "Anche là dove la regola del *caveat emptor* presiede all'organizzazione del sistema, il mercato del capitale è interessato da discipline che assicurano la massima *disclosure of information* e sanzionano gli operatori per le informazioni *misleading* o per le omissioni".

⁵ Si veda a tale proposito E. FRANKEL, *Securitization of loans, asset-backed securities and structured financing*, Irving publishing, 1997, p. 215 ss.

⁶ Per E. ANDREOLI, *Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato dei capitali (prime note in merito all'operazione di <securitisation>)*, in *Quadrimestre*, 1993, p. 47 ss., "Il giurista nazionale è infatti chiamato ad applicare modelli giuridici che circolano in ordinamenti diversi. A tal fine, egli deve interpretare le motivazioni economiche che sottendono a innovative operazioni finanziarie in cui tali modelli si inseriscono e adeguare al nostro ordinamento gli strumenti giuridici applicati dal legale straniero. In tale compito il giurista è assistito e guidato dalla spinta innovativa dell'imprenditore nazionale, volto a ricercare sempre nuovi meccanismi di finanziamento a costi competitivi, in alternativa od in aggiunta a quelli usualmente offerti nell'ambito del sistema bancario o parabancario (*factoring, leasing, forfaiting*). Questo movimento ha fatto sì che nuovi tipi contrattuali abbiano timidamente iniziato ad affermarsi anche nella tradizioni di *civil law*".

parte non avrebbe prestato il proprio consenso qualora non fosse stata resa edotta della reale situazione.

Si applica tuttora il principio che, in osservanza all'antica regola del *caveat emptor*, nelle pattuizioni tra privati l'ordinamento debba apprestare la propria tutela al contraente più abile, costituendo il predetto *duty of disclosure* un'eccezione al suddetto principio.

A fronte di tale disciplina l'attenzione dei commentatori si è prevalentemente incentrata sulla titolarizzazione dei crediti⁷, e ciò in ragione sia dell'esegesi del testo normativo che delle concrete modalità operative con cui sono state realizzate diverse operazioni.

Tuttavia, se assunta in termini troppo rigidi, questa prospettiva rischia di limitare la comprensione della maggiore complessità delle operazioni di cartolarizzazione che, anche sullo stesso piano normativo, si dimostrano varie e recettive di molteplici istanze provenienti dal mondo economico.

A tale stregua sembra, quindi, proficuo acquisire un angolo di osservazione più ampio, che consenta di mettere a nudo il tratto fondante le operazioni di cartolarizzazione: l'analisi dei flussi di cassa (*cash-flow modeling*) generati durante l'esercizio della propria attività istituzionale da parte del soggetto cedente (*originator*)⁸.

⁷ Secondo S. CARFIZZI, *La securitization: un approccio operativo*, in *Rass. econ.*, 1993, p. 686, la cartolarizzazione “si sostanzia nella conversione di crediti di qualsiasi genere in strumenti cartolari e, più propriamente, in titoli di debito negoziabili e, quindi, liquidabili sul mercato secondario”. Per G. RUMI, *Securitisation in Italia. La legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, I, 2000, p. 440, “nel modello accolto dalla legge n. 130 del 30 aprile 1999, le operazioni sono strutturate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, presenti o futuri, ad una società di capitali il cui oggetto esclusivo consiste nell'espletamento di una o più cartolarizzazioni, ovvero nella conversione dei crediti in titoli; le somme corrisposte dai debitori sono successivamente destinate in via esclusiva al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi sul mercato dalla società per la cartolarizzazione”.

⁸ Secondo A. STEINHERR, *The new european financial marketplace*, London-New York, 1992, p. 165 ss., i fattori fondamentali che favoriscono lo sviluppo dei mercati finanziari consistono: “a) *the trends towards securitization associated with the growing role of capital markets to the detriment of credit markets*; b) *the increasing importance of off-balance sheet activities banks*; c) *the global integration and internationalisation of financial markets*”.

Per M. LUPOLI, *Sistemi giuridici comparati*, Genova, 2000, p. 46 ss., un flusso giuridico costituisce “un qualsiasi dato dell'esperienza giuridica il quale, proprio di un ordinamento, sia percepito in un altro e qui introduca un elemento di squilibrio”.

2. La frammentarietà del complesso fenomeno dal punto di vista economico, in cui coesistono molteplici operazioni funzionalmente e strutturalmente differenti, si riflette inevitabilmente sulle modalità della recezione positiva.

Sembra, pertanto, che il più sicuro criterio di orientamento nella predetta disciplina - una <sineddoche finanziaria> secondo taluno⁹ - consista proprio nel conoscere il modo in cui i flussi di cassa vengono generati ed impiegati.

La comprensione dell'assetto economico dell'operazione di finanza strutturata, infatti, potrebbe favorire anche il tentativo dogmatico di addivenire ad una ricostruzione unitaria della medesima dal punto di vista giuridico¹⁰: e qui, stando alle realizzazioni del legislatore nazionale in materia, deve prendersi atto che la legge 30 aprile 1999, n. 130, assurge al ruolo di referente normativo principale di un microsistema di leggi speciali (art. 22, comma 11, legge 23 novembre 2001, n. 409; art. 2, comma 7, legge 23 novembre 2001, n. 410).

I primi tentativi in tale direzione sono stati intrapresi dagli operatori finanziari i quali, durante il periodo antecedente l'entrata in vigore della legge n. 130/1999, enucleavano i principi ispiratori nell'ambito dell'esperienza comparatistica e della concreta prassi negoziale.

Secondo la nozione fornite dall'Associazione Bancaria Italiana (A.B.I.): "La *securitization* è una tecnica finanziaria mediante la quale i flussi di cassa derivanti da impieghi creditizi vengono selezionati ed aggregati al fine di costituire supporto finanziario e garanzia ai titoli rappresentativi di tali crediti, collocati nel mercato dei capitali"¹¹.

⁹ A. FRIGNANI, *La securitization come strumento di smobilizzo dei crediti di massa*, in *Foro it.*, 1995, V, c. 295, "È subito evidente che si tratta di una operazione complessa, con la presenza di vari soggetti, vari contratti ed innumerevoli varianti, di cui la *securitization* non rappresenta che un momento del tutto: una vera e propria <sineddoche> finanziaria".

¹⁰ C. TRIPP, *Securitisaton: a beginners' guide-part two*, in *Finance law focus*, 1997, osserva che "Somewhere in the world almost anything you can think of which can generate cash flow has be securitised (...). It is impossible to overemphasise the variety of assets that can and are being securitised around the world. If you can imagine an asset that produce a cash flow, or can be made to produce a cash flow, it's probably supporting an asset-backed security".

Si veda a tale riguardo Z. SHAW, *Introduction and the issuer's perspective*, in AA.VV., *Practical introduction to securitization*, Euromoney publications, 1996, p. 16 ss.

Per M. GRANIERI-A. RENDA, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia* (a cura di R. Pardolesi), *op. ult. cit.*, p. 8, "non esiste storicamente e statisticamente un solo tipo di *securitization*, anzi quasi ogni operazione di cartolarizzazione può dirsi fare storia a sé".

¹¹ Tale definizione ricalca pedissequamente quella fornita da J. BARMAT, *Securitization an Overview*, in *The handbook of asset-backed securities*, New York institute of finance, 1990.

Da ciò consegue che quasi tutte le attività esistenti, a fronte delle quali sorge un diritto, possono costituire oggetto di cartolarizzazione.

Le molteplici e successive definizioni enunciate in letteratura sono state indubbiamente influenzate dagli sviluppi operativi posteriori all'entrata in vigore della legge n. 130/1999, focalizzando prevalentemente l'analisi sul profilo della cessione onerosa in blocco di crediti, presenti e/o futuri, e la loro successiva trasformazione in titoli negoziabili.

Risulta indicativo, a tale riguardo, il provvedimento emanato dalla Banca d'Italia in data 29 marzo 2000¹², in cui si stabilisce che i crediti ceduti, i titoli emessi, i relativi interessi passivi e le altre operazioni compiute dalla società cessionaria (*Special Purpose Vehicle* o S.P.V.) nell'ambito del procedimento di cartolarizzazione non devono essere indicate né nel conto economico né nello stato patrimoniale della società veicolo, formando oggetto di rilevazione contabile in appositi allegati alla nota integrativa.

I suddetti allegati, inoltre, debbono contenere tutti i dati di carattere qualitativo e quantitativo necessari per una rappresentazione chiara e completa di ciascuna operazione¹³.

¹² Denominato "Schemi di bilancio delle società per la cartolarizzazione dei crediti" e pubblicato sulla G.U. 3 aprile 2000, n. 78.

¹³ La Banca d'Italia ha fornito, nel Bollettino di vigilanza n. 7/2001, p. 10, ulteriori chiarimenti e precisazioni in merito alle operazioni di cartolarizzazione, precisando che "le banche forniranno nella parte B della nota integrativa, in una nuova sezione 11.8 "operazioni di cartolarizzazione" da istituire per l'occorrenza, un'adeguata e completa informativa sulle strategie sottostanti all'operatività in cartolarizzazione nonché sui rischi, sulle relative procedure di monitoraggio e sui risultati economici connessi con le posizioni (in bilancio e "fuori bilancio") in essere verso le cartolarizzazioni.

Tale informativa riguarderà in particolare:

- a. la distinzione tra posizioni derivanti da operazioni di cartolarizzazione proprie e di terzi;
- b. la tipologia di strumenti finanziari detenuti (titoli *senior*, *mezzanine*, *junior*, ecc.); l'ammontare complessivo delle attività cartolarizzate, alla data di bilancio, sottostanti ai titoli *junior*, distinguendo per tipologia di attività (mutui ipotecari residenziali, *leasing*, carte di credito, titoli, ecc.) e per "qualità" (sofferenze, incagli, altre attività cedute dalla banca - attività proprie - e cedute da terzi);
- c. per i titoli *senior* e *mezzanine* i relativi importi distinti per tipologia (mutui ipotecari residenziali, *leasing*, carte di credito, titoli, ecc.) e "qualità" (sofferenze, incagli, altre attività) del portafoglio sottostante alla data di cartolarizzazione;
- d. le eventuali rettifiche di valore registrate sulle posizioni in essere verso le cartolarizzazioni; e. le eventuali interessenze in società veicolo;
- f. l'illustrazione dell'attività di *servicer* e di *arranger*.

In aggiunta a queste informazioni, le banche *originator* dovranno anche illustrare - nel bilancio relativo all'esercizio in cui viene realizzata l'operazione di cartolarizzazione - gli obiettivi e le modalità organizzative di ciascuna operazione, indicando anche il prezzo di cessione delle attività

Da tali elementi ritengo debba dedursi che i crediti ceduti non appartengano al patrimonio dello S.P.V., ai sensi e per gli effetti dell'art. 2740 c.c.¹⁴.

Quest'ultima considerazione risulta confermata dall'indirizzo ermeneutico adottato dall'amministrazione tributaria.

Secondo l'Agenzia delle entrate (risoluzione 26 febbraio 2002, n. 54/E), infatti, né le disposizioni contenute nella legge n. 130/1999, né il provvedimento emanato dall'Autorità di vigilanza esimono la società veicolo dall'annotazione delle operazioni all'interno delle scritture contabili obbligatorie, previste dall'art. 14 del D.P.R. n. 600/1973.

Le predette operazioni, tuttavia, pur essendo registrate sul libro giornale dello S.P.V., sono rappresentate in bilancio nei conti d'ordine e non danno luogo a redditi tassabili né a minusvalenze deducibili.

La Direzione generale delle entrate della Lombardia, invece, in un parere (prot. 24 novembre 2002, n. 81382) rilasciato in seguito ad un'istanza di interpello ritiene che dal prospetto informativo, redatto a corredo dell'offerta dei titoli, debba risultare l'indicazione degli utili previsti dall'operazione ed il relativo percettore (art. 2, comma 2, lett. h), legge n. 130/1999).

I medesimi utili, qualora permangano nella disponibilità giuridica della società veicolo, saranno ritenuti soggetti ad imposizione.

La sopra citata soluzione interpretativa appare privilegiare un'impostazione formalistica della questione, ignorando il fatto che lo S.P.V. costituisce, dal punto di vista ontologico, un soggetto senza

cartolarizzate, l'ammontare (al lordo e al netto delle preesistenti svalutazioni) delle medesime attività cartolarizzate e le relative tipologia e "qualità", l'esistenza di garanzie, la distribuzione per aree territoriali e per settori di attività economica dei debitori ceduti".

¹⁴ Si veda anche C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999 n. 130, cit.*, p. 397 ss.

M. BESSONE, *Cartolarizzazione dei crediti. <Soggetti>, disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, p. 9, "la società veicolo potrà assumere la forma giuridica di (...) società per azioni oppure invece accomandita per azioni o infine società responsabilità limitata. Sarà comunque per così dire *capital free* per le società di cartolarizzazione, essendo espressamente escluso un particolare requisito di capitalizzazione. E la distinzione tra patrimonio della società veicolo e massa patrimoniale <separata> e <segregata> di ogni singola cartolarizzazione avrà evidenza contabile nei documenti di bilancio e nella nota integrativa".

R. SALVATORI-G. LUSCHI, *Prime riflessioni in merito alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fisco*, 1999, p. 10651, "l'operazione di *securitization* si caratterizza non tanto per la cessione dei crediti dietro corrispettivo, quanto per la creazione di una struttura giuridica finalizzata a "segregare" un complesso di crediti - che producono flussi di cassa pluriennali - a garanzia dei titoli emessi e negoziabili sul mercato finanziario".

impresa, appositamente creato allo scopo di procedere alla segregazione della massa degli *assets* ed alla separazione patrimoniale degli stessi¹⁵.

Tutto ciò risulta strumentale alla destinazione esclusiva delle somme percepite dal cessionario al soddisfacimento delle finalità elencate nell'art. 1, comma 1, lett. b), della legge n. 130/1999, ovvero ad un'attività imprenditoriale priva di rilevanza reddituale¹⁶.

Le suddette argomentazioni hanno trovato puntuale riscontro nella circolare dell'Agenzia delle entrate del 6 febbraio 2003, n. 8/E, secondo la quale i risultati economici derivanti dalla gestione del patrimonio cartolarizzato non entrano nella disponibilità della società-veicolo, dal momento che il relativo vincolo di destinazione del patrimonio segregato esclude a priori un profilo di attribuzione del reddito rilevante a fini tributari.

L'art. 6 della legge n. 130/1999, infatti, non dispone espressamente in merito al regime impositivo applicabile.

Dal dettato normativo, tuttavia, si evince *a fortiori* il profilo di neutralità fiscale delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti poste in essere dallo S.P.V., dal momento che il patrimonio di destinazione risulta

¹⁵ Il provvedimento della Banca d'Italia del 23 agosto 2000, denominato "Disposizioni per le società di cartolarizzazione", stabilisce, nell'allegato 1, che: "Al fine di evitare confusioni tra i patrimoni delle singole operazioni di cartolarizzazione tra loro e con i beni della società veicolo è necessario che le somme di denaro relative alle operazioni siano depositate in appositi conti, sottorubricati o distinti per ciascuna operazione di cartolarizzazione. Le società veicolo, inoltre, avranno cura di tenere evidenze contabili, anche in forma elettronica, nelle quali sono annotate le operazioni effettuate distinte per ciascuna operazione di cartolarizzazione.

Tali evidenze, da aggiornare in via continuativa, sono strutturate in modo da consentire di:

- ricostruire in qualsiasi momento con certezza il complesso delle operazioni poste in essere relativamente a ciascuna operazione di cartolarizzazione;
- dare concreta attuazione alle disposizioni in materia di separatezza patrimoniale, assicurando la distinzione dei patrimoni delle singole operazioni di cartolarizzazione tra loro e da quelli della società.

A tal fine, assumono rilevanza i flussi informativi che le società per la cartolarizzazione attivano con i soggetti coinvolti a vario titolo nell'operazione".

¹⁶ Secondo F. CALLEGARO, *Securitization, tasse solo sui redditi residui*, in *Il Sole 24Ore* del 16 gennaio 2003, "Appare quindi lecito ritenere che il parere, rilasciato dalla Direzione Regionale delle Entrate, possa intendersi come un riconoscimento della sussistenza dell'obbligo di presentare la dichiarazione fiscale limitatamente a quei soli redditi afferenti l'operazione di cartolarizzazione i quali, per effetto di legge ovvero per accadimenti interessanti l'evoluzione dell'operazione di cartolarizzazione, non vengano più ad assumere quei connotati di separatezza assoluta che comportano inoltre, per la Spv, la relativa indisponibilità giuridica (separatezza che appare ad avviso di chi scrive costituire uno dei principali elementi, se non il fondamentale, che concorre a determinare l'indisponibilità giuridica del "patrimonio segregato" nei termini richiamati dalla Direzione Regionale delle Entrate), rendendo di conseguenza la Spv soggetto diretto percipiente i redditi derivanti dall'operazione".

vincolato esclusivamente per il soddisfacimento dei portatori dei titoli, sui quali viene trasferito il relativo rischio di insolvenza (c.d. effetto *off-balance sheet*).

Soltanto in seguito all'avvenuto rimborso dei titoli emessi ed al pagamento dei relativi interessi, nonché di tutte le spese connesse e/o conseguenti alla *securitization*, la società-veicolo potrebbe entrare in possesso dell'eventuale residuo attivo di gestione, qualora tale eventualità risulti contrattualmente stabilita, con conseguente assoggettamento ad imposizione dello stesso¹⁷.

In realtà, le operazioni suddette possono realizzarsi anche attraverso differenti modalità, potendo rispondere ad una pluralità di intenti (art. 7, legge n. 130/1999).

Lo schema giuridico principale, adottato *in subiecta materia* dal legislatore nazionale, consiste nella cessione onerosa in blocco di crediti dall'*originator* ad una società-veicolo, la quale provvede contestualmente, al fine di reperire la provvista necessaria per il pagamento del relativo prezzo di cessione, all'emissione di strumenti finanziari da collocare sul mercato dei capitali.

Le modalità della cessione (generalmente *pro soluto*) ed il conseguente trattamento fuori bilancio dei crediti iscritti nelle poste attive del cedente (c.d. effetto *off-balance sheet*), la segregazione degli *assets* ceduti e la natura di patrimonio separato dei beni appartenenti allo S.P.V., la precipua caratteristica dei titoli emessi di essere ad esigibilità limitata

¹⁷ Per i profili tributari si vedano: R. LUPI, *Profili fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Rass. trib.*, 2000, p. 386 ss.; F. DEZZANI, *Securitization: il bilancio della "società veicolo"*, in *Consulente dell'impresa commerciale industriale*, 2002, p. 949 ss.; C. NAVONE, *I profili fiscali della securitization*, in *Rass. trib.*, 2002, p. 22 ss.

Per R. PARISOTTO, <Esentasse> le cartolarizzazioni, in *Il Sole 24Ore* del 7 febbraio 2003, "Le operazioni di cartolarizzazione sono dunque caratterizzate - nel durante - da una serie continua di flussi finanziari:

- flussi attivi del patrimonio separato, costituiti dagli incassi derivanti dai crediti cartolarizzati e dai proventi derivanti dall'investimento temporaneo della liquidità;
- flussi passivi, costituiti dal pagamento dei costi dell'operazione e dal versamento delle cedole e dal rimborso del capitale.

I flussi attivi costituiscono un'unica entità che, in base alle disposizioni della legge 130/1999, può essere utilizzata esclusivamente per il pagamento dei flussi passivi, ragione per cui è preclusa alla società-veicolo ogni diversa destinazione delle somme sino al completamento dell'operazione. Ne deriva che nel corso dell'operazione la Spv non ha in alcun modo la disponibilità né giuridica né fiscale di tali flussi attivi e solo a conclusione, una volta soddisfatti tutti i creditori, l'eventuale eccedenza potrà entrare nella sua disponibilità se così stabilito negozialmente (vedi prospetto informativo). Tutto ciò trova coerente esposizione ai fini di bilancio nei termini previsti dalla Banca d'Italia".

(c.d. *limited recourse*), inducono a ritenere che il modello principale tenuto in considerazione dal legislatore sia rappresentato dai sistemi di *trust law*¹⁸.

L'art. 7, comma 2, lett. a), invece, estende l'ambito di applicazione della legge anche ad operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante l'erogazione di un finanziamento, concesso dalla società emittente ad un altro soggetto.

In tale fattispecie, sulla falsariga del modello di *participation* in cui il flusso di cassa dal veicolo al soggetto finanziato integra gli estremi di un accordo di provvista, i crediti di cui dispone il beneficiario restano nella sua esclusiva titolarità e la restituzione del finanziamento viene subordinata al pagamento dei crediti da parte dei debitori principali.

L'art. 7, comma 2, lett. b), infine, si ispira espressamente al modello franco-ispanico, ovvero alla cessione dei crediti ad un fondo comune, gestito da una società appositamente creata ed incaricata di provvedere all'emissione dei titoli partecipativi.

I flussi finanziari derivanti dalla sottoscrizione delle quote del fondo, al netto delle relative commissioni, vengono trasferiti dalla società di gestione all'*originator*.

L'eterogeneità dei modelli organizzativi sopra descritti rende assai difficoltoso procedere ad una qualificazione unitaria, dal punto di vista causale, delle operazioni di titolarizzazione.

Una parte della dottrina ritiene che le suddette operazioni, pur svolgendosi attraverso una complessa sequenza procedimentale ed

¹⁸ E. ANDREOLI, *op. ult. cit.*, p. 49, nota 10, "Nel sistema anglosassone il successivo trasferimento dell'alea contrattuale, inerente al portafoglio di crediti oggetto di smobilizzo, dal veicolo finanziario agli investitori sottoscrittori delle *notes*, è conseguito tramite il ricorso al *trust*. Il *trustee* viene nominato appositamente per gestire i diversi rapporti giuridici originati, per il tramite del veicolo finanziario, tra la società e gli investitori secondo diverse modalità e tipologie. In ultima analisi il ruolo principale del *trustee* è quello di detenere la proprietà dell'intero portafoglio di crediti (il cui rimborso è utilizzato per il pagamento delle *notes* o per il rimborso del finanziamento) senza quindi dover ripartire la titolarità dei crediti tra la moltitudine degli investitori".

A. FRIGNANI, *Trust e cartolarizzazione*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 21, "Solo il *trust* consente di conseguire tutti gli obiettivi disparati che la legge si prefigge nell'assegnare a banche e a intermediari assimilati il compito di esigere i crediti vantati dal cessionario nei confronti dei terzi, salvaguardando al tempo stesso la destinazione esclusiva di questi fondi agli scopi fissati dalla legge stessa".

intercorrendo tra una pluralità di soggetti, configurino un unico tipo negoziale, avente prevalente funzione di scambio¹⁹.

Nella *securitization* si verificherebbe, secondo tale impostazione, una perfetta coincidenza tra la funzione economica e quella giuridica.

La pluralità di partecipanti all'operazione e l'esistenza di distinti rapporti, ciascuno caratterizzato da uno specifico profilo funzionale, costituiscono, secondo una contraria opinione, indice rivelatore dell'esistenza di una molteplicità di rapporti negoziali²⁰.

Per A. VICARI, *Cartolarizzazione dei crediti e credit linked notes: oscillando tra trust e contratto*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 535, "Quello che emerge da questo documento legislativo è un *trust* mutilo".

¹⁹ Per G. SCAGLIARINI, *op. ult. cit.*, p. 70 ss., "Nella *securitization* esiste certamente una causa di scambio che si realizza nell'ambito del rapporto tra *originator* e *special purpose vehicle*. A questa si aggiunge il pagamento del prezzo della cessione attraverso l'emissione ed il collocamento dei titoli rappresentativi dei crediti ceduti, attività queste che non possono essere definite di finanziamento in senso stretto, in quanto non comportano l'erogazione di alcunché né a favore del cedente né a favore del cessionario o dell'emittente (...). Tra le due attività (quella traslativa di uno o più crediti e quella consistente nella prestazione di un servizio di investimento) esiste un'intima connessione, data dalla stretta interdipendenza che lega fra loro le varie fasi dell'operazione: così la cessione dei crediti non può restare fine a se stessa in quanto il cedente riceverà l'intero corrispettivo pattuito solo all'esito dell'emissione e del collocamento dei titoli incorporanti i crediti ceduti. È poi evidente che il cedente non si propone solo di liberarsi della disponibilità di una serie di crediti, ma di regola si adopera anche per la corretta gestione di questi crediti (attraverso il servizio di *servicing*), al fine di garantirne il pagamento per il buon fine dell'intera operazione. A sua volta il cessionario acquista i crediti non semplicemente per ottenerne il pagamento dai debitori ceduti, ma anzitutto per incorporare tali crediti in titoli da collocare presso il pubblico degli investitori, al fine di ricavare quanto necessario per il pagamento del corrispettivo della cessione. Inoltre il cessionario mirerà certamente a lucrare la differenza tra il prezzo pattuito per l'acquisto dei crediti ed il prezzo del collocamento dei titoli incorporanti i crediti ceduti, ma avrà allo stesso tempo tutto l'interesse a far sì che i crediti siano correttamente gestiti per garantire il pagamento degli investitori attraverso i denari incassati dai debitori ceduti. Da ultimo anche i sottoscrittori dei titoli così emessi avranno presente la necessità che i debitori ceduti adempiano le loro obbligazioni, in quanto dalla solvibilità di questi ultimi dipenderà il rendimento dei titoli acquistati e proprio mediante i pagamenti eseguiti dai debitori ceduti otterranno il pagamento degli interessi ed il rimborso del capitale investito. Possiamo quindi concludere che la *securitization* è un contratto plurilaterale in quanto vede la partecipazione necessaria di almeno tre soggetti (l'*originator*, lo *special purpose vehicle* e gli investitori finali) i quali sono accomunati da uno scopo comune, rappresentato dall'interesse alla corretta gestione dei crediti ceduti ed il corretto adempimento delle obbligazioni trasferite, elementi questi che garantiranno il buon esito dell'intera operazione".

²⁰ Secondo G. L. RABITTI, *Project finance e collegamento contrattuale*, in *Trattato* diretto da F. Galgano, 1997, p. 198, si configura "una fattispecie di collegamento che esprime una funzione ulteriore rispetto alla causa propria dei singoli contratti".

A. VICARI, *op. ult. cit.*, p. 532, "La cartolarizzazione è un'operazione unitaria sotto il profilo della causa - il finanziamento dell'impresa - ma strutturalmente complessa perché composta da una serie di negozi collegati. Il suo schema è variabile e dipende dalle esigenze delle parti coinvolte e dalle circostanze della singola operazione".

Ne consegue che la necessaria unità economica dell'operazione, pertanto, può essere concretamente realizzata, sotto il profilo giuridico, soltanto mediante un'attività di collegamento negoziale, intercorrente tra le pattuizioni sottese al raggiungimento dell'obiettivo prestabilito dai rispettivi partecipanti²¹.

Altri autori, traendo degli argomenti di riflessione dall'ampio processo di mobilitazione e di disintermediazione della ricchezza cui si accennava in precedenza²², preferiscono spostare l'oggetto dell'indagine prevalentemente sull'aspetto economico e sulla natura neutra, anche dal punto di vista causale, dell'intera fattispecie²³.

Da quest'ultima considerazione, volta a porre in rilievo i preminenti assetti economico-finanziari dell'intera operazione, potrebbe scaturire un parallelismo funzionale tra le operazioni di cartolarizzazione ed i modelli organizzativi realizzati in tema di contratti associativi, laddove è stato pienamente superato, dalla maggioranza della dottrina e della giurisprudenza di legittimità, il criterio discrezionale causale, pervenendosi all'accettazione di un profilo istituzionale sostanzialmente neutro²⁴.

Si veda anche, *ex plurimis*, C. RUCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 411 ss.

²¹ E. ANDREOLI, *op. ult. cit.*, p. 50, "Nei suoi tratti essenziali l'operazione prevede la stipula di contratti tra loro strutturalmente collegati, e contraddistinti anche sotto il profilo prettamente economico dell'operazione, da un medesimo indirizzo unitario. (...) sotto il profilo della raccolta di capitali da parte del veicolo finanziario, l'operazione si caratterizza per il collegamento che sussiste tra il contratto di cessione dei crediti (o di finanziamento) concluso tra l'impresa cedente ed il veicolo finanziario da un lato e, dall'altro, i negozi necessari al veicolo finanziario per raccogliere i fondi".

²² Per A. CECCATELLI, *Presentazione*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia: i vantaggi per le banche e per il mercato finanziario, le tecniche e gli strumenti giuridici da adottare, cit.*, p. 7 ss., "Questa tecnica si inquadra nel più generale processo di disintermediazione che ha visto il mercato finanziario erodere posizioni detenute in passato dal sistema bancario. Titoli negoziabili si sono sostituiti ai tradizionali strumenti creditizi, riducendo in tal modo sia l'attivo che il passivo dei bilanci bancari. Non sfugge, pertanto, come la *securitization* offra alle banche l'occasione per un balzo in avanti, nella direzione della modernizzazione della gestione e nella capacità di offrire alla clientela servizi ad elevato valore aggiunto. L'esperienza internazionale sta a dimostrare come le banche più aperte all'innovazione abbiano saputo utilizzare la diffusione della *securitization* per rafforzare la propria posizione sia sul mercato bancario in senso stretto sia sul mercato dei capitali nell'accezione più ampia del termine".

²³ Per F. MAIMERI, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 239, "La regolamentazione dell'operazione deve rappresentare uno strumento neutro, da utilizzare a prescindere dalla tipologia dei crediti ceduti; sarà poi il mercato a selezionare le offerte ed a assicurare il successo delle singole iniziative".

²⁴ Fondamentale importanza rivestono, sotto quest'ultimo profilo, gli scritti di G. SANTINI, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, p. 151 ss., nonché di G. MARASÀ, *Le società senza scopo di lucro*, Milano, 1984.

3. Sulla scorta delle argomentazioni sin qui riportate e tenendo in debito conto i dati raccolti dall'osservazione della complessa realtà fenomenica, ritengo plausibile procedere ad un tentativo definitorio unitario delle operazioni di *securitization*.

La cartolarizzazione costituisce un'operazione soggettivamente ed oggettivamente complessa (art. 1, legge n. 130/1999) caratterizzata da finalità economiche e giuridiche unitarie, risultanti dal collegamento di una pluralità di negozi giuridici, volta allo smobilizzo e/o al realizzo di *assets* patrimoniali -preferibilmente omogenei²⁵- costituenti beni (presenti e/o futuri, materiali e/o immateriali, mobili e/o immobili)²⁶, nonché la loro successiva trasformazione in strumenti finanziari da collocare sul mercato.

L'omogeneità degli *assets*, pur non essendo caratteristica indefettibile dell'operazione, facilita la gestione cumulativa degli stessi e consente la realizzazione di economie di scala, unitamente alla possibilità di ripartire con maggiore semplicità le eventuali insolvenze o il mancato incasso dei profitti, programmati in seguito all'analisi dei relativi flussi finanziari.

La predetta definizione, pur supponendo un programma univoco sotto il profilo funzionale, implica la sussistenza di una molteplicità di rapporti negoziali tra loro collegati²⁷, i quali saranno oggetto di specifica indagine nel corso della presente trattazione.

Si veda a tale proposito anche P. GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 516 ss.

²⁵ Si consulti l'opera collettanea di F. COLAGRANDE-L. F. FIORE- M. GRIMALDI -D. PRANDINA, *Le operazioni di securitization*, Milano, 1999, p. 13 ss.

²⁶ R. PARDOLESI, *Presentazione*, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, cit., p. XVIII, definisce la *securitization* "espressione dell'intreccio tra *law and finance*".

Per G. FAUCEGLIA, *op. ult. cit.*, p. 3, "In sostanza, la l. n. 130/99 ha di fatto creato un "*bene di secondo grado*", in ragione del quale i partecipanti al fenomeno dello scambio <pervergono ad una collocazione finale di risorse migliore per entrambe rispetto a quella di partenza>, e tanto avviene proprio grazie alla possibilità di far circolare, sotto forma di *securities*, diritti di credito originati da attività più disparate".

Nello stesso senso M. BESSONE, *op. ult. cit.*, p. 3, secondo il quale "Con la "cartolarizzazione" da "crediti" e "cessione di crediti" si derivano come "beni di secondo grado" consistenti quantità di "strumenti finanziari", con tutti i risultati di segno positivo che non sarà più il caso di ricordare".

²⁷ Per M. BESSONE, *op. ult. cit.*, p. 4, "si tratta di valutare una complessa trama di soggetti, loro attività, loro contratti, conseguenti rapporti obbligatori e la organizzazione di tutto questo nelle forme di un procedimento inevitabilmente assai complesso. O meglio nelle forme di un complesso insieme di procedimenti. Quelli giusprivatistici costituiti dalla serie dei contratti in senso tecnico *collegati* variamente conclusi da cedente, società *veicolo*, prestatori di garanzie e altri ancora. E quelli giuspubblicistici nella generalità dei casi costituiti dagli interventi con finalità di pubblica

Tutto ciò trova puntuale riscontro nell'analisi dei dati normativi, da cui si evince che l'intero procedimento si fonda, nella sua generica complessità, sopra un collegamento sequenziale normativamente tipizzato, in cui contratti strutturalmente autonomi contribuiscono allo svolgimento di una funzione ulteriore²⁸, la cui concreta individuazione sarà probabilmente possibile solo attraverso l'attenta osservazione della specifica e peculiare tipologia di interessi sottostanti²⁹.

Per quanto concerne l'oggetto dell'operazione, invece, va rilevata la parziale cognizione del complesso fenomeno posta in essere da quei commentatori che, traendo spunto dal *nomen juris* della legge n. 130/1999, hanno limitato ai crediti pecuniari il relativo ambito di osservazione.

Anche la nozione di credito pecuniario, riferita ad una prospettiva esegetica che prescinda parzialmente dal dato normativo letterale, deve essere intesa in senso lato, ovvero come caratteristica non sussistente sin dall'origine, allo scopo di ricomprendere all'interno delle operazioni di cartolarizzazione ogni attività suscettibile di valutazione finanziaria, derivante da beni materiali e/o immateriali, nonché da utilità e/o da valori economici agli stessi sottesi.

vigilanza volta a volta attivati da autorità di governo (il Tesoro), Banca d'Italia, Consob e altri ancora”.

²⁸ F. MURATORI, in *Aspetti giuridici e fiscali delle operazioni di securitisation*, in *Resp. comunicazione, impresa*, 1997, p. 360, ritiene che “elemento caratterizzante l'insieme dei contratti è l'interrelazione esistente fra gli stessi, interrelazione determinata da una causa comune che trascende i singoli contratti ed è funzionale all'emissione di titoli privi della garanzia patrimoniale generica dell'emittente”.

Per R. SACCO, *La qualificazione*, in R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, II, 1993, p. 468 ss., “Ogni catena di contratti cosiddetti collegati è, dal punto di vista logico, un unico contratto” e, quindi, ciascuno di essi “non è un regolamento di interessi. È un frammento di regolamento”.

G. GUERRIERI, *Commento all'art. 1*, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, (a cura di) A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1007, segnala il duplice collegamento instaurato dall'art. 1 tra negozio di cessione e negozio di emissione.

Si veda anche C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999, p. 214 ss.

²⁹ A. PETRAGLIA, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti: brevi riflessioni*, in *Corriere giur.*, 1999, p. 1072 ss.

Si veda M. GRANIERI, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, *cit.*, p. 11 ss.

4. Le predette considerazioni risultano indirettamente avvalorate, oltre che dalla concreta prassi delle operazioni negoziali, anche dalla legge 15 giugno 2002, n. 112, mediante la quale è stato convertito, con modificazioni, il decreto-legge 15 aprile 2002, n. 63, recante “Disposizioni finanziarie e fiscali urgenti in materia di riscossione, razionalizzazione del sistema di formazione del costo dei prodotti farmaceutici, adempimenti ed adeguamenti comunitari, cartolarizzazioni, valorizzazione del patrimonio e finanziamento delle infrastrutture”.

Attraverso gli articoli 7, commi 10, 11 e 12, e 8, commi 1, 4, 5 e 10, sono state istituite la Patrimonio dello Stato S.p.A. e la Infrastrutture S.p.A.³⁰, allo scopo di procedere alla valorizzazione, alla gestione ed

³⁰ Di seguito si riportano parzialmente le citate disposizioni, contenute nella legge 15 giugno 2002, n. 112:

Art.7.10.- Alla Patrimonio dello Stato S.p.A. possono essere trasferiti diritti pieni o parziali sui beni immobili facenti parte del patrimonio disponibile e indisponibile dello Stato, sui beni immobili facenti parte del demanio dello Stato e comunque sugli altri beni compresi nel conto generale del patrimonio dello Stato di cui all’art. 14 del decreto legislativo 7 agosto 1997, n. 279, *ovvero ogni altro diritto costituito a favore dello Stato* (il corsivo è nostro).

Modalità e valori di trasferimento e di iscrizione dei beni nel bilancio della società sono definiti con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze, anche in deroga agli articoli 2254, 2342 e seguenti del codice civile. Il trasferimento può essere operato con le modalità e per gli effetti previsti dall’articolo 3, commi 1, 16, 17, 18 e 19 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, escluse le norme concernenti la garanzia per vizi e per evizione previste dal citato comma 19.

Il trasferimento di beni di particolare valore artistico e storico è effettuato di intesa con il Ministro per i beni e le attività culturali. Il trasferimento non modifica il regime giuridico, previsto dagli articoli 823 e 829, primo comma, del codice civile, dei beni demaniali trasferiti.

Restano comunque fermi i vincoli gravanti sui beni trasferiti e, sino al termine di scadenza previsto nel titolo, i diritti di godimento spettanti a terzi.

Art.7.11.- *La società può effettuare operazioni di cartolarizzazione, alle quali si applicano le disposizioni contenute nel decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001 n. 410* (il corsivo è nostro).

Art.7.12.- *I beni della Patrimonio dello Stato S.p.A. possono essere trasferiti esclusivamente a titolo oneroso alla società di cui all’art. 8 con le modalità previste al comma 10* (il corsivo è nostro).

Art.8.1.- La Cassa depositi e prestiti è autorizzata a costituire, anche con atto unilaterale, una società per azioni denominata “Infrastrutture S.p.A.”; non si applicano le disposizioni dell’articolo 2362 del codice civile. La società ha sede a Roma. Il capitale iniziale è pari a euro 1 milione, da versare interamente all’atto della costituzione; i successivi aumenti del capitale sono determinati con decreto del Ministro dell’economia e delle finanze e possono essere sottoscritti dalla Cassa depositi e prestiti, *anche a valere sulla cartolarizzazione di una parte dei propri crediti* (il corsivo è nostro), individuati tenendo conto dei principi di convenienza economica e di salvaguardia delle finalità di interesse pubblico della Cassa stessa. Le azioni della società non possono formare oggetto di diritti a favore di terzi; ne è ammesso il trasferimento con la preventiva autorizzazione del Ministro dell’economia e delle finanze.

Art.8.4.- (...) La società può destinare i propri beni e i diritti relativi a una o più operazioni di finanziamento al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti

all'alienazione del patrimonio pubblico, nonché a garantire il finanziamento sotto qualsiasi forma delle grandi opere pubbliche³¹.

di cui al comma 5. I beni e i diritti così destinati costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quelli relativi alle altre operazioni.

Dalla data dell'emissione dei titoli da parte della società o della concessione dei finanziamenti da essa assunti, su ciascun patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di qualsiasi creditore diverso dai portatori dei titoli emessi ovvero dei concedenti i finanziamenti.

Delle obbligazioni nei confronti dei portatori dei titoli e dei concedenti i finanziamenti, nonché di ogni altro creditore nell'ambito di ciascuna operazione, risponde esclusivamente il patrimonio separato con i beni e i diritti destinati. Per ciascuna operazione può essere nominato un rappresentante comune dei portatori dei titoli, il quale ne cura gli interessi e in loro rappresentanza esclusiva esercita i poteri stabiliti in sede di nomina e approva le modificazioni delle condizioni dell'operazione. Le cessioni di beni in favore della società da parte dello Stato, degli enti pubblici non territoriali e di società interamente controllate dallo Stato sono operate con le modalità di cui al comma 10, dell'articolo 7 (...).

Art.8.5.- La società raccoglie la provvista necessaria mediante l'emissione di titoli e l'assunzione di finanziamenti. I titoli sono strumenti finanziari e agli stessi si applicano le disposizioni del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. L'organo amministrativo delibera sull'emissione e le caratteristiche dei titoli. *Alla società si applicano il comma 2 dell'articolo 5 della legge 30 aprile 1999, n. 130, e le disposizioni contenute nel titolo V del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, ad esclusione dell'articolo 106, commi 2, 3, lettere b) e c), e 4, nonché le corrispondenti norme sanzionatorie previste dal titolo VIII del medesimo testo unico (...)* (il corsivo è nostro).

Art.8.10.- *Ai titoli e ai finanziamenti di cui al comma 5 si applica lo stesso trattamento previsto nell'articolo 2, comma 5, del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410 (...)* (il corsivo è nostro).

³¹ Nell'art. 9, comma 1-bis, della legge n. 112/02, è stabilito che: "Gli enti pubblici di cui alla legge 4 dicembre 1956, n. 1404, sono definitivamente soppressi. Conseguentemente: i loro immobili possono essere alienati con le modalità previste al capo 1 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410. I relativi decreti dirigenziali sono adottati dal Ministero dell'economia e delle finanze - Dipartimento della Ragioneria generale dello Stato. I proventi delle vendite degli immobili ed ogni altra somma derivata e derivante dalla liquidazione sono versati all'entrata del bilancio dello Stato".

Gli immobili sono stati individuati mediante il d.m. 10 giugno 2003, pubblicato sulla G.U. del 1° luglio 2003, n. 150.

Con i commi 4-bis e 5 della medesima normativa si apportano, rispettivamente, le seguenti modificazioni alla legge 23 novembre 2001, n. 410: "All'articolo 3 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, sono apportate le seguenti modificazioni:

a) al comma 5, dopo il secondo periodo, è inserito il seguente: "La vendita si considera frazionata esclusivamente nel caso in cui ciascuna unità immobiliare sia offerta in vendita singolarmente a condizioni specificamente riferite a tali unità";

b) dopo il comma 7, è inserito il seguente: "7-bis. Ai conduttori delle unità immobiliari ad uso diverso da quello residenziale, nell'ipotesi di vendita in blocco, spetta il diritto di opzione all'acquisto a mezzo di mandato collettivo, a condizione che questo sia conferito dai conduttori che rappresentano il 100 per cento delle unità facenti parte del blocco oggetto di vendita. Il prezzo di acquisto è quello risultante all'esito della procedura competitiva. Le modalità ed i termini di esercizio del diritto di opzione stabilito dal presente comma sono determinati con i decreti di cui al comma 1".

Dall'analisi del dettato normativo risulta di indubbia evidenza il fatto che ogni diritto costituito a favore dello Stato può essere astrattamente alienato facendo ricorso alla tecnica della *securitization*.

La presente conclusione ha trovato ulteriore conferma nell'art. 84 della legge 27 dicembre 2002, n. 289, il quale, oltre ad aver regolamentato le operazioni di finanza strutturata intraprese per la privatizzazione del patrimonio immobiliare delle regioni, degli enti locali e degli altri enti pubblici³², sancisce, al comma 9, l'estensione della tecnica procedimentale suddetta anche ai crediti, di qualsiasi natura, appartenenti all'amministrazione statale³³.

L'estensione dell'ambito oggettivo appare inevitabile soprattutto nelle *syntetic securities*, laddove non si verifica la cessione degli *assets* ad uno S.P.V., bensì del relativo rischio di insolvenza, risultando le attività cedute direttamente trasformate dall'*originator* in strumenti finanziari da collocare sul mercato.

Un soggetto terzo (solitamente una *investment bank*) si obbliga, dietro pagamento di un corrispettivo, a fornire copertura nel caso in cui si verifichi un evento di *default*. Tale copertura può attuarsi mediante un contratto di assicurazione dei crediti o, più comunemente, attraverso il ricorso all'utilizzo di strumenti derivati (*credit default swaps*)³⁴.

All'articolo 6 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, il comma 3-*bis* è sostituito dal seguente: "3-*bis*. Alle cessioni ed ai conferimenti ai fondi di investimento immobiliare istituiti ai sensi degli articoli 37 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e 14-*bis* della legge 25 gennaio 1994, n. 86, si applica l'art. 37-*bis* del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600.

Ai conferimenti di beni ai medesimi fondi non si applicano, in ogni caso, le disposizioni del decreto legislativo 8 ottobre 1997, n. 358".

Per le modalità di individuazione degli immobili di proprietà degli enti soppressi da destinare ad operazioni di cartolarizzazione si rinvia al decreto del Ministro dell'economia del 10 giugno 2003.

³² Art. 84, comma 1, legge 27 dicembre 2002, n. 289, "Le regioni, le province, i comuni e gli altri enti locali sono autorizzati a costituire o a promuovere la costituzione, anche attraverso soggetti terzi, di più società a responsabilità limitata con capitale iniziale di 10.000 euro, aventi ad oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei proventi derivanti dalla dismissione dei rispettivi patrimoni immobiliari".

³³ Art. 84, comma 9, legge 27 dicembre 2002, n. 289, "All'articolo 15, comma 1, della legge 23 dicembre 1998, n. 448, e successive modificazioni, alla fine del primo periodo sono aggiunte le seguenti parole <ovvero di altri crediti dello Stato e di altri enti pubblici>.

³⁴ Una cartolarizzazione sintetica è stata effettuata in data 19 febbraio 2002 dal gruppo Unicredit. L'operazione, del valore di 2,75 miliardi di euro, ha avuto per oggetto un portafoglio di prestiti concessi a piccole e medie imprese. Attraverso i derivati di credito l'azienda bancaria ha trasferito il rischio di insolvenza su di un istituto internazionale e sul mercato, mediante l'emissione di serie distinte di titoli subordinati (*junior and senior notes*). In altre parole l'Unicredit ha acquistato

The *Basel Committee on banking supervision*³⁵ individua due modelli tipologici di titolarizzazione:

- le cartolarizzazioni tradizionali, caratterizzate dal trasferimento legale o economico di attività o di obblighi da un'istituzione cedente ad una parte terza, solitamente denominata S.P.V., che emette *asset-backed securities*, le quali rappresentano ragioni di credito nei confronti di specifici *pool* di attività;

- le cartolarizzazioni sintetiche, ovvero operazioni strutturate nelle quali le banche usano *credit derivatives* per trasferire a terzi il rischio di credito, specificamente individuato, di un determinato *pool* di attività³⁶.

protezione dalla banca internazionale (mediante un *senior credit default swap*) per una percentuale pari all'86,5 per cento del portafoglio di attività cedute e, per la parte residua (attraverso un *junior credit default swap*), dalla società-veicolo costituita *ad hoc*. Quest'ultima ha riversato il rischio sul mercato, emettendo cinque *tranches* di titoli, aventi durata decennale ed un differente grado di postergazione in caso di insolvenza, corrispondente al diverso livello di *rating*. Durante i primi tre anni dall'emissione il portafoglio è *revolving* o di tipo rotativo, ovvero i crediti in scadenza verranno rimborsati mediante la sottoscrizione di nuovi prestiti aventi *rating* analogo.

Nel luglio 2003 Banca Intesa S.p.A. ha aperto la strada alla prima operazione di cartolarizzazione immobiliare avente natura sintetica. L'istituto di credito ha emesso 450 milioni di euro di C.M.B.S. (*Commercial Mortgage Backed Securities*) al fine di cedere sul mercato, mediante l'utilizzo di strumenti derivati, il rischio generato da un finanziamento ipotecario, concesso ad un fondo di investimento statunitense per l'acquisto di una società immobiliare. La peculiarità dell'operazione consiste nel fatto che l'intera struttura si fonda sopra un unico credito in luogo di un portafoglio diversificato di prestiti, nonché sulla duplicazione del rischio di controparte. Quest'ultimo non riguarda solamente il merito di credito del soggetto finanziato, bensì anche il rischio di *performance* del *servicer* che si occupa della vendita degli immobili facenti parte del fondo stesso.

Sulle cartolarizzazioni sintetiche si vedano gli articoli di A. FABBRI, *Le synthetic securitization: struttura, caratteristiche economiche e logiche di valutazione*, in *Bancaria*, 1/2001 p. 54 ss. e *Le synthetic securitization: un confronto con le operazioni classiche*, in *Bancaria*, 3/2001 p. 53 ss.

³⁵ In *Asset securitization consultative document*, 2001.

Cfr. J. R. PETERSON, *Basel 2: mixed bag for securitization*, in *ABA banking journal*, 9/2001, p. 59 ss.; C. D'AURIA-M. MARANGONI, *Le proposte di Basilea su asset securitization: differenze con la normativa italiana e riflessi per la supervisione*, in *Bancaria*, 9/2001, p. 68 ss.

³⁶ Anche la Banca d'Italia ha stabilito, nel Bollettino di vigilanza n. 7/2001, p. 8, che "Le attività cedute alla società-veicolo per la loro successiva cartolarizzazione, coerentemente con quanto previsto dalle vigenti istruzioni per la compilazione della matrice dei conti, non devono formare oggetto di rilevazione nell'attivo della banca cedente. La rimozione delle attività cedute dallo stato patrimoniale del cedente va effettuata in contropartita del corrispettivo ricevuto. *Nello stato patrimoniale della banca cedente devono, invece, continuare ad essere rilevate le attività oggetto di operazioni di "cartolarizzazione sintetica", nelle quali si realizza il solo trasferimento del rischio di credito per il tramite di derivati creditizi (il corsivo è nostro)*".

Successivamente la Banca d'Italia ha definito, nel Bollettino di vigilanza n. 12/2001, p. 13, le operazioni innovative di cartolarizzazione nelle quali:

"1) i crediti oggetto di cartolarizzazione includono anche titoli che incorporano derivati su crediti, titoli derivanti da altre operazioni di *securitization*, oppure attività subordinate emesse da banche o enti finanziari;

Le operazioni di *securitization* includono, in questa ampia accezione, anche le attività di *repackaging*, le quali hanno per oggetto l'acquisto di un portafoglio titoli già esistente e la successiva rinegoziazione o ristrutturazione delle scadenze dei pagamenti, connessi ai rapporti obbligatori sottostanti³⁷. Ma vi è di più.

Attraverso l'art. 2 del decreto-legge 9 maggio 2003, n. 102, - non convertito - erano state apportate delle ulteriori modificazioni alla legge 23 novembre 2001, n. 410³⁸, dalle quali risulta comunque possibile trarre alcune considerazioni di carattere esegetico.

2) il portafoglio crediti oggetto di cartolarizzazione (o una sua quota parte) è associato a contratti derivati su crediti in forza dei quali, al verificarsi di condizioni contrattualmente previste (*credit event*), il veicolo (che assume la posizione di *protection seller*) sostituisce il portafoglio crediti con le *reference obligation*;

3) il trasferimento a terzi del rischio di credito gravante su un determinato portafoglio è realizzato mediante più contratti derivati su crediti, in uno dei quali una società veicolo si pone come *protection seller* e procede alla cartolarizzazione di una quota del rischio stesso (cartolarizzazioni sintetiche)".

³⁷ Secondo G. RUMI, *op. ult. cit.*, p. 460, "Le operazioni di *repackaging* possono rispondere ad una molteplicità di esigenze, quali la differenziazione dei flussi di cassa come la modifica del *credit risk* ovvero la creazione, nell'ambito della medesima cartolarizzazione, di una pluralità di tipologie di titoli, aventi scadenza, *rating* e grado di rischio differenti assunti da molteplici investitori".

³⁸ Denominato "Disposizioni urgenti in materia di valorizzazione e privatizzazione del patrimonio pubblico" (in G.U. del 12 maggio 2003, n. 108).

Di seguito si riporta integralmente il testo dell'art. 2, comma 1, del d.l. 9 maggio 2003, n. 102:

1. Dopo il comma 15 dell'articolo 3 del decreto-legge 25 settembre 2001, n. 351, convertito, con modificazioni, dalla legge 23 novembre 2001, n. 410, sono inseriti i seguenti:

"15-bis. Ai fini della e con le procedure di cui al primo periodo del comma 15, il Ministero dell'economia e delle finanze, attraverso l'Agenzia del demanio, può promuovere la costituzione, con la partecipazione dei comuni interessati, di apposite società per azioni miste, denominate, ai sensi dell'articolo 120 del testo unico delle leggi sull'ordinamento degli enti locali, approvato con decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, e successive modificazioni, società di trasformazione urbana. L'Agenzia del demanio individua gli azionisti privati delle società di trasformazione urbana tramite procedura di evidenza pubblica. Alle società di trasformazione urbana, costituite ai sensi del presente comma, possono essere conferiti o attribuiti, a titolo di concessione, singoli beni immobili o compendi immobiliari di proprietà dello Stato, individuati dall'Agenzia del demanio, d'intesa con il comune nella cui circoscrizione territoriale ricada il bene, di concerto con le Amministrazioni statali preposte alla tutela nel caso di immobili gravati da vincoli. Il trasferimento non modifica il regime giuridico, previsto dagli articoli 823 e 829, primo comma, del codice civile, dei beni demaniali trasferiti. I rapporti, anche di natura patrimoniale, intercorrenti tra l'Agenzia del demanio e la società di trasformazione urbana sono disciplinati da apposita convenzione.

15-ter. Il Ministero dell'economia e delle finanze, tramite l'Agenzia del demanio, può partecipare a società di trasformazione urbana, promosse dalle città metropolitane e dai comuni ai sensi dell'articolo 120 del testo unico di cui al comma 15-bis, che includano nel proprio ambito di intervento immobili di proprietà dello Stato.

15-quater. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze, adottato di concerto con gli altri Ministri eventualmente competenti, sulla base di idonee verifiche effettuate dall'Agenzia del demanio, possono essere concesse in uso gratuito, per una durata massima di trenta anni, ai

Il suddetto decreto-legge rendeva possibile costituire delle persone giuridiche, partecipate da soggetti pubblici e privati, allo scopo di provvedere alla valorizzazione, trasformazione, commercializzazione e gestione del patrimonio immobiliare pubblico, denominate Società per la trasformazione urbana (c.d. S.t.u.)³⁹.

L'attività di valorizzazione del patrimonio immobiliare pubblico, fenomenologia normativamente tipizzata all'interno del nostro ordinamento⁴⁰, non consiste, quindi, soltanto in una gestione più efficiente e dinamica dello stesso, ma anche nella stipulazione di apposite convenzioni con i Comuni interessati, volte a favorire il mutamento di destinazione d'uso dei cespiti appartenenti alle Amministrazioni statali, il trasferimento dei diritti di cubatura all'interno di comparti edilizi omogenei (c.d. perequazione urbanistica) e l'apposizione di vincoli urbanistici di varia natura.

Tali fattispecie, pur consistendo in procedimenti aventi natura amministrativa, si riverberano inevitabilmente anche sul valore economico e sulla relativa disciplina giuridica dei beni che ne costituiscono oggetto, influenzandone sensibilmente la redditività e la conseguente commerciabilità.

Possiamo, quindi, affermare, facendo concreto riferimento sia all'argomento esegetico sopra specificato, sia all'attenta analisi ermeneutica del testo normativo (art. 15-*bis* legge 23 novembre 2001, n. 410), come anche il mutamento di destinazione d'uso, pur non rappresentando un bene in senso tecnico-giuridico, costituisca un *asset*

comuni che ne facciano richiesta per finalità di recupero, di conservazione e di manutenzione da effettuarsi a cura e spese degli enti stessi, i beni immobili di proprietà dello Stato, destinati ad uso diverso dall'abitativo, non idonei né suscettibili di uso governativo concreto e attuale, non valorizzabili e non dismissibili ai sensi della normativa vigente o comunque non suscettibili di altra utilizzazione economica. Il medesimo decreto fissa anche le modalità e le condizioni delle concessioni. Gli immobili concessi in uso ritornano nella disponibilità dell'Agenzia del demanio in caso di accertato difforme utilizzo rispetto alle finalità di cui al primo periodo”.

³⁹ Il contenuto del predetto decreto, in ogni caso, è stato sostanzialmente trasfuso all'interno della legge 24 novembre 2003, n. 326 mediante la quale è stato convertito in legge, con modificazioni, il decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269, recante “Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici”.

Le disposizioni concernenti la valorizzazione e la privatizzazione dei beni pubblici risultano contenute negli articoli 26-32 della predetta legge; l'art. 30, in particolar modo, riguarda le modalità di costituzione e di operatività delle S.t.u., le quali vengono così ad assumere un ruolo centrale nella gestione dell'ingente patrimonio immobiliare pubblico.

⁴⁰ Si veda la legge 2 aprile 2001, n. 136, denominata “Disposizioni in materia di sviluppo, valorizzazione ed utilizzo del patrimonio immobiliare dello Stato, nonché altre disposizioni in materia di immobili pubblici” (in G.U. 20 aprile 2001, n. 92).

cartolarizzabile, in quanto costituente momento prodromico alla successiva dismissione e commercializzazione dell'immobile, nonché suscettibile di una precisa valutazione avente carattere economico.

Un ulteriore impulso alla tecnica finanziaria in oggetto, inoltre, verrà apportato dalla concreta operatività del decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, denominato "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366"⁴¹.

L'articolo 2447-*bis*, comma 1, c.c., dispone infatti che: "La società può:

a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare;

b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi"⁴².

⁴¹ Il decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 5, recante la "Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia, in attuazione dell'articolo 12 della legge 3 ottobre 2001, n. 366", pubblicato sulla G.U. del 22 gennaio 2003, n. 17, estende le nuove disposizioni processuali anche alle operazioni di cartolarizzazione dei crediti [art. 1, comma 1, lett. d)].

⁴² Per A. ZOPPINI, *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2002, p. 546 ss., "Nell'arco dell'ultimo decennio del secolo che si è appena chiuso la tecnica della separazione patrimoniale ha conosciuto crescenti applicazioni: ne sono testimonianza, tra le altre, le norme sulle gestioni patrimoniali, poi raccolte nel Testo unico della finanza (cfr. art. 22, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), la legge sui fondi pensione (art. 4, d.lgs. 21 aprile 1993, n. 124, come riformata dalla l. 8 agosto 1995, n. 355), la legge sulla c.d. cartolarizzazione dei crediti (art. 3, comma 2, l. 30 aprile 1999, n. 130) e poi, da ultimo, la legge sulla "società per il finanziamento delle infrastrutture" (art. 8, comma 4, d.l. 15 aprile 2002, n. 63, convertito dalla l. 15 giugno 2002, n. 112). Rispetto alle fattispecie appena considerate - che potevano forse essere lette nel segno della "decodificazione" e testimoniare il sottrarsi degli interessi economicamente rilevanti ai principi dettati dal codice civile -, il "patrimonio dedicato" codifica un regime generale della separazione patrimoniale, seppure agganciato alla fattispecie societaria, atteso che non presuppone un'operazione economica tipizzata (rilevando, quale coelemento della fattispecie, solo la specificità dell'affare programmato)".

Nel sistema finanziario germanico risulta diffuso un particolare strumento, la *pfandbriefe*, che, sotto alcuni aspetti, presenta alcune affinità con le domestiche <cartelle fondiarie>, previste dal R.d. n. 646/1905.

Secondo M. LA TORRE, *L'asset-backed securitisation*, in *Banche e banchieri*, 1998, p. 75 ss., la *pfandbriefe* "si risolve in un titolo di debito emesso a fronte di crediti ipotecari (...), dalle stesse banche che originano i crediti (...). In definitiva, dunque, il ricorso alla *Pfandbriefe* determina un processo di titolarizzazione che si dimostra distante da una struttura di *Abs* per diversi aspetti:

a. non è contemplato uno Spv creato *ad hoc*; la banca *originator* funge da *issuer*, con la conseguenza che gli attivi rimangono nello stato patrimoniale della banca stessa;

La previsione dell'art. 2447 *decies*, comma 7, c.c., secondo la quale “Fuori dall'ipotesi di cartolarizzazione previste dalle leggi vigenti, il finanziamento non può essere rappresentato da titoli destinati alla circolazione”, non sembra rappresentare un ostacolo insormontabile⁴³.

Occorre, comunque, ribadire che il fulcro della complessa operazione economica è costituito dall'esigenza di <funzionalizzare> in concreto i flussi di capitali necessari al pagamento dei titoli emessi, la quale non può non riverberare i propri effetti anche sotto il profilo strettamente giuridico⁴⁴.

Tutto ciò richiede un necessario e concreto riferimento alle fattispecie poste in essere dagli intermediari professionali nella prassi negoziale delle operazioni di finanza strutturata, laddove le *asset-backed securities*

b. i titoli emessi a copertura sono titoli di debito e compaiono nel passivo dello stato patrimoniale dell'*originator*;

c. lo *standing* dei titoli è determinato dallo *standing* della banca emittente e le forme di garanzia offerte sono tutte interne, cioè riconducibili all'*originator*”.

⁴³ M. CHIARLO, *Un particolare aspetto della nuova finanza: la cartolarizzazione dei rischi assicurativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2001, p. 105 ss.

C. RUCELLAI, *Nuove opportunità per le assicurazioni*, in *Il Sole 24Ore* del 6 dicembre 2002, ritiene che “nel caso di specie l'ostacolo scompare veicolando il finanziamento tramite una cartolarizzazione realizzata ai sensi dell'art. 7 della legge 130/99. I titoli saranno emessi da una società di cartolarizzazione *ex lege* 130/99 a fronte dei versamenti degli investitori che lo stesso veicolo eroga alla compagnia di assicurazione come finanziamento destinato allo specifico affare (...). I patrimoni dedicati previsti dalla riforma delle società possono costituire uno strumento prezioso di cartolarizzazione assicurativa per consentire alle nostre compagnie di acquisire una più spiccata visibilità e competitività, anche a livello internazionale (...). Lo strumento utilizzato è, di solito, un veicolo riassicurativo *off-shore* costituito *ad hoc* il quale da una parte, in virtù del contratto di riassicurazione, agisce quale retrocessionario dell'assicuratore e dall'altra, con l'emissione di titoli muniti di *rating* e sottoscritti da investitori istituzionali, si approvvigiona dei fondi sui mercati dei capitali. Gli importi versati dai sottoscrittori sono costituiti in patrimonio separato finalizzato a pagare gli indennizzi cui il veicolo è tenuto per i danni da sinistri coperti dal contratto di riassicurazione. Nello stesso patrimonio separato il veicolo versa i premi pagatigli dall'assicuratore. La destinazione del patrimonio separato, così alimentato da due fonti e gestito secondo criteri prudenziali, ha destinazione duplice: in priorità è destinato a indennizzare l'assicuratore ai sensi del contratto di riassicurazione stipulato col veicolo; in subordine, a remunerare e restituire i capitali versati ai portatori dei titoli. Nella sostanza economico-finanziaria l'operazione si configura come uno *swap*, intermediato dal veicolo, tra assicuratore e investitori: gli investitori assumono a proprio (parziale) carico l'onere dell'indennizzo gravante sull'assicuratore e, in cambio, incassano l'equivalente del rispettivo premio”.

L'I.s.v.a.p. ha espressamente vietato, con la circolare dell'11 giugno 2003, che le prestazioni delle polizze *index linked* possano essere collegate a indici o altri valori di riferimento relativi a titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione. Tali titoli vengono emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di elevata complessità, spesso associate all'utilizzo di strumenti derivati di credito che rendono difficoltosa la reale valutazione del rischio di investimento da parte degli assicurati.

⁴⁴ G. FAUCEGLIA, *op. ult. cit.*, p. 48.

vengono emesse per soddisfare una molteplicità di esigenze e, precisamente: per ottenere un finanziamento, per migliorare i *ratios* patrimoniali, per incassare un'anticipazione sui flussi di cassa futuri, per trasferire il rischio di insolvenza relativamente ad una parte dell'attivo patrimoniale⁴⁵.

⁴⁵ Nella Relazione al d.d.l. del 7 luglio 1998, n. 5058, pubblicata sulla G. U. del 29 dicembre 1998, n. 302, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, p. 427 ss., si legge che “Fattori favorevoli allo sviluppo anche in Italia di un processo di *securitization* di attività finanziarie sono i seguenti: - esistenza di adeguate masse di crediti cartolarizzabili; nei settori del credito ipotecario, del *leasing* e del credito al consumo sono già presenti attivi che, per dimensioni e caratteristiche finanziarie, sono idonee alla realizzazione di operazioni di *securitization*;

- scarsità del patrimonio di vigilanza; gli intermediari creditizi e finanziari sono mediamente prossimi al raggiungimento dei limiti operativi loro consentiti dal patrimonio di cui sono dotati;

- necessità di migliorare la redditività degli intermediari creditizi e finanziari; con la *securitization* si riduce l'attivo dello stato patrimoniale e si liberano risorse finanziarie che possono essere reinvestite in nuovi impieghi, ottimizzando l'utile netto di gestione riferito al patrimonio netto (ROE) e gli altri indicatori finanziari;

- esigenza di dare sistemazione ai crediti inesigibili; per apportare prontamente liquidità ad intermediari in difficoltà e segregare giuridicamente categorie problematiche di attivo;

- necessità di ampliare la gamma delle fonti di provvista; con la *securitization* si consente l'accesso ad una forma di finanziamento di solito meno costosa degli strumenti di finanziamento tradizionali”.

Secondo A. PETRAGLIA, *op. ult. cit.*, p. 1071, “La *securitization*, infatti, grazie alla circostanza per la quale la cessione dei crediti è a titolo definitivo (*without recourse*), oltre a rappresentare una fonte di provvista alternativa e ad abbattere il costo del finanziamento, alleggerisce la struttura del bilancio, diminuisce e diversifica il rischio di credito, crea liquidità, consente forme di raccolta attraverso mercati finanziari alternativi raggiungendo diverse tipologie di investitori (istituzionali e non), fornisce una maggiore trasparenza delle attività attraverso l'analisi svolta dalle agenzie di *rating*”.

5. In attesa di trattare il procedimento di valutazione sul merito creditizio, nonché le problematiche allo stesso sottese, occorre premettere che nella disamina delle operazioni di finanza strutturata vanno tenuti in analitica considerazione alcuni parametri di riferimento.

Le società emittenti strumenti finanziari, infatti, costituiscono oggetto di attento esame da parte di agenzie indipendenti, le quali hanno come specifica attività lo studio ed il monitoraggio costante del grado di affidabilità delle relative operazioni⁴⁶.

I principali parametri utilizzati dalle agenzie di *rating* per le proprie valutazioni debbono essere riferiti:

- al grado di solvibilità dell'emittente, ovvero alla capacità del medesimo di far fronte agli impegni finanziari assunti nei confronti degli investitori;

- alla natura dello strumento finanziario emesso, nonché alla relativa tipologia;

- alle eventuali protezioni predisposte a fronte di fallimenti o situazioni di *default*;

- alla valutazione sul capitale, sul *management*, sul *cash-flow*, sull'allocazione dei rischi, sulle strategie aziendali, sullo sviluppo dei mercati di riferimento.

Tali criteri vengono enucleati nei relativi processi di analisi, volti ad evidenziare le probabilità di rimborso dell'emissione sia sotto il profilo qualitativo (analisi prospettiche del settore di riferimento e dell'impresa in senso strutturale), sia sotto l'aspetto quantitativo (analisi di bilancio e dei flussi di cassa).

L'analisi di bilancio consente, in particolar modo, di valutare l'equilibrio della struttura finanziaria aziendale (capitale di debito contro capitale di rischio), allo scopo di stabilire la capacità dell'impresa di generare risorse tali da soddisfare i debiti contratti.

⁴⁶ In materia di *rating* si opera espresso rinvio alle seguenti trattazioni monografiche: AA.VV., *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, a cura di S. Pivato, Milano, 1995; G. PINI, *La securitization: rischi e ruolo del rating*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995; E. MONTI - A. ESMANECH - A. TAMAGNINI, *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996; L. NIERI, *L'applicazione del rating alle banche: problemi e prospettive*, Milano, 1996; F. DEZZANI, *Il rating*, in *Impresa c.i.*, 1997; AA.VV., *Aspetti metodologici dell'implementazione di un sistema di internal rating*, a cura dell'A.B.I., Roma, 2000; V. CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, Milano, 2002; L. M. NADOTTI, *Rischio di credito e rating interno*, Milano, 2002; F. CANNATA, *La componente quantitativa dei rating delle agenzie: alcune evidenze empiriche*, Roma, 2002; R. DE LISA, *I sistemi interni di credit rating*, Milano, 2002; AA.VV., *Il rischio immobiliare: una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, a cura di C. Cacciamani, Milano, 2003.

La specifica elaborazione dei relativi quozienti di copertura (*coverage ratios*) e di indebitamento (*leverage ratios*), infine, consente la comparazione diretta dell'EBITDA (*Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortisation*) o MOL (*Margine Operativo Lordo*), elevato al rango di parametro oggettivo idoneo a calcolare l'utile lordo prodotto dalla società esaminata.

Le principali agenzie del settore sono rappresentate dalle statunitensi *Moody's* e *Standard & Poor's* e dall'europea *Fitch-IBCA*.

Le predette agenzie hanno assunto un ruolo preminente sui mercati internazionali, derivando la propria autorevolezza e competenza dall'indubbia reputazione conquistata sui mercati, nonché dall'assoluta indipendenza dimostrata nei confronti di ogni ingerenza esterna.

Le valutazioni assegnate e la continua attività di monitoraggio delle stesse, oltre a costituire una <stella polare> per gli investitori, fondamentale in mercati finanziari caratterizzati dall'esigenza di assoluta trasparenza, costituiscono anche uno <spauracchio> per i *bonds* emessi dagli Stati sovrani, i cui differenziali di rendimento subiscono sensibili fluttuazioni in seguito a successivi declassamenti relativi alla propria affidabilità creditizia (c.d. rischio-Paese o rischio-sovrano).

Il *rating*, pertanto, rappresenta un giudizio, formulato in maniera sintetica e fondato su determinati parametri economici, statistici ed attuariali presi in considerazione, solitamente espresso mediante caratteri alfanumerici⁴⁷.

La valutazione emessa da tali agenzie risulta divisibile in due grandi categorie: *investment grade* (*rating* variabile da BBB- a AAA) e *speculative grade* (*rating* variabile da BB+ a D).

⁴⁷ Per M. GRANIERI, *op. ult. cit.*, p. 13, "un cenno preliminare va fatto alla compresenza di pubbliche autorità nelle operazioni di *securitization*. In altre esperienze giuridiche, la funzione di aumentare il valore dei crediti ceduti e di miglioramento del *rating* è stata posta in essere da soggetti pubblici che garantivano la restituzione dei mutui. Ciò è avvenuto, per esempio, negli Stati Uniti, rispetto ai mutui ipotecari per l'acquisto delle abitazioni. L'autorità pubblica, in altre parole, è stata presente ed è presente a vario titolo e con diversa intensità nelle operazioni di cartolarizzazione".

Secondo G. PINI, *op. ult. cit.*, p. 95 ss., il *rating* costituisce una valutazione "sulla probabilità che gli investitori ricevano i pagamenti loro spettanti nei termini previsti dal prospetto dell'emissione (...). Nel valutare gli *asset backed securities* si considerano tre aspetti, ugualmente importanti:

- la valutazione dei flussi di cassa;
- la distribuzione dei *cash flows* fra le varie classi di investitori;
- la struttura legale dell'operazione".

Una volta assegnato il *rating* inizia la fase del monitoraggio, nel corso della quale "le agenzie controllano che i principali indicatori del portafoglio crediti dimostrino una *performance* in linea con le aspettative formulate al momento di assegnazione".

Per le obbligazioni societarie esistono, nel caso in cui si verifichi un dissesto finanziario, diversi criteri di priorità nel rimborso delle varie classi di titoli che, solitamente, avviene secondo livelli di subordinazione e garanzia decrescenti, corrispondenti alle categorie “*senior*”, “*mezzanine*” e “*junior*”.

La valutazione sul merito di credito viene ad indicare, qualora risulti riferita ad un titolo *corporate*, prevalentemente un giudizio sul relativo grado di solvibilità dell'emittente.

Da ciò consegue che l'assegnazione del *rating* influenza in maniera sensibile il rapporto di rischio/rendimento sul titolo emesso (ad un *rating* elevato corrisponde un rendimento inversamente proporzionale), divenendo di fondamentale importanza laddove la proposta di investimento si rivolga a transazioni riservate alla schiera degli operatori non professionali.

Il ruolo svolto dalla società di *rating*, pertanto, assume fondamentale importanza per garantire il buon esito delle operazioni di *securitization*, risultando previsto a tutela dei terzi investitori e della stabilità dei mercati finanziari.

A tal fine diviene essenziale, quindi, conoscere i criteri di valutazione adottati dalle principali agenzie e la natura dell'incarico svolto dalle medesime, al fine di enucleare precipue fattispecie di responsabilità.

Occorre premettere che lo svolgimento dell'indagine conoscitiva si fonda non soltanto sulla valutazione della qualità dei crediti, ma anche sulle procedure sottostanti la concessione ed amministrazione dei crediti stessi da parte dell'*originator*.

Particolare importanza, tra l'altro, viene attribuita allo studio prospettico dei dati storico-statistici, concernenti sia la percentuale di procedure contenziose componenti il portafoglio degli *assets* ceduti, sia le modalità di gestione degli stessi, qualora gli incassi delle attività cedute risultino affidati ad un terzo mandatario (*servicer*)⁴⁸.

Al termine del complesso procedimento la società di *rating* emette il giudizio sulla fattibilità dell'operazione, al fine di quantificare, da un punto di vista matematico-attuariale, i profili di rischio (*risk-grade/investment-grade*) per gli investitori.

Le emissioni di strumenti finanziari richiedono, oltre alla predetta valutazione iniziale, un monitoraggio costante e continuo dei flussi di

⁴⁸ M. GAMBARO, *La titolarizzazione dei crediti: come realizzare un'operazione in Italia*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, cit., p. 28 ss.

cassa, necessario per poter procedere all'eventuale revisione del giudizio relativamente all'indebitamento a breve e/o medio termine dell'emittente da parte della società di *rating* (c.d. apprezzamento - *upgrading* - o declassamento - *downgrading*).

Nel caso in cui si assista ad un peggioramento delle variabili di scenario previste viene richiesta al cedente la prestazione di garanzie supplementari, volte ad assicurare il buon esito dell'operazione, oppure viene sollecitato l'intervento di un terzo garante (*credit enhancer*) dotato di elevata affidabilità finanziaria.

Lo sviluppo di un mercato dei capitali evoluto e trasparente richiede, in ogni caso, un significativo incremento della suddetta attività valutativa sia da un punto di vista quantitativo che qualitativo (c.d. cultura del *rating*).

In tal modo dovrebbe effettuarsi un passo decisivo verso l'implementazione del mercato interno della *securitization*, resa possibile anche mediante la redazione di prospetti intelligibili ed il contestuale superamento delle numerose asimmetrie informative tuttora esistenti⁴⁹.

Occorre precisare, comunque, che l'obbligo di redazione del prospetto informativo, contenente le prescrizioni previste dall'art. 2, comma 3, lett. a)-i), della legge n. 130/1999, concerne anche l'ipotesi in cui i titoli risultino destinati agli investitori professionali.

Tale speciale regime, con conseguente obbligo di veridicità delle informazioni ivi contenute, si applica nei confronti dell'emittente, dell'offerente i titoli (se soggetto diverso dall'emittente), del responsabile del collocamento e, più in generale, di tutti i soggetti che si relazionano con i destinatari della sollecitazione all'investimento.

I piccoli risparmiatori, invece, risultano destinatari, oltre che delle norme primarie contenute negli articoli 94 ss. del T.U.F.⁵⁰, anche delle

⁴⁹ Cfr. E. MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, Roma, 1995, p. 83 ss.

Si veda, a tale proposito, la disciplina prevista dall'art. 2, commi 2 e 3, legge n. 130/1999.

⁵⁰ L'art. 94, comma 2, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, (T.U.F.) dispone che "Il prospetto contiene le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dei prodotti finanziari e degli emittenti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria e sull'evoluzione dell'attività dell'emittente nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti".

Secondo F. MODULO-C. ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 84, "Ove tali operazioni riguardino società quotate, il prospetto dovrebbe peraltro svolgere anche la funzione di informativa al mercato ed ai soci, a norma dell'art. 114 del d.lgs. n. 58/98 (previo opportuno adeguamento del regolamento n. 11971/99), non rientrando le stesse tra quelle menzionate nella sezione dedicata all'informazione

disposizioni stabilite dalla puntuale e minuziosa normativa secondaria, contenuta all'interno del regolamento Co.n.so.b. 6 aprile 2000, n. 12475⁵¹.

Dal citato schema di prospetto informativo si rileva testualmente che il documento da consegnare all'investitore "deve contenere tutte le informazioni previste nello schema XVIII, anche nell'ipotesi in cui i dati e le notizie abbiano contenuto negativo".

Si aggiunge che "peraltro, stante la complessità delle operazioni di cartolarizzazione (che, ad es., possono anche riguardare crediti futuri) il prospetto informativo dovrà contenere le integrazioni necessarie al fine di consentire al sottoscrittore l'apprezzamento dell'operazione proposta".

Per poter esprimere un giudizio sintetico sulla solidità della struttura economica dell'operazione, quindi, occorre in primo luogo procedere ad accurata indagine analitico/prospettica sui flussi di cassa generati dall'*originator* (*cash-flow modeling*).

A tale scopo viene di solito attuata una valutazione sistematica sull'omogeneità degli attivi ceduti, sulla loro allocazione geografica e settoriale, sulla congruità del prezzo di cessione, sulla copertura generata dai flussi di cassa e sulle eventuali garanzie collaterali di supporto⁵².

di operazioni straordinarie e costituendo tuttavia, quanto meno al superamento di determinate soglie, operazioni straordinarie".

⁵¹ Pubblicato sulla G.U. dell'8 maggio 2000, n. 105.

Lo schema XVIII, contenuto nell'allegato n. 1 del suddetto regolamento, disciplina il prospetto di sollecitazione/quotazione relativo a strumenti finanziari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti. Si compone di cinque sezioni concernenti, rispettivamente: le informazioni relative alle operazioni; le informazioni relative agli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione e/o della quotazione; le informazioni relative ai soggetti che intervengono nell'operazione; le informazioni riguardanti i rapporti intercorrenti tra agenzia di *rating* e gli altri soggetti che partecipano all'operazione; le informazioni riguardanti la sollecitazione.

Le informazioni relative al *rating*, in particolare, debbono fornire (art. 5):

- l'illustrazione sintetica dell'attività di *rating* e del significato dei giudizi rilasciati;
- le informazioni relative alla/e agenzia/e di *rating* (denominazione e sede legale) che ha/hanno svolto la valutazione del merito di credito;
- l'indicazione del giudizio sintetico rilasciato sul merito dei crediti per ciascuno strumento finanziario (ed eventualmente le classi relative ad ogni strumento finanziario) oggetto di sollecitazione all'investimento;
- le informazioni circa le modalità con cui le eventuali successive variazioni del giudizio saranno portate a conoscenza del pubblico.

⁵² F. COLAGRANDE-L. F. FIORE-M. GRIMALDI-D. PRANDINA, *op. ult. cit.*, p. 103 ss.

Per R. RORDORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, p. 1166, "risulta chiaro come alla corretta valutazione del merito del credito sia affidato un ruolo essenziale per la tutela dell'investitore".

F. MACARIO, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, I, p. 23, ritiene che "non si può che denunciare il limite della riflessione puramente civilistica sul

Successivamente viene proposta, per ogni tipologia di *assets* ceduta, una serie di variabili di scenario, ovvero quei fattori endogeni e/o esogeni all'operazione in virtù dei quali i flussi di cassa previsti subiscono delle alterazioni quantitative.

Il predetto studio prospettico consente di procedere alla formulazione di un modello (c.d. *credit scoring*) notevolmente attendibile, tramite il quale si riesce a quantificare con precisione la percentuale di ritardo e/o di insolvenza nei pagamenti delle attività cartolarizzate.

Un eventuale giudizio negativo, rilasciato durante tale fase dalla società di *rating*, comporta sicuramente un costo aggiuntivo per l'emittente, dal momento che questi potrebbe essere tenuto alla prestazione di garanzie supplementari oppure ad aumentare lo *spread* sul rendimento dei titoli.

La rappresentazione della complessa struttura si esaurisce con l'espressa previsione di un *trigger event*, ovvero la possibilità che si verifichi un evento ancora più sfavorevole rispetto alle previsioni contenute nel prospetto valutativo (*worst case scenary*), tale da richiedere il rimborso anticipato dei titoli.

Pur essendo la valutazione sul merito di credito⁵³ riservata obbligatoriamente alle emissioni offerte ad investitori non professionali (c.d. segmento *retail*), la cultura del *rating* sta rapidamente sviluppandosi anche presso investitori dotati di un qualificato livello di competenza.

Il mercato delle cartolarizzazioni in Italia sta incrementandosi secondo una progressione geometrica, dovuta soprattutto all'ingresso sul mercato degli operatori pubblici e degli emittenti *corporate*.

In tale ottica assumerà importanza fondamentale l'attribuzione del *rating* a tutte le operazioni di *securitization*, essendo divenuto il medesimo indispensabile per poter procedere al collocamento dei titoli

funzionamento di uno strumento giuridico pur di indiscussa duttilità (che, s'è detto, meriterebbe maggiore attenzione e una più decisa apertura da parte del nostro legislatore), dovendosi fare ricorso, da un lato, alla riflessione, di carattere eminentemente economico-operativo, relativa al decisivo intervento della società di *rating* e alla valutazione da cui discende l'affidabilità del titolo, dall'altro, all'esame della disciplina dei controlli da parte dei soggetti istituzionali sull'attività degli operatori”.

⁵³ E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione*, in *Giur. comm., cit.*, p. 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*”.

non soltanto sul mercato domestico, ma soprattutto in un contesto internazionale.

Tutto ciò consentirà di attenuare i possibili rischi di insolvenza connessi ad ogni operazione e di contribuire allo sviluppo di un *secondary market*⁵⁴ dei titoli emessi, con il chiaro intento di favorire la trasparenza delle transazioni, la tutela dei risparmiatori e l'efficiente allocazione delle risorse finanziarie.

Occorre, infine, rilevare che sovente vengono assegnati, dagli *advisors* preposti al relativo collocamento ed in conseguenza dell'emissione di titoli *corporate*, dei *ratings* impliciti o *unsolicited* di natura interna, i quali prescindono dalla richiesta od autorizzazione da parte della società emittente.

Tali valutazioni, oltre ad assumere carattere di minore autorevolezza ed attendibilità, dal momento che si fondano su dati accessibili alla generalità degli operatori economici, rivestono anche una funzione promozionale da parte dell'agenzia, la quale si propone di ottenere, in un prossimo futuro, l'assolvimento di eventuali incarichi da parte dell'emittente.

Ad una finalità completamente diversa, infine, tendono i c.d. *shadow-ratings*, commissionati su ordinazione ad agenzie specializzate dagli *arrangers* preposti all'operazione.

I relativi *reports*, normalmente rilasciati in seguito all'espletamento di procedure standardizzate, non assolvono una funzione di natura tecnica sull'affidabilità creditizia di controparte, ma rispondono esclusivamente ad una precisa strategia di *marketing* da parte degli *advisors*, economicamente penalizzati dal collocamento di un titolo *unrated*.

⁵⁴ Cfr. sul punto M. ANOLLI, *La securitization: considerazioni per lo sviluppo di un mercato secondario di asset backed securities*, in *Banca notizie*, 1/2000, p. 1 ss.

E. GIRINO, *Asset backed securities, quando i crediti cartolari si quotano in borsa*, in *Amministrazione e finanza*, n. 11/2000, p. 46 ss.

C. CELIO, *Più liquidità sui titoli Abs*, in *Il Sole 24Ore* del 25 marzo 2003, "Finora è stato quasi un <mercato fantasma>, ma presto si volterà pagina. Anzi, per il mercato delle *asset-backed securities* pubbliche (cioè delle obbligazioni derivanti dalle cartolarizzazioni del Tesoro), il vento ha già iniziato a cambiare direzione (...). L'intenzione del Tesoro è quella di spingere sull'acceleratore per andare oltre la platea di investitori che fino ad oggi hanno messo in portafoglio le *abs* di Stato. <Fondi, assicurazioni e gestioni patrimoniali - sottolineano ancora al Tesoro - si sono tenute ai margini di questo mercato proprio per la mancanza di un coefficiente di liquidità sufficientemente elevato. Puntiamo a tirarli dentro rendendo più efficiente il mercato secondario>. Per il prossimo futuro, insomma, l'obiettivo è quello di invitare le banche ad un maggiore impegno per assicurare la liquidità alle *abs* pubbliche. <Non c'è l'intenzione di farlo diventare un vincolo formale ma, nella selezione degli *arranger* delle prossime cartolarizzazioni, questo aspetto inizierà ad avere un peso>".

Tali giudizi, i quali vengono pubblicati soltanto nel caso in cui il procedimento di valutazione assuma una valenza positiva per l'emittente, possono rivestire - al limite - il carattere di un generico consiglio di investimento, simile a quello rilasciato dagli analisti finanziari⁵⁵.

⁵⁵ Sugli obblighi di corretta informazione da parte degli analisti finanziari e dei giornalisti si veda l'articolo di M. ONADO, *Dal <market abuse> sfida ai comunicatori*, in *Il Sole 24Ore* dell'8 novembre 2003.

Capitolo II

Il procedimento di attribuzione del *rating*

1. La funzione del *rating*.- 2. Rischio-Paese, *split-ratings*, *internal ratings*, *unsolicited ratings*.- 3. La valutazione del *management*.- 4. L'elaborazione di un sistema di *credit scoring*.- 5. La pubblicazione del giudizio.- 6. La revisione periodica dei dati (*monitoring*).- 7. Il *rating* attribuito alle operazioni di *securitization*: normativa di riferimento.- 8. La struttura finanziaria dell'operazione.- 9. La valutazione delle autogaranzie ed eterogaranzie.

1. In un contesto economico sempre più diretto verso forme di sviluppo “*market oriented*”, le ragioni che inducono gli emittenti strumenti finanziari a porre in essere operazioni strutturate consistono fondamentalmente nella necessità di procedere ad una diversificazione delle fonti di raccolta, nonché nel riequilibrio delle proprie fonti patrimoniali¹.

Le operazioni di *securitization* consentono di liquidare un portafoglio di *assets* sottostanti, tramite la contestuale emissione di *chartulae* ed il successivo rimborso delle stesse attraverso il *cash-flow* generato dalle attività impiegate, le quali costituiscono anche garanzia collaterale del debito emesso (C.L.O.-*Collateralized Loan Obligations*)².

La valutazione effettuata dalla società di *rating* è prodromica al conseguimento delle predette finalità, dal momento che attribuisce all'emittente il beneficio di una rilevante reputazione sul mercato

¹ R. ALBISETTI, *Finanza strutturata*, Milano, 2000, p. 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”.

² Per M. SALA, in AA.VV., *Analisi di bilancio, rating e simulazioni*, Milano, 1997, p. 168 ss., “Essere in grado di coprire gli oneri finanziari attraverso flussi provenienti dalla gestione ricorrente significa disporre di una realtà che in maniera ricorrente genera più di quanto assorbe la propria struttura finanziaria (...). L'analisi di solvibilità premia la stabilità storica dei margini operativi (...). Essa premia la stabilità del Margine Operativo Lordo, dell'utile operativo netto e del flusso di cassa della gestione operativa (...). Il rendiconto finanziario è il prospetto principale cui guardare quando si parla di generazione di flussi di cassa; esso infatti mette in evidenza meglio del conto economico e dello stato patrimoniale le voci che generano o assorbono risorse finanziarie”.

domestico e/o internazionale delle transazioni finanziarie, permettendo altresì agli investitori di conoscere indirettamente la struttura contrattuale dell'operazione, nonché di valutare preventivamente gli eventuali rischi di insolvenza e/o di ritardo nel pagamento dei titoli.

L'esigenza di addivenire ad una completa trasparenza dei mercati, inoltre, rappresenta attualmente un aspetto di rilevante importanza in un sistema capitalistico globalizzato, laddove costituisce un valore aggiunto il concreto superamento delle numerose asimmetrie informative esistenti tra i soggetti ivi operanti (*disclosure of informations*), allo scopo di accelerare il processo di disintermediazione creditizia attualmente in corso, la migliore allocazione delle risorse e la creazione effettiva di valore per gli azionisti-risparmiatori³.

Nelle operazioni di *corporate financing* il rischio relativo alla solvibilità di controparte si fonda convenzionalmente su parametri di

³ E. MONTI, in AA.VV., *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, cit., p. 7, "Le imprese avranno infatti sempre l'esigenza di far pervenire nel migliore dei modi notizie al mercato, circa la propria situazione finanziaria e la reale rischiosità dei propri progetti, attraverso informazioni complete e canali appropriati. Va però osservato come gli intermediari, e principalmente le banche, nello svolgimento delle loro attività si riservino, in via esclusiva, l'accesso e la gestione delle informazioni. Queste ultime, di fatto, diventano un patrimonio dell'attività dell'intermediario, che fonda gran parte del suo successo proprio sulla qualità di tale patrimonio. Così operando, le banche possono essere considerate *dealers* informativi, dato che trasmettono le informazioni al mercato solo indirettamente, per mezzo della loro attività di investimento. L'auspicato sviluppo degli strumenti di finanza diretta è invece legato anche alla esistenza di operatori diversi dagli intermediari, i quali - in veste di veri e propri *brokers* dell'informazione - si occupino essenzialmente di produrre notizie per il mercato senza essere in nessun caso coinvolti nel processo di finanziamento".

S. PIVATO, in AA.VV., *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, cit., p. 18, "In un mercato aperto, come quello monetario o finanziario, in cui l'incontro tra domanda e offerta può avvenire in molti modi e sotto diversi assetti istituzionali, la centralità dell'informazione nel determinare l'essenza stessa dei fatti economici è evidente. I prodotti oggetto di transazione in tali mercati, per poter essere scambiati, devono essere definiti e la valutazione del rischio, che è l'essenza delle decisioni di investimento, presuppone la disponibilità di informazioni (...). L'indisponibilità di alcune notizie spinge ad impegnare tempo e denaro per ottenerle; l'asimmetria informativa causa distorsioni nell'attività economica, che possono portare il mercato a bloccarsi, cioè a non dar luogo a scambi, sebbene possano avere utilità marginale positiva. Nell'ambito dei mercati finanziari, l'esigenza di assicurare agli operatori un'informazione adeguata e il più possibile realistica ha portato all'adozione di una varietà di soluzioni: dai meccanismi per la formazione dei prezzi e la quotazione dei titoli, alle regole sulla trasparenza; dalle società di *rating* e di certificazione, agli organi di supervisione e controllo, alle attività di analisi e di consulenza. Per quanto sufficienti, tali meccanismi non riescono sempre ad offrire soluzioni complete ed efficaci. L'efficienza allocativa richiede allora il ricorso a intermediari, le cui diverse specializzazioni sono altrettante soluzioni di problemi informativi: infatti è loro demandata anche la funzione di generare, a costi accettabili, notizie sufficienti sulla situazione economica dell'impresa da finanziare".

natura statica, rilevati attraverso un'attenta analisi storica dei bilanci relativi agli esercizi precedenti⁴.

Le operazioni di finanza strutturata, essendo fondate su previsioni statistiche di natura prospettica, richiedono invece l'utilizzo di indici qualitativi caratterizzati da elevata dinamicità, fondati sia sull'utilizzo di elementi aventi valenza empirica, sia sulla minuziosa analisi dei dati relativi alla struttura economico-contrattuale dell'operazione stessa⁵.

⁴ R. ALBISETTI, *op. ult. cit.*, p. 8, "Dal momento che la finanza strutturata è una disciplina rigorosa, utilizzata per ottenere credito da terzi per progetti che offrono in garanzia la propria *fattibilità*, il *focus* della valutazione non cade tanto sulla veste legale della nuova impresa, quanto sul suo contenuto reale, ovvero sulla solidità industriale, economica e finanziaria dimostrabile ai potenziali finanziatori. Il promotore mette a disposizione le stesse informazioni a tutti i potenziali finanziatori. La metodologia di valutazione del rischio è la stessa sia per la banca che concede un prestito sindacato sia per i sottoscrittori di un prestito obbligazionario, è invece un po' diversa per i sottoscrittori di una quota di capitale di rischio. Mentre gli ultimi porranno una maggiore enfasi sugli indici di redditività, i primi si concentreranno su quelli di liquidità e di solvibilità, avendo come principale obiettivo il rimborso puntuale del prestito. La valutazione di un'operazione strutturata deve affidarsi alla pianificazione a lungo termine e basarsi sull'attendibilità delle previsioni. Ne consegue perciò che le previsioni del promotore devono essere verificate e discusse con spirito critico. I temi da sviluppare nell'attività di pianificazione a medio-lungo termine includono:

- il preventivo del costo dell'investimento e la stima del tempo di realizzazione;
- la bontà della tecnologia utilizzata e l'efficienza del processo produttivo;
- le previsioni di vendita (attesi certi prezzi e quantità prodotte) e la quota di mercato raggiungibile in funzione della competitività dell'impresa;
- la struttura del capitale proposta e quindi la proporzione ottimale fra capitale di rischio e fondi presi a prestito;
- il potenziale di reddito atteso dagli azionisti;
- l'equilibrio finanziario dell'impresa nel lungo termine, misurato dal rapporto nel tempo fra flusso di cassa operativo e servizio del debito;
- le valutazioni sul rischio di adempimento di tutte le controparti contrattuali impegnate prima nella realizzazione dell'investimento e poi nei rapporti commerciali con l'impresa;
- le capacità professionali e le motivazioni del *management*.

Un fattore di rischio fondamentale è la localizzazione geografica dell'investimento, poiché è molto difficile prevedere e mitigare i rischi politici".

⁵ M. SALA, *op. ult. cit.*, p. 163 ss., "È assai importante che il potenziale finanziatore imponi un processo analitico di formulazione del *rating*, in modo da disporre di una valutazione il più possibile razionale e affidabile delle probabilità di ottenere il rimborso del finanziamento erogato. In questo modo il finanziatore può minimizzare i fenomeni di sofferenze ed insolvenze e massimizzare la redditività e la qualità del proprio portafoglio impieghi.

Le fasi della costruzione di un modello di *rating* sono sostanzialmente quattro:

- individuazione degli indici sui quali fondare un giudizio di affidabilità creditizia. Tali indici, combinati tra loro, dovranno essere in grado di esprimere la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni finanziari, prendendo in considerazione gli aggregati di bilancio più significativi allo scopo. Gli indici valuteranno aspetti economico-finanziari strettamente connessi con il rischio di insolvenza: la solidità patrimoniale, la capacità di generazione di flussi operativi e di cassa in rapporto agli oneri da sostenere, la variabilità dei margini nel tempo;

L'analisi sul merito di credito di un soggetto imprenditoriale consiste, pertanto, nella valutazione della propria capacità di fare fronte, nel corso del tempo, agli obblighi di rimborso dei relativi finanziamenti.

L'agenzia di *rating* è preposta ad effettuare una valutazione indipendente sul rischio di credito dell'emittente strumenti finanziari, esprimendo, solitamente mediante l'utilizzo di caratteri alfanumerici, una valutazione sintetica sull'affidabilità creditizia nel breve periodo (di regola inferiore all'anno) oppure nel medio/lungo termine, nonché sul rispetto delle clausole contrattuali regolanti la complessa struttura giuridica dell'intera operazione.

Da ciò consegue che altre finalità, pur non essendo pertinenti alla funzione svolta dal *rating*, possono scaturirne in via meramente incidentale⁶.

- individuazione degli intervalli entro i quali i risultati di tali indici dovranno posizionarsi per determinare un punteggio più o meno elevato (*credit scoring*) (...).

- individuazione dei punteggi minimo e massimo. Naturalmente maggiore è il punteggio massimo attribuibile, maggiore sarà il peso relativo che caratterizzerà quell'indice (...).

- scelta di una tabella di conversione del punteggio totale (ottenuto dall'applicazione dei vari indici) in un codice sintetico espressivo dell'affidabilità del soggetto analizzato. Tale codice potrà essere una lettera (A, B, C, ...), un insieme di lettere (AA, AB, BB, ecc.), una combinazione di lettere e numeri (A1, A2, A3, ecc.), una combinazione di lettere e segni (AA+, BB-, ecc.).

È essenziale in ogni caso che venga definita una successione di codici corrispondenti a classi di affidabilità crescenti o decrescenti. L'uso di numeri e lettere è in questo senso assai funzionale; l'inserimento di + e - permette di graduare più finemente la scala prescelta. Tutte e quattro le fasi individuate richiedono un notevole sforzo analitico ed empirico”.

R. ALBISETTI, *op. ult. cit.*, p. 14, “L'analisi di bilancio del debitore rappresenta la componente centrale del processo di valutazione tradizionale. Tuttavia, esiste da tempo un ampio consenso tra gli accademici, e in genere nella comunità finanziaria, che essa non è sufficiente per formulare un giudizio completo sul futuro andamento dell'impresa: è essenziale dunque acquisire una conoscenza approfondita dei fatti che lo influenzano, piuttosto che soffermarsi troppo a lungo sui problemi finanziari del passato. È la prestazione futura dell'azienda che determinerà la capacità di rimborso dei prestiti. Essa è funzione in larga misura di elementi interni ed esterni di varia natura. I risultati finanziari del passato forniscono informazioni importanti sul valore dell'attività dell'azienda, sull'uso dei suoi fattori produttivi, sull'efficienza della gestione, ma non sono indicativi della capacità di generare profitti e flusso di cassa nei prossimi anni. Il confronto iniziale tra gli indici finanziari dell'azienda e quelli medi del settore industriale in cui essa opera fornisce un indicatore importante della sua prestazione passata rispetto ai concorrenti, ma per prevederne il comportamento futuro sul mercato occorre valutare tanto fattori interni, come le strategie di sviluppo di prodotto, l'età degli impianti e le relazioni industriali, quanto fattori esterni ed ambientali, come il comportamento della concorrenza, la congiuntura del settore e lo stato dell'economia del Paese”.

⁶ L. NIERI, *L'applicazione del rating alle banche: problemi e prospettive, cit.*, p. 8, “Sono pertanto estranee alle dirette finalità delle agenzie di *rating* l'individuazione e la 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. La specificità, e in un certo senso la limitatezza, della funzione del *rating*

Risulta di indubbia evidenza l'influenza che assume la predetta valutazione nell'orientare le concrete scelte di investimento, sia da parte dei singoli risparmiatori che nei confronti degli investitori istituzionali, soprattutto per quanto concerne l'emissione di titoli quotati sui mercati internazionali⁷.

Gli istituti di credito e le società commerciali, inoltre, utilizzano tali informazioni anche per diversificare, mediante l'accesso a nuovi settori, le fonti di raccolta, per gestire la liquidità in eccesso e/o per migliorare i profili di rischio degli attivi, corrispondendo ai sottoscrittori dei titoli un tasso di rendimento ad uno *spread* inferiore.

Da ciò deriva che l'affidamento suscitato dalle agenzie nei confronti dei terzi investitori, oltre ad avere rilevanti ripercussioni sul corretto funzionamento dei mercati finanziari, potrebbe essere foriero di correlative fattispecie di responsabilità.

trova conferma anche nella constatazione che le stesse agenzie di *rating* non considerano lo stesso <una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere titoli e nemmeno una valutazione circa l'adeguatezza dei prezzi di mercato o di un particolare titolo per un particolare investitore> bensì esclusivamente uno strumento atto a divulgare un giudizio sull'entità del rischio di credito”.

S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 30, “Il *rating*, comunque, non vuole mai essere un invito ad acquistare, vendere o detenere un certo valore mobiliare, perché assume solo la funzione di segnalatore del rischio connesso ad un investimento e non considera variabili come i prezzi di mercato o le preferenze individuali dell'investitore, che rivestono grande importanza nelle decisioni di acquisto/vendita. Il giudizio espresso non è una valutazione assoluta sulla realtà complessiva dell'emittente, cioè non definisce l'adeguatezza di una società rispetto all'ambiente competitivo in cui opera; l'agenzia non intende assegnare un “voto” alla società in sé, ma esamina quegli aspetti che possono in qualche modo influenzare il servizio di un determinato titolo. Ne deriva che non è possibile affermare in via assoluta che un emittente è migliore di un altro solo perché a un suo titolo è stato assegnato un *rating* più elevato. Le agenzie di valutazione di solvibilità non mirano a sostituire le banche di investimento, o i consulenti finanziari, o le società di certificazione; esse raccolgono le informazioni che servono, confidando nella loro esattezza e completezza, applicano i propri criteri di giudizio e sfruttano la sensibilità e professionalità degli analisti. Con ciò esauriscono la loro funzione e la loro presenza attiva. Sono poi gli investitori, i consulenti e ogni operatore del mercato a dover decidere l'utilizzo delle valutazioni”.

⁷ E. MONTI, *op. ult. cit.*, p. 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 valutazione (non essendo noti i criteri di assegnazione dei titoli nelle diverse classi e le relative probabilità di *default*)”.

Per individuare con discreto margine di approssimazione la natura giuridica della medesima, lo *status* ricoperto dalle agenzie, gli elementi costitutivi della fattispecie e le eventuali ipotesi di esclusione, le quali saranno trattate in maniera analitica nel corso della presente trattazione, occorre dapprima evidenziare il procedimento di attribuzione del *rating*, al fine di poterne desumere alcune considerazioni di carattere esegetico.

Si rileva, tuttavia, che sui mercati domestici la cultura del *rating* fatica ancora oggi a trovare adeguato spazio, dal momento che gli emittenti nazionali fanno ancora affidamento sulla propria reputazione commerciale e sulla notorietà del proprio *brand*⁸.

La linea di tendenza evolutiva sarà costituita, in un prossimo futuro, dall'esigenza di ampliare l'ambito di applicazione dello strumento valutativo in oggetto, estendendolo anche alle imprese medio-piccole⁹.

⁸ Si veda al riguardo l'articolo di M. LONGO, *Italia, sale la voglia di rating*, in *Il Sole 24 Ore* del 26 gennaio 2002, "Non si può certo dire che la cultura del *rating* abbia pienamente attecchito in Italia. Ancora molti emittenti obbligazionari, soprattutto nel settore societario, non hanno una valutazione ufficiale".

La metafora adoperata da I. BUFACCHI nell'articolo *L'enigma dei bond senza rating*, in *Il Sole 24 Ore* dell'11 aprile 2002, esprime la questione in maniera sintetica: "Una bottiglia di vino senza etichetta che effetto fa? Lo stesso effetto di un *corporate bond* senza *rating*: come accade puntualmente per le obbligazioni delle imprese italiane di dimensioni medie e medio-piccole, collocate tutte senza le lettere di *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch* ma con "rating impliciti" spesso discutibili, assegnati direttamente dalle banche capofila dei collocamenti".

⁹ V. CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, cit., p. 242 ss., "Il giudizio di merito creditizio può essere determinante per contenere i costi dell'indebitamento, dimostrando al mercato la volontà di tendere al livello massimo di qualità e di trasparenza nelle informazioni. In tale ipotesi le controparti, ad esempio il sistema bancario o i fornitori commerciali, potrebbero accettare condizioni di favore dall'impresa *rated*, legittimate dal fatto che il sistema economico-finanziario risparmia i costi per ottenere e classificare informazioni utili al processo di valutazione del merito creditizio. Per questa via, l'impresa che vuole farsi valutare dall'agenzia di *rating* dovrà considerare i seguenti aspetti:

- minori costi (minori interessi passivi, maggiori sconti commerciali, ecc.);
- nuovi costi (*fee* per il *rating*);
- risultato differenziale.

Il *rating*, al di là delle mode passeggere, costruirà valore se tale risultato sarà positivo. Inoltre, dal lato dei ricavi, il *rating* può essere un elemento che può legittimare la propria presenza sul mercato, apprezzato anche da controparti non finanziarie che desiderano rapportarsi con istituzioni eccellenti sul piano della trasparenza finanziaria. In questo caso il modello precedente dovrebbe considerare anche i maggiori ricavi indotti dalla maggiore qualità finanziaria dimostrata alle controparti commerciali (...). Fino ad oggi il *rating* non ha avuto molto successo tra le imprese di piccola e media dimensione; le prospettive dei giudizi qualitativi sulla gestione d'impresa possono essere racchiusi in uno *slogan* <la qualità dell'informazione costituisce valore> e la prospettiva sarà incoraggiante se il sistema economico-finanziario sarà in grado di riconoscere tale valore alimentando per tale via la diffusione dello strumento di valutazione del merito creditizio".

Ciò contribuirà allo sviluppo di quella “cultura della certificazione” (si pensi ad es. alla certificazione di qualità, alla filiera di provenienza dei singoli prodotti, al loro profilo etico, ecc.), la quale 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 capitali¹⁰.

¹⁰ A. ESMANECH, in AA.VV., *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, cit., p. 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*. V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 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”.

2. Prima di iniziare l'analisi del procedimento di attribuzione del *rating* è necessario effettuare alcune considerazioni di carattere preliminare.

La metodologia di valutazione adoperata dalle principali agenzie assume, in primo luogo, connotazioni variabili in relazione alla natura del soggetto esaminato (Stati sovrani¹¹, enti locali, società industriali e di servizi, imprese bancarie e di assicurazione) e, in seconda istanza, in ordine alla tipologia degli strumenti finanziari emessi (*bonds*, azioni privilegiate, *commercial papers*, ecc.) nonché alla durata degli stessi (a breve oppure a medio-lungo termine)¹².

Occorre precisare, inoltre, come ben difficilmente un ente pubblico o privato possa sperare di ottenere una valutazione superiore allo Stato sovrano di appartenenza (c.d. rischio-Paese)¹³.

¹¹ R. ALBISETTI, *op. ult. cit.*, p. 59, "Da qualche anno, le agenzie di *rating* hanno iniziato ad attribuire il cosiddetto "*implied rating*" (*rating* implicito) che rappresenta il livello più elevato assegnabile al debito di un emittente sovrano, anche in assenza di una specifica richiesta relativa ad un'emissione internazionale. Esso rappresenta di fatto un giudizio implicito sulla solvibilità del debito sovrano del Paese in questione. Occorre notare che la percezione del rischio Paese non è correlata necessariamente al livello di reddito, come dimostrato dal fatto che alcuni Paesi relativamente più poveri possono essere considerati dalla comunità finanziaria internazionale più solvibili di altri più ricchi".

¹² *Standard & Poors' corporate ratings criteria*, New York, 2000; *Moody's investors service*, New York, 1998.

¹³ L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 24, "Si ricorda a questo proposito che il *rating* assegnato ai titoli emessi e garantiti da uno Stato costituisce il tetto massimo per i *rating* di tutti gli emittenti che hanno sede in quello Stato".

F. SCOTTI, *Le principali applicazioni e i relativi criteri di valutazione*, in *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, (a cura di S. Pivato), *cit.*, p. 97 ss., "Il significato del *rating* assegnato a un titolo di debito emesso da uno Stato o da un'altra entità pubblica consiste nella valutazione della probabilità di tempestivo pagamento degli interessi e rimborso del capitale alla scadenza, cioè il fatto che l'emittente sia uno Stato sovrano o un ente in qualche modo connesso con la Pubblica amministrazione non modifica l'obiettivo degli analisti rispetto a quanto visto per il settore privato; piuttosto, la tipicità dell'emittente può influenzare lo svolgimento dell'analisi e le variabili da considerare (...). A un primo esame, il processo di assegnazione consiste di due principali componenti: l'analisi di rischio politico, che riguarda la volontà dello Stato di rimborsare il debito alla scadenza (si tenga presente che per motivi politici un governo può scegliere di non rispettare i propri impegni anche se ha la possibilità materiale di farlo); l'analisi di rischio economico, che indaga la capacità concreta dello Stato di rimborsare il debito. Ovviamente, il processo di *rating* varia a seconda che i titoli siano denominati in valuta locale o valuta estera; infatti, nel primo caso, l'assenza di rischio Paese e le innumerevoli possibilità per il governo di reperire risorse per onorare l'obbligazione rendono l'analisi più semplice; la valutazione dell'indebitamento verso l'estero, invece, considera una serie rilevante di elementi economici, politici, sociali, in quanto lo Stato non può semplicemente modificare la tassazione o emettere nuovi titoli per reperire le risorse necessarie, ma il servizio delle obbligazioni emesse sull'estero dipende dalla posizione complessiva - finanziaria e commerciale - del Paese a livello internazionale".

Tale regola, la quale assumeva la connotazione di vero e proprio postulato, è stata eccezionalmente derogata in occasione di operazioni di *project financing*¹⁴ ed in materia di cartolarizzazioni immobiliari.

I titoli emessi in occasione della dismissione del patrimonio degli enti previdenziali, infatti, hanno ottenuto il *rating* più elevato nella scala dei valori (corrispondente alla tripla A), notevolmente superiore rispetto a quello della stessa Repubblica Italiana (attualmente pari ad AA o Aa2).

Ciò è dovuto probabilmente alla struttura economico-giuridica delle *securitization* immobiliari, alle garanzie collaterali di supporto, alla natura di patrimonio separato dei cespiti alienati allo S.P.V.

Nella prassi operativa, inoltre, avviene sovente che le valutazioni effettuate dalle agenzie non coincidano appieno, originando il fenomeno degli *split-ratings*.

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

¹⁴ R. ALBISETTI, *op. ult. cit.*, p. 57 ss., “L’assegnazione al debito pubblico di un Paese è una condizione necessaria, poiché le agenzie di *rating* non attribuiscono a nessun debitore nazionale privato un *rating* più elevato di quello del debito sovrano del proprio Paese. Da questa considerazione consegue che l’ottenimento del *rating* per progetti del settore privato è condizionato sia dall’esistenza sia dal livello del *rating* sul debito sovrano. Vedremo in seguito che anche questa regola ha un’eccezione proprio per le operazioni di *project financing* supportate da contratti di *off-take* con acquirenti in paesi industrializzati di *rating* superiore (...). Ne consegue che quando il *rating* sovrano di un paese viene abbassato o viene posto sotto osservazione dall’agenzia per un possibile *downgrade*, la stessa sorte tocca a tutti gli altri emittenti pubblici e privati di quel Paese. Tuttavia, è altrettanto possibile che alcune operazioni di finanza strutturata ottengano l’assegnazione di *rating* sul debito estero superiori a quello sul debito sovrano del Paese in cui risiede l’emittente, quando si riesce a limitare la possibilità di interferenza del governo sul servizio del debito in valuta del debitore, anche in presenza di gravi problemi di bilancia dei pagamenti o di crisi finanziarie che mettono a rischio la solvibilità del Paese. Quindi un debito in valuta può ottenere un *rating* superiore a quello sovrano solo se beneficia di strutture o accorgimenti contrattuali che diminuiscono le probabilità di interferenza del governo nei pagamenti, anche in caso di un potenziale *default* del governo sul debito estero. La ragione di questo sfondamento del cosiddetto tetto del *rating* sovrano va ricercata nei miglioramenti al profilo di rischio che può apportare la strutturazione. Questo tipo di protezioni contrattuali e legali si riconduce a: crediti o ricavi denominati in valuta estera pagati da clienti stranieri di riconosciuta solvibilità ad un’entità apposita posta fuori del Paese (*off-shore purpose entity*); vendita o cessione in garanzia di crediti o ricavi in valuta che non entrano nel Paese ma si fermano all’estero su conti fiduciari; rinuncia all’immunità sovrana da parte dell’Autorità del Paese; costituzione di fondi di riserva e di liquidità che rafforzano i rapporti di copertura del debito; disponibilità di diritti di priorità accordati ai creditori su flussi finanziari in valuta estera che transitano su conti esteri; disponibilità di garanzie parziali di promotori stranieri che godono di un *rating investment grade*; disponibilità di garanzie finanziarie sul debito ottenute da istituzioni finanziarie internazionali o da agenzie bilaterali”.

parametri valutativi adottati, dalla loro diversa composizione percentuale e dai differenti modelli di analisi prospettica¹⁵.

Per evitare l'inconveniente di cui sopra gli emittenti o, in alternativa, i loro garanti, ricorrono ad una valutazione avente carattere plurimo¹⁶.

Occorre ribadire, comunque, che le agenzie non tendono ad invadere il campo di altri operatori del settore finanziario, atteso che ricorrono per le loro analisi non tanto a procedimenti di natura matematico-statistica, ma soprattutto ad indici di natura qualitativa, atti a cogliere le linee di sviluppo tendenziale del *cash-flow* da parte del soggetto analizzato¹⁷.

La superiorità del modello di indagine suddetto si è imposta sugli strumenti econometrici messi a punto, in un recente passato, da alcuni

¹⁵ Per A. SIRONI, in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, (a cura della Banca d'Italia), Roma, 2000, p. 94 ss., "è sufficiente rilevare come la definizione di insolvenza può variare in modo significativo. Così, ad esempio, *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 definizione di insolvenza sia il più possibile coerente con questo requisito".

R. CANTOR-F. PACKER, *The credit rating industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer Fall, 1994, p. 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.

¹⁶ L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 63, "Si osserva, tuttavia, che la valutazione del rischio è per sua natura un processo previsionale, non standardizzabile, incerto e in certa misura soggettivo, può pertanto condurre ad una non corretta valutazione delle probabilità di *default*. Se la classificazione del rischio di credito in classi di probabilità è a sua volta soggetta al rischio di un'errata rappresentazione, si potrebbe concludere che la ripetizione delle analisi da parte di soggetti diversi dovrebbe ridurre il rischio di incorrere in errore. La presenza di più *rating* sarebbe pertanto in grado di rafforzare la fiducia degli utilizzatori in questo strumento. Nel caso di *split rating* il mercato media, difatti, tra i due giudizi, mostrando più spesso una avversione al rischio che fa prevalere in una certa misura il giudizio più negativo su quello positivo. Alle medesime conclusioni perviene S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 55.

¹⁷ V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 76, "Non bisogna confondere il *rating* con procedimenti di valutazione di tipo matematico-statistico volti a prevedere le insolvenze mediante l'utilizzo di variabili economico-finanziarie, puramente quantitative, messe in relazione da uno schema di analisi formalmente adeguato che produce un indicatore sintetico di solvibilità dell'impresa. Il *rating* non nasce da sole analisi di variabili quantitative, ma necessariamente anche dal giudizio dell'analista su elementi qualitativi, come le caratteristiche del *management*, l'adeguatezza della strategia, ecc. Esiste comunque una certa relazione tra il *rating* e la probabilità di *default*".

studiosi, la cui utilità si è parzialmente rivelata soltanto attraverso un arco temporale piuttosto limitato¹⁸.

L'affidabilità e la garanzia che gli investitori privati ed istituzionali ripongono sul *rating* è dovuta, in definitiva, alla reputazione ed all'indipendenza conquistate dalle principali agenzie sui mercati internazionali, le cui valutazioni hanno acquisito attualmente la caratteristica di parametro di riferimento sul merito creditizio (c.d. *benchmark*)¹⁹.

Normalmente la valutazione viene effettuata in seguito ad espressa richiesta da parte dell'emittente che, allo scopo di consentire un'analisi approfondita sui propri procedimenti decisionali e gestionali, consente ai *raters* il libero accesso ad informazioni riservate.

Accade sovente, tuttavia, che le agenzie provvedano di propria iniziativa all'assegnazione di un giudizio, dando luogo al fenomeno degli *unsolicited ratings*²⁰.

Quest'ultima ipotesi si verifica principalmente per motivi di *marketing*, ritenendo i valutatori opportuno espandere la propria attività su nuovi mercati di riferimento, oppure cercando di far apprezzare agli emittenti i vantaggi economici e/o finanziari di attività *rated oriented*²¹.

¹⁸ G. PINCHES-K. MINGO, *A multivariate analysis of industrial bond rating*, in *Journal of finance*, n. 3, 1973;

R. KAPLAN-G. URWITZ, *Statistical model of bonds rating: a methodological inquiry*, in *Journal of business*, n. 2, 1979.

¹⁹ In senso conforme L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 35 ss.; S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 31 ss.

²⁰ L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 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 *implicit* e risponde all'esigenza avvertita dal *rater* di fornire un'informativa 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*".

²¹ Secondo E. MONTI, *op. ult. cit.*, p. 8, "è anche legittimo il sospetto che - in taluni casi - l'attenzione delle agenzie possa rientrare in una sorta di azione di *marketing* di tipo *push and pull* tesa ad acquisire in un secondo momento un mandato diretto in forma permanente".

Per A. TAMAGNINI, in AA.VV., *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, cit., p. 34, "La principale implicazione della diffusione di una "cultura del *rating*" nel nostro Paese è ravvisabile nel ruolo cruciale che assumerebbe la "trasparenza" dell'informativa ai mercati, sotto diversi profili. In primo luogo, l'assegnazione del *rating* costituirebbe di per sé un fattore discriminante nell'accesso dei prenditori ai mercati, in termini sia di onerosità che di reperibilità dei fondi, poiché la mancanza di un *rating* verrebbe interpretata dagli investitori nel senso di una

Appare intuitiva la minore accuratezza dello strumento sopra descritto rispetto all'iniziativa *solicited*, dal momento che il rilascio dei relativi giudizi viene effettuato sulla base di informazioni liberamente reperibili sul mercato e senza alcun contraddittorio con i diretti interessati.

Gli emittenti *unrated* tentano, in determinate circostanze, di accedere egualmente ai mercati finanziari internazionali, facendo ricorso a metodi endoprocedimentali di valutazione (c.d. *internal ratings*)²².

Tale *modus operandi*, sviluppatosi soprattutto nella prassi bancaria, ha trovato espresso riconoscimento nei *Core Principles for Effective Banking Supervision* (c.d. Accordi di Basilea 2)²³, mediante i quali sono stati stabilite alcune procedure di valutazione comuni a livello transnazionale, allo scopo di standardizzare e rafforzare le misure di controllo e di supervisione sull'operato degli istituti di credito²⁴.

Risulta indubbia, in ogni caso, l'efficacia dei metodi interni di valutazione, fondati principalmente sugli elementi estrapolati dalla

indisponibilità del prestatore a fornire adeguate informazioni alle agenzie specializzate. E la scarsa trasparenza verrebbe ritenuta indice di un'intrinseca rischiosità. I prestatori di fondi avrebbero del resto interesse a fornire le necessarie informazioni alle agenzie specializzate, per evitare che si determini l'assegnazione di *unsolicited ratings* basati sulle sole informazioni pubblicamente disponibili (e pertanto generalmente peggiori rispetto ai *solicited ratings*), nonché ad aumentare la trasparenza delle stesse informazioni pubblicamente disponibili. D'altra parte, il *rating* renderebbe costantemente "trasparente" al mercato l'affidabilità del prestatore di fondi, perché costituirebbe una sintetica rappresentazione - agevolmente divulgabile e facilmente comprensibile - della valutazione continuativamente effettuata in merito dalle agenzie specializzate".

²² Per G. CAROSIO, in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, (a cura della Banca d'Italia), *cit.*, p. 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".

²³ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, "*Credit risk modeling: current practices and applications*", 1999.

²⁴ V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 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".

cosiddetta “centrale dei rischi”, nonché su dati storico-statistici relativi alla percentuale delle insolvenze maturate.

Il limite più evidente delle rilevazioni in oggetto, tuttavia, è costituito dalla mancanza di intersoggettività tra il soggetto valutato e l’agenzia valutatrice ed alla conseguente creazione di situazioni contrastanti, espressione palese del sottostante conflitto di interessi²⁵, unitamente alla situazione di mancata omogeneità delle procedure adottate, variabili presso ogni singolo operatore²⁶.

²⁵ G. ZADRA-A. CYBO OTTONE, *Agenzie di rating, banche e mercati finanziari. Il caso del mercato finanziario italiano alla luce delle esperienze estere*, in *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, (a cura di S. Pivato), cit., p. 184, “Ci si può chiedere perché non si sviluppi un’attività di *rating* di emanazione bancaria, dato che la banca dispone di una tecnologia simile all’agenzia di *rating*. Una prima ragione è dovuta al rischio di conflitto di interessi, nel caso in cui il *rating* fosse offerto da una banca piuttosto che da una società indipendente. Infatti, l’azienda di credito tradizionale non necessita di un meccanismo di certificazione verso i terzi della bontà della sua valutazione del singolo merito di credito, il che implicherebbe il rilascio di informazioni privilegiate acquisite nel rapporto di affidamento. Il meccanismo di monitoraggio della banca opera invece a posteriori, e in maniera “aggregata”, tramite l’osservazione della bontà del portafoglio crediti nel suo complesso, che è in qualche modo osservabile mediante l’analisi dei bilanci della banca. Se l’azienda di credito decidesse di offrire il *rating* a un affidato, i potenziali sottoscrittori potrebbero chiedersi se tale *rating* non sia “addomesticato”, in modo da abbassare il costo del capitale dell’affidato, a scapito dei sottoscrittori, con l’obiettivo di facilitare la permanenza di un rapporto contrattuale di lungo periodo con l’affidato, che è fonte di una serie di altri introiti per l’azienda di credito (consulenza, affidamento, servizi a pagamento, ecc.). Questo rischio sarebbe particolarmente grande nel caso di affidati di grosse dimensioni o, ancor più, se i principali soggetti interessati al *rating* fossero le stesse aziende di credito. Una possibile obiezione a tale argomento consiste nel fatto che il grado di soggettività implicito nella valutazione del *rating* è limitato. Ma così non è (...) nonostante i risultati della letteratura sul *reverse engineering* indichino un elevato grado di replicabilità dei giudizi delle agenzie di *rating*, è proprio sulla componente di variabilità non spiegata che si esercita la discrezionalità dell’agenzia di *rating*, e si possono verificare situazioni di conflitto. L’esistenza nella pratica del doppio *rating* e l’esistenza di *mispricing* tra il valore di mercato delle obbligazioni e il loro *rating* dimostrerà quanto delicato sia il problema”.

²⁶ I. BUFACCHI, *L’enigma dei bond senza rating*, in *Il Sole 24 Ore*, cit., dell’11 aprile 2002, “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 qual 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

3. La richiesta di elaborazione del *rating* viene rivolta generalmente dall'emittente, il quale necessita di corroborare il collocamento di un proprio titolo sul mercato mediante un giudizio sul relativo merito creditizio.

L'intero procedimento è composto dalle seguenti fasi operative:

- a) incontro preliminare del *management* con gli analisti;
- b) analisi di tutte le informazioni raccolte;
- c) emissione del giudizio e sua eventuale pubblicazione;
- d) attività di controllo e revisione (*monitoring*).

La prima fase assume importanza fondamentale, atteso che la valutazione in oggetto avviene, almeno secondo la prassi corrente seguita dalle principali agenzie, anche attraverso l'utilizzazione di elementi qualitativi, non desumibili dalla disciplina del bilancio di esercizio.

È indispensabile, pertanto, instaurare, durante tale fase della sequenza procedimentale, un rapporto corretto e leale tra i vertici aziendali ed il *team* degli analisti²⁷.

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: al costo di 15 mila euro".

²⁷ V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 85 ss.; S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 59.

A. ESMANECH, *op. ult. cit.*, p. 14 ss., "Il *rating*, del resto, è espressione estremamente sintetica di un giudizio e le note, pure queste sintetiche, diffuse attraverso i bollettini delle società valutatrici non consentono addirittura allo stesso valutato di percepire sempre in modo compiuto ed esauriente le motivazioni che stanno alla base dell'attribuzione del *rating*. È più dal colloquio che si sviluppa tra le parti che il valutato percepisce le ragioni particolari che hanno determinato la valutazione. Sotto questo profilo diventa molto utile allacciare rapporti personali aperti; il fatto, a quanto ho potuto constatare, è gradito agli stessi analisti. D'altra parte, questi colloqui consentono scambi di opinioni costruttivi, dando l'opportunità alla banca di sostenere le proprie ragioni ed il proprio punto di vista, così come di ricevere informazioni che la riguardano e che attingono alle motivazioni che stanno alla base dell'attribuzione del *rating*. Inoltre se si avvertono perplessità su taluni elementi della valutazione, tali colloqui possono quantomeno portare allo sviluppo di nuove riflessioni e/o ulteriori approfondimenti. (...) in ultima analisi questi approfondimenti consentono di sviluppare una maggior conoscenza del soggetto valutato (...). Questo significa che le società di *rating* non solo hanno accesso a notizie e informazioni che normalmente non trapelano dalla banca e non vengono rese di pubblico dominio ma, più importante, sono in grado di verificare se i percorsi tracciati, che peraltro devono risultare compatibili con le risorse finanziarie, tecnologiche e umane, vengono poi coerentemente impostati e portati a termine. In questo senso, non porrei il problema dei costi che un analista esterno deve sopportare per pervenire ad una buona conoscenza della banca: più che di un problema di costi si tratta di un problema di adeguatezza dell'informazione; ovvero, in altre parole, pur sostenendo un costo (che ritengo peraltro essere tendenzialmente più contenuto), l'analista esterno non può ottenere un quadro completo ed esaustivo del soggetto esaminato, quale è reso possibile alle società di *rating*".

I primi, infatti, debbono fornire dati veritieri e rendere edotti i valutatori sulle linee di sviluppo futuro delle attività sottostanti l'emissione dei titoli. I secondi, invece, sono chiamati a far comprendere l'*iter* valutativo seguito ed i criteri adottati.

Lo scopo precipuo dei primi incontri è puramente conoscitivo, dal momento che è volto esclusivamente a creare un clima di collaborazione e fiducia reciproci.

Non va trascurato, infatti, che l'agenzia di *rating*, per poter essere effettivamente messa in condizione di rilasciare un giudizio accurato ed obiettivo, deve essere resa edotta di molteplici processi aziendali di natura riservata (ad es. *know-how*, operazioni straordinarie in corso di preparazione, diritti di privativa non brevettati, ecc.) i quali, se rivelati, oltre ad avere ripercussioni sull'andamento dei titoli (c.d. notizie *market-sensitive*), potrebbero far perdere all'azienda l'eventuale posizione di vantaggio detenuta sul mercato nei confronti dei principali *competitors*²⁸.

La predetta fase preliminare termina con il conferimento formale, da parte dell'emittente, dell'incarico professionale all'agenzia.

²⁸ Per L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 15, "è opportuno sottolineare che gli analisti dell'agenzia di *rating* hanno la possibilità di accedere ad una certa quantità di informazioni non pubbliche. Successivamente al perfezionamento dell'accordo tra agenzia e società emittente, gli analisti partecipano difatti a riunioni con il *management* della società cliente nel corso delle quali possono richiedere di consultare documenti interni, quali i bilanci previsionali e i prospetti della contabilità analitica. Il *rater* si pone quindi in una posizione privilegiata rispetto a qualsiasi altro analista esterno, anche se tale posizione non arriva a coincidere con quella di un analista interno alla società, che comunque dispone di una mole ben superiore di informazioni delle quali molte hanno carattere riservato e non vengono portate a conoscenza del *rater*. La possibilità per il *rater* di avvicinarsi comunque alla posizione di un analista interno, e quindi di fornire un giudizio sul rischio creditizio il più aderente possibile a quello reale, dipende dalla durata del rapporto tra le due parti e dalla situazione in cui si trova l'emittente. Il consolidarsi del rapporto tra agenzia di *rating* e società emittente comporta non solo una graduale crescita della fiducia di quest'ultima, ma permette altresì all'agenzia di *rating* di "stratificare" le informazioni e di giungere ad una conoscenza sempre più approfondita del proprio cliente. Va peraltro evidenziato che la volontà dell'emittente di comunicare a terzi informazioni riservate sulla propria azienda potrebbe - come già accennato - essere positivamente correlata con la "positività" dei risultati aziendali; in altri termini, è molto più probabile che il cliente comunichi al *rater* informazioni che possono portare ad un miglioramento del *rating* che non informazioni che potrebbero riflettersi in un suo peggioramento. E ciò è vero sia nella fase iniziale di assegnazione del *rating*, sia durante la vita del prestito, ossia nella fase di *monitoring*".

4. L'agenzia di *rating* procede successivamente all'elaborazione ed alla valutazione dei dati raccolti, analizzando una numerosa serie di parametri qualitativi e quantitativi di riferimento e, precisamente:

- le informazioni sull'azienda;
- lo scenario economico ed il relativo contesto politico;
- il settore di attività ed i mercati di riferimento;
- l'analisi del processo produttivo aziendale;
- i dati di bilancio, l'analisi dei flussi di cassa, il *business plan*, la qualità del *management*;
- l'utilizzo delle risorse umane, i piani di ricerca e sviluppo, le politiche di incentivazione, le politiche di *marketing*;
- le aree di rischio e le possibili variabili di scenario²⁹.

I predetti criteri variano sensibilmente a seconda della natura del soggetto valutato, dei parametri presi in considerazione dalle principali agenzie, dell'arco temporale in cui la valutazione stessa viene ad operare. Per tali ragioni solitamente si sostiene che il *rating* rappresenta un'arte e non una scienza³⁰.

In un'ottica di lungo periodo l'analisi si concentra sui fattori fondamentali che possono influenzare la capacità dell'emittente di pagare i debiti, quali un netto rallentamento economico, un cambiamento radicale della strategia direttiva o l'evoluzione del quadro normativo. Il *rating* non segue le oscillazioni legate alla natura dell'attività, al ciclo della domanda o dell'offerta, ai movimenti di mercato di breve termine.

Tra gli elementi più importanti su cui si concentra l'analisi figurano i fattori che determinano la generazione dei flussi di cassa e, in particolare, la prevedibilità e sostenibilità di tali flussi.

²⁹ Gli elementi su cui focalizza l'analisi *Moody's Investors Service* consistono nei seguenti:
i) storia del gruppo e dell'entità che effettuerà l'emissione del debito;
ii) strategia e filosofia aziendale, generalmente presentate dall'amministratore delegato, dal direttore finanziario o da entrambi;
iii) analisi completa del rischio commerciale, articolata su analisi settoriale, posizionamento competitivo, ciclicità e stagionalità, vulnerabilità ai cambiamenti tecnici e quadro normativo; iv) analisi approfondita del rischio finanziario dell'azienda imperniata su: - stabilità e prevedibilità dei flussi di cassa e capacità di rispettare gli obblighi di servizio del debito; - evoluzione e prospettive del margine operativo; - struttura dei costi e capacità di generare efficienze; - analisi patrimoniale, in termini di profilo, scadenza e ammontare del debito, comprendente anche la valutazione prospettica delle proiezioni finanziarie per i tre anni successivi;
v) analisi degli organi direttivi in termini di esperienze precedenti e di visione strategica sul futuro dell'azienda, nonché sulla capacità comprovata di attuare tale strategia con successo.

³⁰ *Standard & Poor's corporate rating criteria*, New York, 2001, p. 3.

I fattori di rischio specifici considerati per l'attribuzione del *rating* variano, tuttavia, in maniera notevole a seconda del settore economico considerato.

Risulta essenziale, in ogni caso, procedere alla valutazione di ogni settore di riferimento (società industriali, istituzioni finanziarie, Stati sovrani ed enti locali, entità internazionali, società industriali) mediante l'utilizzo di criteri parametrici, elaborati secondo criteri di omogeneità³¹.

Nel settore *corporate*, ad esempio, vengono presi dapprima in considerazione gli aspetti macroeconomici, quali le dinamiche dei costi e dei prezzi, il livello di concorrenza nazionale ed internazionale, i sistemi di innovazione tecnologica e le eventuali ricadute sul processo produttivo dell'azienda presa in esame³².

Quest'ultima, inoltre, viene inserita all'interno di un quadro politico e normativo specifico, oggetto di valutazione preliminare (c.d.

³¹ M. SALA, *op. ult. cit.*, p. 165 ss., "Per l'analista lo sforzo maggiore è, a questo punto, quello di una buona riclassificazione del bilancio aziendale. Se il bilancio viene riclassificato in una forma espressiva dell'effettiva situazione economica e patrimoniale, il modello effettuerà calcoli relativamente affidabili e significativi. Ma se i dati di partenza sono falsati, gli automatismi del *rating* portano inevitabilmente a conclusioni errate. A questo proposito occorre sottolineare come, in presenza di un modello di *rating* che utilizza dati di bilancio relativi ad una serie di esercizi, l'uniformità del metodo di riclassificazione diventa una componente imprescindibile. Utilizzare metodologie o, peggio ancora, schemi di riclassificazione differenti nell'analisi dei diversi esercizi di una medesima società o nel confronto di due società diverse può ingenerare distorsioni nella traduzione in giudizi di *rating* dei risultati di queste elaborazioni (...). Tre peculiarità delle procedure di *rating* vanno a questo punto sottolineate:

- *l'obiettività*: il *rating* parte da numeri, da cifre verificabili, da *input* quantitativi. Se le cifre sono affidabili, il *rating* ha il grande vantaggio di mettere ogni soggetto analizzato sullo stesso piano, determinandone un grado di affidabilità che è funzione esclusiva degli indici presi in considerazione (gli stessi indici per i vari soggetti). Ciò differenzia il *rating* da molte metodologie di analisi che, nel tentativo (apprezzabile) di cogliere in maniera esaustiva tutti gli elementi qualitativi e quantitativi della realtà aziendale, finiscono per diluire in maniera eccessiva le conclusioni. D'altro canto lo differenzia anche dalle "metodologie" che, nell'attribuzione di un giudizio circa l'affidabilità di un'impresa, prediligono elementi quali la storia dell'imprenditore o la stretta amicizia con lo stesso;

- *la dinamicità*: il *rating* guarda al grado di solvibilità di un operatore economico. Per definizione, la solvibilità che più interessa è quella prospettica. Chi presta denaro è interessato ad acquisire garanzie sulla capacità del debitore di rimborsare capitale ed interessi in futuro. Non vi stupirete quindi del fatto che, tra gli indici presentati in seguito, un ruolo importante sia rivestito da indici che valutano le *performance* prospettiche più verosimili;

- *la sinteticità*: il *rating* si riassume in una classe di affidabilità collocabile in un numero, in una lettera o una combinazione di essi. Ciò esalta la fruibilità del *rating* dal punto di vista operativo".

³² V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 88, "Per la valutazione del rischio d'impresa a cui far corrispondere il *rating* dell'emissione occorre procedere per fasi successive: dapprima occorre identificare il contesto ambientale di riferimento, poi le caratteristiche del settore ed infine la posizione competitiva dell'impresa. È opportuno separare l'attività di *rating*, su cui poggia il giudizio in senso stretto, in fasi distinte".

rischio-Paese), al fine di determinare l'incidenza riflessa degli eventuali interventi di assistenza statale, del livello di regolamentazione o liberalizzazione dei mercati di riferimento, delle politiche monetarie e dei tassi di cambio, della concreta capacità di rispettare gli impegni assunti a servizio del debito.

Il passaggio successivo è costituito dalla valutazione della posizione di mercato rivestita dall'impresa³³ in oggetto nei confronti dei principali concorrenti, con particolare riguardo sia alla capacità di generare un consistente *cash-flow* da destinare al servizio del debito, sia di controllare, nel contempo, il livello dei costi operativi.

Sotto tale profilo assumono peculiare rilevanza la situazione finanziaria dell'impresa e le potenziali fonti di liquidità, la rilevazione della struttura societaria e degli eventuali rapporti partecipativi infragruppo, le garanzie concesse dalla *holding* o da eventuali terzi a supporto dell'attività intrapresa dalle società operative.

I risultati raggiunti vengono successivamente sottoposti ad uno studio ipotetico, legato ad eventi di natura straordinaria (c.d. *stress-testing*), i quali potrebbero astrattamente determinare un deterioramento delle condizioni di solvibilità dell'emittente (ad es. fusioni, acquisizioni, *leveraged buy-out*, calamità naturali, modificazioni della normativa di riferimento, controversie legali, ecc.).

³³ V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 90 ss., "Uno dei fattori chiave dell'analisi è la definizione dell'arena competitiva, che può basarsi su una molteplicità di variabili diverse o su una particolare combinazione di più elementi, tipicamente costituita dagli elementi del *marketing mix* (prodotto, prezzo, distribuzione, promozione e pubblicità). La quota di mercato della società ha un ruolo importante, anche se non necessariamente una quota di mercato elevata è indice di redditività. Infatti è opportuno comprendere se l'impresa tende ad essere *leader* di costo, e quindi sfrutta le economie di scala per ridurre sia i costi fissi che i costi variabili, oppure cerca di differenziare il prodotto insistendo su una politica di *marketing* colta a promuoverne il marchio e l'immagine. La dimensione è un altro fattore determinante per capire quale profilo di rischio appartiene all'impresa; la piccola dimensione generalmente sconsiglia la richiesta del *rating* in forma tradizionale. Infatti, il costo del processo di *rating* è grossomodo costante, il che condiziona l'economicità dell'operazione al di sotto di una certa soglia di fatturato o di margine; viceversa il rischio che si identifica con il *rating* non può portare beneficio, in quanto la massa critica non è tale da apprezzare le economie di scala. Occorre valutare il grado di differenziazione dei settori nel caso la società disponga di numerose aree strategiche. Tanto più il portafoglio prodotti è differenziato tanto meno l'impresa ha concentrato il rischio di settore. È chiaro che avendo una così forte differenziazione riuscirà a gestire una strategia di portafoglio che subirà l'effetto della rischiosità specifica del settore, adeguatamente ponderato in relazione alla dimensione del portafoglio. Infine, occorre valutare il rischio finanziario e quello operativo per ciascuna impresa, cogliendo ad esempio il grado di indebitamento e la relazione tra i costi fissi ed i costi variabili che possono rendere maggiormente vulnerabile l'impresa nei confronti della concorrenza".

L'analisi, infine, si rivolge allo studio delle caratteristiche soggettive aziendali.

La qualità e capacità del *management*, nonostante costituiscano elementi di difficile quantificazione, rappresentano uno dei fattori maggiormente significativi al riguardo.

Le strategie gestionali, pertanto, possono fornire importanti indicazioni relativamente alla capacità dell'impresa di competere sul mercato, ovvero nei confronti delle politiche adottate a favore delle società controllate o sull'intenzione di fare ricorso a diversificate fonti di finanziamento.

La valutazione del *management* tiene conto anche della comparazione dei risultati raggiunti negli esercizi precedenti rispetto agli obiettivi indicati nei piani previsionali, la cui puntuale osservanza dovrebbe costituire garanzia anche per il perseguimento degli obiettivi futuri³⁴.

³⁴ S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 57 ss., “La valutazione dell’agenzia non si basa primariamente sulle proiezioni e sui piani dell’emittente, che invece hanno la funzione di indicare i progetti futuri del *management*, le prospettive che si potrebbero aprire all’impresa, il modo in cui i dirigenti valutano la propria azienda e la capacità dell’alta direzione di affrontare problemi di natura esogena o mutamenti congiunturali. Gli incontri permettono agli analisti di vedere oltre i puri indici numerici, di cogliere sensazioni, di ottenere notizie riservate, di individuare problemi che non risultano da nessun libro contabile. L’obiettivo di raggiungere una conoscenza il più profonda possibile dell’emittente è favorito dalla confidenzialità degli incontri: tutte le informazioni riservate di cui gli analisti entrano in possesso vengono utilizzate al solo scopo di elaborare il *rating* definitivo e non vengono comunicate a terzi o ad altre unità esterne alla divisione che sta curando l’assegnazione. Una parte importante del processo di analisi è la valutazione della qualità dei dati contabili a disposizione, per verificare se i coefficienti e le serie statistiche da essi tratte possono essere utilizzate per definire la situazione dell’azienda e per attuare confronti con realtà omogenee, o se, al contrario, sono totalmente fuorvianti”.

A. ESMANECH, *op. ult. cit.*, p. 18 ss., “Credo di poter affermare che le società di *rating* attribuiscono molta importanza alla qualità del *management*: i risultati, l’intermediazione, la qualità degli *assets* possono, in determinati momenti storici della banca, presentarsi sotto un aspetto del tutto positivo, ma il mantenimento qualitativo non può assolutamente prescindere dalle persone deputate a gestire i fatti aziendali. Se una banca ha un buon *management* è preferibile che lo presenti: quando viene ben valutato si traduce in un *quid* in più che va a concorrere favorevolmente nell’attribuzione del *rating* (...). Lo sviluppo temporale del rapporto consente poi agli analisti di verificare in concreto se queste linee strategiche vengono effettivamente impostate, realizzate e portate a compimento. La coerenza tra quanto si afferma e quanto poi si realizza credo sia uno dei punti sui quali i valutatori pongono molta attenzione: in certo qual senso questo porta ad esprimere un giudizio sulle attitudini della banca ad operare per obiettivi e sull’abilità del suo *management* a perseguire e concretizzare gli obiettivi stessi. Questo, ad esempio, è chiaramente un punto di vantaggio a favore della società di *rating* rispetto ad analisti esterni, a coloro cioè che dispongono solo di informazioni “pubbliche”, essenzialmente riferibili ai bilanci ed alle notizie di stampa e sulle quali informazioni costruiscono poi il loro giudizio”.

L'analisi degli indici quantitativi, invece, si fonda principalmente sullo studio degli elementi desumibili dai bilanci degli ultimi esercizi, nonché dei relativi criteri di redazione.

Assumono, in tale prospettiva, importanza fondamentale gli indici di solidità patrimoniale, per mezzo dei quali le *rating agencies* riescono a stabilire la solvibilità del soggetto emittente.

Viene preso in considerazione, in primo luogo, il rapporto tra il debito finanziario netto ed il patrimonio netto (*debt/equity*)³⁵.

Tale indice assolve il fondamentale compito informativo sul rapporto esistente tra mezzi di terzi, acquisiti dall'impresa, e mezzi propri disponibili - capitale sociale e riserve -, i quali presentano coefficienti di remunerazione assai diversi.

Il capitale di credito, infatti, viene apportato a titolo provvisorio da terzi sottoscrittori ed è remunerato in base all'andamento del mercato; il capitale di rischio, invece, viene conferito dai soci a titolo permanente e la sua remunerazione è direttamente correlata alle *performances* dell'azienda. Dal punto di vista della solvibilità, pertanto, il patrimonio netto presenta una maggiore sicurezza rispetto all'indebitamento finanziario.

Per le suddette ragioni un elevato rapporto *debt/equity* si riverbera in maniera penalizzante sul relativo *rating*.

Gli indici di copertura sugli oneri finanziari, invece, misurano la capacità dell'emittente di far fronte ai relativi pagamenti mediante la generazione operativa dei flussi di cassa.

I principali parametri cui fare riferimento sono:

- il Margine Operativo Lordo (M.O.L.), che esprime il risultato della gestione operativa al lordo degli ammortamenti;

- l'Utile Operativo Netto (U.O.N.), che rappresenta l'ammontare della gestione operativa al netto degli ammortamenti;

- il Flusso di Circolante della Gestione Operativa (F.C.G.O.), il quale configura il saldo tra il M.O.L., gli investimenti materiali e immateriali, i costi capitalizzati.

Tutti gli indici sopra descritti devono essere rapportati al saldo tra gli oneri e proventi finanziari, depurati da ogni componente straordinaria e /o non ricorrente (c.d. *gearing*)³⁶.

³⁵ M. SALA, *op. ult. cit.*, p. 165 ss.

³⁶ V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 133, "L'analista, al termine del processo di valutazione, deve considerare che ogni *business* è caratterizzato da cicli e, a sua volta, ogni impresa attraversa dei periodi che, soprattutto se ci si limita all'analisi dei dati contabili, fanno emergere dei risultati

Viene successivamente studiata dai valutatori, tramite l'analisi di solvibilità, la stabilità temporale dei margini operativi sopra descritti.

L'elevata variabilità di questi ultimi si ripercuote negativamente sul punteggio attribuibile al relativo *rating*.

Un altro rilevante parametro patrimoniale, infine, consiste nella capacità di analizzare la generazione dei flussi di cassa prospettici, calcolata mediante il confronto tra la serie storica dei flussi medesimi ed il rendiconto finanziario dell'ultimo esercizio³⁷.

I <fondamentali> presi in considerazione dalle principali agenzie in sede di valutazione degli istituti di credito si fondano, invece, sul modello denominato C.A.M.E.L. (*Capital, Asset-quality, Management, Earnings, Liquidity*)³⁸.

Il primo aspetto gestionale consente di valutare in quale misura la banca possa controbilanciare i rischi con un adeguato ammontare di mezzi propri.

Un elevato grado di capitalizzazione permette, inoltre, l'assunzione di aggressive strategie espansive sui mercati e l'eventuale sostegno che

molto floridi che in realtà dipendono da scelte passate ed altri periodi di crisi economica che in realtà sono ulteriormente penalizzati dagli sforzi che l'impresa produce per garantire un futuro migliore, sostenuto da rilevanti investimenti in ricerca e sviluppo (...). Il *rating* deve esprimere un giudizio di tendenza che riduce l'effetto esaltato dei cicli economici, informando il mercato sulle potenzialità profonde dell'impresa (...). Tale valutazione è determinante per limitare l'effetto delle bolle speculative che esaltano l'effetto ciclico in alcuni periodi, come quello recentemente trascorso sulla valutazione dei titoli tecnologici".

Per ulteriori dettagli cfr. W. TREACY-M. CAREY, *Credit risk rating at large U.S. banks*, in *Federal Reserve Bulletin*, 1998, n. 84.

³⁷ Secondo *Moody's investors service* "profitability is the ultimate determinant of the success or failure of an institution".

V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 130, "L'analisi della redditività di un'impresa mette in luce le capacità di servizio del debito, sintetizzato nel rischio finanziario, cioè la possibilità che il conto economico non generi un livello sufficiente di risorse per il pagamento degli interessi passivi. L'analisi comprende sia la misura assoluta della capacità della società di produrre reddito, sia la predisposizione di indici finanziari che pongono in relazione il reddito prodotto con le variabili più significative. Ovviamente, quanto maggiore è la capacità reddituale dell'impresa, tanto più la stessa potrà godere di un accesso privilegiato al mercato finanziario; infatti, oltre all'autofinanziamento generato all'interno, sarà in grado di attrarre capitali di terzi a un costo ragionevole, garantiti dalla capacità di servizio all'indebitamento. Le misure più frequentemente utilizzate per analizzare la redditività di un'impresa sono:

- redditività operativa (ROI) (*acronimo di Return On Investments* - il corsivo è nostro);
- redditività delle vendite (ROS) (*acronimo di Return On Sales* - il corsivo è nostro);
- redditività operativa scomposta per linea di *business*;
- analisi della leva operativa: composizione dei costi fissi e dei costi variabili;
- tasso di incidenza degli oneri finanziari sul risultato ante imposte, al lordo degli oneri finanziari".

³⁸ A. ESMANECH, *op. ult. cit.*, p. 26 ss.; L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 22 ss.

potrebbe essere garantito dal sistema pubblico in caso di dissesto finanziario (c.d. regola *too big to fail*).

Un ulteriore indicatore, particolarmente adoperato in ambito bancario, è rappresentato dalla redditività generata dai mezzi propri, meglio conosciuta con l'acronimo R.O.E. (*Return On Equity*).

Anche gli elementi dell'attivo assumono importanza fondamentale, sebbene tale valutazione risulti assai complessa e fondata su criteri soggettivi non omogenei di natura interna, i quali si sottraggono in larga misura a verifica da parte di analisti esterni.

La qualità del *management* riveste, come già precisato, un ruolo cruciale in termini di politiche operative seguite e di coerenza nel perseguimento dei *goals* programmati.

La redditività misura, da un lato, la capacità dell'impresa di creare valore aggiunto, necessario a salvaguardare un adeguato grado di patrimonializzazione e, dall'altro, fornisce un'indicazione quantitativa piuttosto significativa sulla qualità dell'attivo, sul controllo dei costi e sulla generazione dei ricavi.

La valutazione sulla solvibilità di una banca non può prescindere, infine, dall'esame del rischio di liquidità (c.d. *liquidity trap*), costituente spesso fattore essenziale per il superamento di eventuali stati di crisi³⁹.

³⁹ A. SAUNDERS, *Credit risk measurement*, New York, 1999, p. 10 ss.

5. Terminata la fase di studio ed analisi dei dati, raccolti⁴⁰ secondo

⁴⁰ Per fornire un orientamento riguardo la complessità dell'attività valutativa, si riportano integralmente i principali fattori presi in considerazione per gli emittenti industriali all'interno degli *Standard & Poor's corporate ratings criteria*, New York, 2000, p. 37 ss.:

Rischio Paese

i) *mix* geografico dei diversi *business*; ii) rischio-Paese relativo allo Stato di origine; iii) rischio-Paese degli altri Stati in cui si opera; iv) indicatori macroeconomici e microeconomici rilevanti; v) considerazioni rilevanti di natura politica; vi) importanza locale e internazionale della società; vii) posizionamento competitivo in termini di vendite e profitti; viii) sostegno statale a favore del settore privato; ix) relazioni della società con il governo; x) appartenenza a gruppi; xi) importanza del settore per lo Stato; xii) importanza del settore per l'occupazione; xiii) importanza dell'impresa per gli scambi con l'estero.

Rischio del settore di attività

i) caratteristiche del settore; ii) ciclicità dell'attività; iii) stabilità/dinamicità del mercato; iv) impatto di forze economiche esogene sull'attività; v) caratteristiche della domanda; vi) caratteristiche base della struttura finanziaria delle imprese del settore; vii) caratteristiche dell'offerta; viii) regolamentazione statale o sovranazionale; ix) potenziali mutamenti nella legislazione; x) frammentazione/concentrazione del settore; xi) barriere all'entrata.

Posizione competitiva

i) abilità nella gestione commerciale e nelle vendite; ii) distribuzione delle quote di mercato; iii) importanza della ricerca e sviluppo; iv) livello di assistenza post-vendita; v) dipendenza da pochi clienti; vi) esistenza di contratti di vendita a lungo termine; vii) diversificazione; viii) dimensione d'impresa ed organizzazione interna.

Efficienza operativa

i) capacità di migliorare i margini di profitto; ii) *leadership* di prezzo; iii) integrazione verticale delle attività svolte; iv) caratteristiche di impianti e macchinari; v) disponibilità di materie prime e rapporti di fornitura; vi) produttività del capitale e del lavoro; vii) caratteristiche della forza lavoro; viii) costi per l'energia necessaria.

Valutazione del management

i) risultati economico-finanziari conseguiti; ii) capacità di previsione e pianificazione; iii) caratteristiche del sistema di controllo; iv) politiche finanziarie adottate; v) coinvolgimento, coerenza, credibilità; vi) abilità gestionale del *management*; vii) opinione su fusioni e acquisizioni; viii) confronto dei risultati con i concorrenti; ix) esistenza di piani di incentivazione.

Qualità dei dati contabili

i) caratteristiche della società di revisione; ii) principi contabili adottati; iii) metodo di valutazione delle rimanenze; iv) avviamento ed attività immateriali; v) politiche di ammortamento; vi) area di consolidamento; vii) politica degli accantonamenti e delle svalutazioni.

Redditività

i) rendimento del capitale; ii) indici di copertura ante imposte; iii) margini di profitto; iv) redditività degli investimenti per area d'affari; v) cause di potenziale crescita dei profitti; vi) copertura delle uscite connesse ai pensionamenti; vii) autofinanziamento della crescita; viii) redditività corretta per l'inflazione; ix) implicazioni di natura fiscale sulla determinazione del reddito d'impresa.

Indebitamento e copertura dell'attivo

i) indici di indebitamento sul capitale; ii) impegni complessivi rispetto al capitale; iii) azioni non ordinarie; iv) caratteristiche degli impegni non contabilizzati; v) natura degli investimenti; vi) gestione del capitale circolante; vii) valore e natura delle attività immateriali; viii) riserve tacite.

Adeguatezza dei flussi di cassa

modalità procedurali destinate a rimanere segrete nei confronti dell'emittente e dei terzi, l'agenzia di *rating* provvede all'emissione di un giudizio provvisorio ed alla successiva comunicazione del medesimo al cliente. Quest'ultimo può accettare il giudizio espresso e consentirne, quindi, la pubblicazione sui principali bollettini destinati al mercato finanziario.

Attraverso la suddetta pubblicazione la società di *rating* assume il conseguente obbligo di procedere al monitoraggio ed aggiornamento costante sul merito di credito del soggetto valutato, al fine di percepirne l'evoluzione nel breve periodo (c.d. *outlook*), nonché di procedere all'apprezzamento o al declassamento (c.d. *upgrading* o *downgrading*) del giudizio iniziale.

Qualora il *rating* venga comunicato soltanto all'emittente senza essere divulgato al pubblico, lo stesso assume una natura "riservata", fenomeno piuttosto infrequente nella pratica⁴¹.

i) entità e scopo dei futuri investimenti di capitale; ii) flessibilità e discrezionalità dei futuri investimenti di capitale; iii) variabilità dei flussi di cassa futuri; iv) flussi di cassa e copertura degli investimenti; v) flussi di cassa e copertura del debito; vi) flussi disponibili e relativi indici.

Flessibilità finanziaria

i) fabbisogno di finanziamenti; ii) piani di finanziamento previsti; iii) alternative di finanziamento disponibili/situazioni contingenti; iv) flessibilità della spesa per investimenti; v) attività/obbligazioni fuori bilancio; vi) livello di indebitamento a breve; vii) caratteristiche temporali del servizio del debito; viii) relazioni con enti creditizi; ix) squilibrio esistente tra fonti e impieghi; x) caratteristiche della proprietà e appartenenza a gruppi; xi) immagine e notorietà sui mercati finanziari.

⁴¹ V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 67 ss.

Per L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 18 ss., "Le ragioni che possono indurre a richiedere un *rating* non pubblico sono riconducibili agli effetti - presumibilmente negativi - che la divulgazione di una valutazione sul rischio creditizio di un determinato titolo potrebbe determinare. Solitamente il debitore è conscio del basso profilo dei propri titoli, ma non sempre è in grado di valutare con precisione la loro qualità rispetto agli altri titoli in circolazione. Per tale motivo egli può richiedere un *rating* riservato, in previsione di un miglioramento dello stesso e della successiva richiesta di un *rating* pubblico. Un'altra ragione che potrebbe indurre alla richiesta di un *rating* riservato o di una prima valutazione sui titoli rimanda alla volontà della società di individuare il momento più opportuno per effettuare l'emissione. Come verrà in seguito approfondito, il livello del *rating* di un'emissione si riflette difatti sulla possibilità di collocare agevolmente il prestito sul mercato e sul rendimento che deve essere assicurato agli investitori al fine di stabilire un corretto rapporto rischio-rendimento. Di fatto, la maggior parte dei *rating* sono pubblici e le agenzie di *rating* solitamente non assegnano *rating* non pubblici se non in una fase preliminare alla divulgazione del *rating*. Tale comportamento è giustificato *in primis* dal fatto che la riservatezza del *rating* appare in qualche modo in contrasto con la funzione di quest'ultimo, ossia con la volontà dell'emittente di far sì che attraverso la circolazione sui mercati di un indicatore di rischio si determinino le migliori condizioni per il classamento dei titoli. Ancora più importante appare comunque la constatazione che la credibilità del *rater*, e conseguentemente la sua quota di mercato, dipendono significativamente dal numero di *rating* che egli ha emesso e che sono noti al mercato; la mancata

Qualora il committente non condivida il giudizio può chiedere agli analisti una revisione della valutazione, adducendo nuove motivazioni e fornendo tutte le informazioni all'uopo necessarie⁴².

Dopo aver effettuato l'ulteriore esame di tutte le informazioni disponibili il *rating* viene definitivamente assegnato, indi successivamente comunicato all'emittente e reso noto al mercato⁴³.

divulgazione del *rating* potrebbe pertanto costituire un fattore negativo per la sua reputazione se il fenomeno si ripetesse con frequenza. In secondo luogo, tendono a sollecitare la pubblicità del *rating* considerazioni di carattere economico. Le commissioni pagate dagli emittenti per l'attribuzione del *rating* rappresentano una consistente percentuale del totale dei ricavi di un'agenzia; l'altra fondamentale componente di ricavo è rappresentata dalle commissioni derivanti dalla divulgazione del *rating*, ossia dalle quote di sottoscrizione delle pubblicazioni dell'agenzia. Se dunque i *rating* riservati fossero una componente non trascurabile dell'attività dell'agenzia verrebbe a mancare una rilevante fonte di ricavo. È tuttavia evidente che qualora il risultato della valutazione del *rater* sia inaspettatamente negativo - eventualità che sembra piuttosto rara - la rinuncia alla divulgazione del *rating* da parte dell'agenzia, oltre che da specifiche clausole del contratto stipulato tra emittente e agenzia di *rating*, può essere giustificata dalla volontà di quest'ultima di mantenere rapporti di clientela con l'emittente".

⁴² V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 157, "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".

⁴³ S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 59, "Da questo momento l'emittente e il titolo in questione sono tenuti costantemente sotto controllo: lo scambio di informazioni e i contatti con la società o la banca interessata sono continui e l'agenzia è sempre pronta ad attuare una nuova analisi, quando subentrino eventi o mutamenti tali da poter modificare il *rating* assegnato in precedenza".

6. L'ultima fase del complesso *iter* procedimentale, caratterizzata dalle modalità di revisione del giudizio (c.d. *monitoring*), risulta molto più agevole e semplificata rispetto alla prima assegnazione, dal momento che i rapporti instauratisi con l'emittente consentono un costante scambio di informazioni⁴⁴.

La continua attività di sorveglianza permette all'agenzia di cogliere le variabili di scenario durante l'intero arco temporale dell'emissione di un titolo, allo scopo di pervenire al successivo apprezzamento o declassamento del relativo rischio di insolvenza.

Il *monitoring* dà luogo ad un imponente sforzo organizzativo da parte delle *rating agencies*, le quali predispongono, all'interno delle strutture di riferimento, apposite sezioni specializzate (c.d. *creditwatch*).

Accanto al giudizio sul titolo, pertanto, vengono apposte le seguenti indicazioni:

a) *negative*, se esiste una possibilità di abbassamento del *rating*;

⁴⁴ S. PIVATO, *op. ult. cit.*, p. 59 ss., "Il rapporto che si crea tra agenzia ed emittente si concretizza in un continuo scambio di informazioni: da un lato, perché non vi siano degradazioni nel *rating*, la società deve informare tempestivamente sulle evoluzioni della propria situazione economico-competitiva; per esempio, se una società *rated* effettua nuove emissioni o modifica sostanzialmente la propria struttura finanziaria senza informarne l'agenzia, il titolo sottoposto a *rating* viene subito degradato per mancanza delle informazioni indispensabili. D'altro canto, gli analisti comunicano la propria interpretazione degli accadimenti ed i quesiti che sorgono per poter avere delucidazioni ed essere in grado di esprimere sempre un giudizio corretto. Nuove prospettive di sviluppo, distribuzioni di utili, *trend* mutevoli di settore vengono analizzati molto di frequente; altrettanto spesso sono controllati i *ratios* finanziari e confrontati con quelli dei concorrenti omogenei. Sono frequenti anche gli incontri informali con il *management* delle diverse emittenti, per discutere dell'evoluzione generale dell'economia, delle eventuali modifiche ai piani finanziari e di investimento delle loro società, dei problemi specifici di settore: tali incontri sono molto importanti perché permettono agli analisti di approfondire la conoscenza del *management* di un emittente al di fuori della formalità legata alla valutazione e di giudicarne il realismo e il livello di comprensione dei problemi e degli sviluppi della situazione. Venire a contatto con più gruppi dirigenti, o più volte con lo stesso gruppo nel corso di un anno, consente da un lato di confrontare le diverse strategie e di valutare l'efficacia relativa di diverse linee di condotta, dall'altro di segnare passo per passo l'attuazione di un piano o la risoluzione di un problema, valutando la reale capacità di raggiungere gli obiettivi perseguiti. Un'acquisizione, una scalata, un aumento consistente dell'indebitamento, un'OPA, sono tutti eventi in grado di modificare il giudizio; comunque indipendentemente da avvenimenti straordinari, il *rating* viene rivisto in modo formale almeno una volta all'anno: tutti gli emittenti valutati sono tenuti a fornire all'agenzia una documentazione aggiornata sulla propria situazione economica, finanziaria e competitiva e i piani strategici aggiornati o modificati. Se una prima analisi evidenzia cause di potenziale revisione, il *team* incaricato si incontra con il *management* dell'emittente e ripercorre con rapidità le tappe del processo di prima assegnazione; viene presentato un rapporto al comitato *rating*, che decide circa la nuova assegnazione e la notifica alla società interessata; se questa non concorda con il giudizio, ha la possibilità di fornire nuove informazioni prima della definitiva pubblicazione".

- b) *positive*, se il *rating* potrebbe migliorare;
- c) *developing*, se la situazione non è chiara e non lascia prevedere la direzione del cambiamento.

La modifica del giudizio influisce in modo indiscutibile sul costo e sulla commerciabilità del titolo, con evidenti riflessi anche sull'immagine dell'emittente.

Le ricerche economiche dimostrano, infatti, la diretta correlazione esistente tra le oscillazioni nei prezzi degli strumenti finanziari e la revisione dei procedimenti valutativi⁴⁵.

L'evidenza empirica ed i recenti accadimenti di cronaca finanziaria stanno dimostrando, inoltre, come il *rating* rappresenti soprattutto un'informazione *market-sensitive*, costituendo la <stella polare> per orientare le scelte di investimento da parte dei piccoli risparmiatori.

I titoli privi di valutazione dovrebbero essere destinati, *de jure condendo*, ad un apposito *target* di investitori, sull'esempio dei *junk-bonds* negoziabili sul mercato statunitense⁴⁶.

Alcuni autori, invece, affermano che la perfetta efficienza informativa dei mercati finanziari si ripercuote direttamente sui relativi

⁴⁵ Per V. CANTINO, *op. ult. cit.*, p. 191 ss., "le modifiche di *rating* hanno un notevole valore informativo e segnaletico soprattutto per gli operatori singoli, perché sono il risultato di un monitoraggio costante della situazione dell'emittente e del suo ambiente, che nessun singolo investitore sarebbe mai in grado di compiere. L'attività di sorveglianza delle agenzie viene a torto data per scontata e non adeguatamente valorizzata al di fuori delle agenzie stesse; in realtà si tratta di un lavoro importantissimo, perché permette, come si è visto, di approfondire sempre più la conoscenza di un emittente, integrando il giudizio iniziale con valutazioni di ordine qualitativo, che non sempre possono emergere ad un primo approccio".

⁴⁶ A. FOGLIA-S. LAVIOLA, in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, (a cura della Banca d'Italia), *cit.*, p. 133, "A volte, soprattutto nel mercato americano, si ricerca una concordanza tra il *rating* interno assegnato alla clientela e quello esterno assegnato dalle agenzie di *rating* alle obbligazioni private della stessa clientela o di debitori con caratteristiche analoghe; successivamente, la probabilità di insolvenza di un cliente in un certo *orizzonte temporale* è desunta dalle statistiche pubblicate dalle agenzie di *rating* sui tassi storici di insolvenza o di deterioramento del merito di credito per i titoli appartenenti alla stessa classe di giudizio del cliente. Le statistiche di *Moody's* e *S&P* più spesso utilizzate dalle banche riguardano i *tassi di fallimento a un anno*, costruiti come la media dei rapporti, per ogni anno della serie, tra il numero di emittenti in una certa classe di *rating* che sono falliti nell'anno successivo ed il numero di emittenti con lo stesso *rating* che avrebbero potuto fallire all'inizio del periodo".

In Germania è stata recentemente costituita una società mista tra istituti di credito privati e la banca pubblica di sviluppo *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (K.f.W.), con il preciso intento di trasferire una percentuale dei rischi di insolvenza dai bilanci delle banche ai mercati finanziari attraverso la vendita di *abs* agli investitori istituzionali, nonché di liberare parte del capitale di vigilanza. La caratteristica peculiare della nuova società è costituita dal fatto che, a differenza del modello statunitense dei *junk-bonds*, saranno collocati sul mercato non dei *bad loans*, ma soltanto crediti aventi un *rating* non inferiore al livello massimo, ovvero alla tripla A.

prezzi, i quali scontrerebbero *ab origine* le informazioni contenute nel giudizio di variazione, privo di ogni valore aggiuntivo al riguardo⁴⁷.

Secondo tale impostazione il *rating* non comunicerebbe nulla di nuovo agli operatori, esprimendo considerazioni di cui il mercato aveva già tenuto conto nel fissare il prezzo dei relativi titoli⁴⁸.

Risulta indubitabile, tuttavia, il ruolo di insostituibile strumento di controllo sulla rischiosità degli emittenti che gli investitori attribuiscono al *rating* il quale, oltre ad eliminare rilevanti fattori distorsivi latori di numerose asimmetrie informative tra gli operatori economici presenti sui mercati finanziari, assume indirettamente anche una funzione di *asset allocation* per gli investitori medesimi⁴⁹.

⁴⁷ L. M. WAKEMAN, *The real function of bond rating agencies*, in *Chase financial quarterly*, Fall, 1981, p. 19 ss.

J.W. WANSLEY-J. L. GLASCOCK-T. M. CLAURETIE, *Institutional bond pricing and information the case of bond rating changes*, in *Journal of business, finance and accounting*, 1992, p. 733 ss.

⁴⁸ Per A. SIRONI, *op. ult. cit.*, p. 97 ss., “L’evidenza empirica ricavabile dalle matrici di transizione prodotte periodicamente dalle agenzie internazionali (*Standard & Poor’s* e *Moody’s*) mostra in realtà instabilità dei tassi di insolvenza e dipendenza seriale nelle migrazioni, nel senso che un soggetto che ha subito un *downgrading* (*upgrading*) presenta una maggiore probabilità, a parità di classe di *rating*, di subire un ulteriore *downgrading* (*upgrading*) di quella di un soggetto che era già nella stessa classe il periodo precedente. La mancata verifica dell’ipotesi di interdipendenza seriale è verosimilmente il riflesso di due fenomeni:

(i) da un lato il ritardo con cui normalmente avviene una modifica del *rating* di un emittente da parte delle agenzie;

(ii) dall’altro la bassissima frequenza con cui il *rating* di una controparte viene variato di più di una classe. I due fenomeni combinati fra loro fanno sì che una variazione di una sola classe realizzata in ritardo possa essere seguita a breve tempo da una successiva modifica nella medesima direzione”.

Cfr. L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 32 ss.

⁴⁹ L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 36 ss., “il presupposto essenziale affinché gli operatori di mercato utilizzino vantaggiosamente il *rating* è dato dalla completa affidabilità che essi riconoscono al *rating* stesso. Se difatti essi impiegassero il *rating* solo come un ulteriore indicatore del grado di rischio insito in determinate passività, affiancandolo ai risultati di proprie analisi, come è stato già prospettato, o addirittura lo sottoponessero a verifica, il beneficio derivante dalla presenza di *rating* si ridurrebbe significativamente. Di fatto si ritiene che gli operatori confidino nell’affidabilità dei *rating* in quanto prodotti da imprese che, da un lato, hanno un forte incentivo a mantenere la propria reputazione e quindi a divulgare *rating* corretti, e, dall’altro, dovrebbero aver acquisito una specializzazione ed *expertise* nel settore delle analisi finanziarie tale da garantire una bassa probabilità di classificazioni non corrette. Utilizzando una stilizzazione, si potrebbe affermare che le agenzie di *rating* ricevono una sorta di delega dal mercato per valutare la rischiosità degli emittenti; tale delega è indiretta in quanto la domanda di *rating* è espressa dagli emittenti che però, come già evidenziato, sono influenzati dalle reazioni del mercato alla divulgazione del *rating* e quindi dal riconoscimento o meno di affidabilità che il mercato stesso dà ai *rating* emessi. All’interno di questo particolare rapporto di delega, l’agenzia di *rating*, che opera nel ruolo di *agent*, è incentivata a non disattendere le aspettative del *principal* - che si identifica, da un lato, con chi domanda il *rating* e cioè l’emittente/debitore, e, dall’altro lato, con i destinatari del

7. L'attribuzione del *rating* alle operazioni di *securitization* risulta influenzata dalle caratteristiche peculiari della complessa operazione, la quale permette di liquidare un portafoglio di attività finanziarie mediante l'emissione di titoli di debito, i quali vengono rimborsati per mezzo del flusso di cassa generato dalle attività sottostanti, costituenti la garanzia collaterale del debito emesso⁵⁰.

La tecnica di strutturazione contribuisce al conseguimento di un merito di credito dei *bonds* superiore a quello ottenibile dalle singole attività che compongono il patrimonio separato, in virtù sia della notevole

rating, e cioè con gli investitori - poiché se così avvenisse verrebbe distrutta o quantomeno intaccata la sua reputazione. In un ambito pluriperiodale, dove il contratto di *rating* può essere inteso come una serie di giochi ripetuti, l'agenzia sarebbe punita attraverso il non rinnovo dei contratti da parte degli emittenti. È però vero che la verifica cui è sottoposta l'agenzia di *rating* - che coincide con il mancato rispetto dei termini di pagamento previsti dall'accordo sottoscritto dall'emittente o dal debitore - si realizza con una frequenza che è piuttosto bassa e che tende a zero all'interno di alcune classi. Pertanto le agenzie potrebbero aver individuato, all'interno della scalettatura dei *rating*, una fascia ricomprendibile *rating* per i quali la verifica di correttezza è oltremodo improbabile. In altri termini, sarebbe difficile verificare se l'assegnazione di una tripla A è corretta o se risulta più adeguata una doppia A. La difficoltà del controllo da parte dei terzi potrebbe favorire comportamenti opportunistici da parte dell'agenzia di *rating* che potrebbe cercare di colludere con l'emittente, collocando in una classe più elevata i suoi titoli, ovvero decidere di destinare minori risorse all'analisi di quelle passività che ad una prima analisi risultino ricomprese in una fascia di classi cui corrispondono differenze in termini di tassi di *default* molto contenute".

⁵⁰ Le argomentazioni contenute nella sentenza della Cass. 9 aprile 2003, n. 5552, hanno destato alcune perplessità da parte delle principali agenzie di settore. La facoltà accordata al curatore fallimentare di far cessare gli effetti, ai sensi dell'art. 72, quarto comma, del R.d. 16 marzo 1942, n. 267, dei contratti di *leasing* traslativo potrebbe minare alla base la solidità finanziaria delle operazioni di *securitization* sottostanti.

Per C. RUCCELLAI, *Nessun timore per le securitization*, in *Il Sole 24Ore* del 7 novembre 2003, "Un simile ragionamento è intrinsecamente viziato dall'arbitraria equiparazione della società di cartolarizzazione agli utilizzatori dei beni concessi in *leasing* (...). La *ratio* della legge 130 è chiara. Non soltanto essa esclude la revocabilità dei pagamenti dei crediti ceduti, ma riduce anche drasticamente i termini per la revocabilità delle cessioni dei crediti. Anche il credito per la parte ricavata dal prezzo del bene, necessaria per rifondere la cessionaria in caso di interruzione del flusso dei pagamenti, viene ceduta in garanzia ai sensi di legge. Le definizioni di "crediti futuri" e di "individuabilità in blocco", di cui al Decreto Ministeriale 4 aprile 2001 non lasciano dubbi circa l'efficacia immediata, dalla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale, della cessione dei crediti futuri, compresi quelli in garanzia. Questi crediti non solo divengono esigibili ma sorgono direttamente nel patrimonio separato di cui è titolare la società di cartolarizzazione nell'interesse esclusivo dei portatori dei titoli. Non si vede come l'eventuale scioglimento del contratto da parte del curatore possa influire sui crediti che sono irrevocabilmente usciti dal patrimonio della società fallita. L'utilizzatore neppure potrebbe fare valere il proprio credito nel passivo del fallimento, requisito di legge necessario perché il curatore possa sciogliersi dal contratto".

Si veda, inoltre, il commento di C. RUCCELLAI, *E sul leasing c'è il nodo-emendamento*, in *Il Sole 24Ore* dell'11 novembre 2003.

diversificazione dei rischi presenti all'interno delle singole attività finanziarie, sia delle garanzie collaterali di supporto⁵¹.

Nella prassi, inoltre, risulta sovente utilizzata l'emissione di diverse *tranches* di titoli, allo scopo di attribuire alla pluralità seriale degli stessi un diverso grado di privilegio sul flusso di cassa generato dal *pool* di prestiti, i quali saranno rimborsati secondo le modalità previste nei rispettivi piani di ammortamento⁵².

Tale problema ermeneutico è stato risolto dall'art. 7 del decreto-legge 24 dicembre 2003, n. 354, denominato "Disposizioni urgenti per il funzionamento dei tribunali delle acque, nonché interventi urgenti per l'amministrazione della giustizia", convertito, con modificazioni, nella legge 26 febbraio 2004, n. 45, il quale testualmente recita: "La sottoposizione a procedura concorsuale delle società autorizzate alla concessione di finanziamenti sotto forma di locazione finanziaria non è causa di scioglimento dei contratti di locazione finanziaria, inclusi quelli a carattere traslativo, né consente agli organi della procedura di optare per lo scioglimento dei contratti stessi; l'utilizzatore conserva la facoltà di acquistare, alla scadenza, la proprietà del bene verso il pagamento del prezzo pattuito".

⁵¹ P. BONTEMPI-G. SCAGLIARINI, *La securitization*, cit., p. 161, "Le agenzie di *rating* sottopongono a severi controlli l'emittente e, nel caso di operazioni di cartolarizzazione, i flussi di cassa attesi dai crediti ceduti. Il *rating* dei titoli dipenderà dalla entità delle avversità negative che i titoli emessi possono sopportare, in base ai meccanismi di protezione del rischio di credito (*credit enhancement*) a tutela degli investitori".

⁵² Secondo *Moody's Investors Service*, New York, 1998, p. 12, "Se usata nel modo appropriato, la cartolarizzazione serve a gestire meglio le passività dell'impresa, diversificando le fonti di finanziamento, migliorando la disponibilità di liquidità alternativa ed allineando le attività e le passività aziendali".

P. BONTEMPI-G. SCAGLIARINI, *op. ult. cit.*, p. 162, "Alternativamente, un alto *rating* dei titoli (in genere, AAA, che significa massima affidabilità) può essere ottenuto attraverso la predisposizione di garanzie accessorie in favore degli investitori e a copertura del rischio insito nei crediti ceduti. Le garanzie accessorie a copertura del rischio possono riguardare diverse soluzioni: un prezzo differito, un deposito o un titolo subordinato (generalmente sottoscritto dalla società cedente), una copertura assicurativa fornita da una società di assicurazione finanziaria (a sua volta dotata di alto *rating*) che può garantire, secondo il tipo di operazione che si intende porre in essere, il pagamento delle cedole e/o il rimborso del capitale sui titoli emessi. L'ammontare necessario delle garanzie accessorie viene di norma calcolato sulla base di un'analisi storica delle perdite registrate in passato dalla società cedente su un portafoglio di crediti assimilabile a quello ceduto. Di norma, i titoli sono strutturati in varie *tranche*: *senior*, *mezzanine*, *subordinate*, con *rating* diversi in quanto i flussi di cassa generati dal portafoglio sottostante possono essere utilizzati per pagare cedole e/o capitale prima alla *tranche senior* e poi a quelle *subordinate*. Eventuali perdite in eccesso rispetto a quelle ipotizzate dalle agenzie di *rating* sono assorbite dalle *tranche* maggiormente *subordinate*". Secondo N. SQUILLACE, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, cit., p. 102, "Dalla valutazione operata dalla società di *rating* dipenderà ovviamente il successo dell'operazione, in quanto maggiore sarà il punteggio attribuito ai crediti ceduti, migliore sarà la valutazione dei titoli da emettere e maggiori saranno le possibilità che gli investitori sottoscrivano detti titoli, creando così quelle disponibilità che serviranno al pagamento del corrispettivo della cessione. L'analisi delle *performances* dei crediti ceduti sarà compiuta prendendo come riferimento i rendimenti passati di portafogli di crediti omogenei rispetto a quelli da trasferire, cercando di proiettare i risultati dell'analisi riferita al caso passato anche sull'operazione da compiere. L'analisi si incentrerà in particolare sugli

Risulta, in ogni caso, evidente la stretta correlazione esistente tra i titoli emessi e la qualità dei crediti sottostanti, dal momento che il *rating* nelle operazioni di *securitization* viene riferito esclusivamente all'emissione e non alle caratteristiche patrimoniali dell'emittente stesso, conseguenza immediata e diretta della segregazione patrimoniale degli *assets* (c.d. effetto *off-balance sheet*) e della limitata capitalizzazione della società-veicolo o dell'*issuer* (c.d. *thin capitalization*)⁵³.

L'importanza della valutazione sul merito di credito da parte di soggetti terzi, muniti dei necessari requisiti di indipendenza e professionalità, ha trovato espresso riconoscimento normativo nell'art. 2, comma 4, della legge n.130/1999.

Tale valutazione risulta obbligatoria, tuttavia, soltanto qualora i titoli risultino sottoscritti da investitori non professionali⁵⁴, apparendo

incassi, le insolvenze, i ritardi nei pagamenti, gli importi recuperati a seguito di procedure esecutive, i tempi di quelle procedure, ecc. Essa terrà in particolare considerazione l'andamento di un portafoglio di crediti analogo a quello da trasferire esaminandolo in un arco di 5/10 anni. Elementi che concorreranno a migliorare la valutazione dei crediti da cedere saranno:

- la bassa concentrazione dei crediti nell'ambito di un limitato numero di aree geografiche o di settori economici (ovviamente maggiore è il frazionamento dei crediti per aree geografiche ed economiche maggiore sarà anche il frazionamento del rischio);
- l'esistenza di garanzie connesse ai crediti ceduti (ipoteche immobiliari, garanzie reali, fidejussioni bancarie, contratti autonomi di garanzia, ecc.);
- la qualità dei debitori ceduti (ad esempio enti sovranazionali; società quotate o dotate di un elevato *rating*);
- la domiciliazione dei debitori ceduti in Paesi dotati di un *rating* elevato.

Ovviamente sulla valutazione del portafoglio crediti ceduti influirà anche la valutazione della società incaricata di curare il *servicing* dei crediti, in quanto è evidente che la capacità di gestione e riscossione del *servicer* non potrà non influire anche sulla riscuotibilità dei crediti ceduti".

Cfr. L. CAROTA, *Della cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 22 ss.

⁵³ Secondo F. DEZZANI, *Il rating*, in *Impresa c.i.*, 1997, p. 223, il *rating* si traduce in "un giudizio sulle probabilità che gli investitori ricevano gli interessi e il rimborso dell'intero ammontare prestato, non oltre i tempi promessi".

Si veda anche G. FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, cit., p. 29 ss.

⁵⁴ R. RORDORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, cit., p. 1167, "S'intende, però, che qualora un investitore professionale, dopo avere acquistato un certo numero di titoli riventanti da un'operazione di cartolarizzazione, intendesse poi ulteriormente collocarli presso il pubblico, non potrebbe sottrarsi all'obbligo di farli valutare da parte di un soggetto terzo, a norma del citato art. 2, comma 4, L. n. 130/99. Tuttavia va notato - ed è un limite del sistema di tutela approntato dalla legge - che la valutazione del merito di credito, anche nel caso di titoli offerti direttamente al pubblico indistinto, è prevista solo all'atto della sollecitazione, senza alcuna successiva reiterazione nemmeno in caso di cessione di crediti a lungo termine".

Si veda anche, a tale specifico riguardo, R. VENTURA, *La cartolarizzazione dei crediti nell'ordinamento giuridico italiano: un primo commento alla L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. it.*, 1999, p. 1994 ss.

sufficiente, nel caso di offerta ad investitori istituzionali, la semplice pubblicazione del prospetto informativo.

Per quanto concerne la regolamentazione dei requisiti che debbono essere posseduti dalle agenzie di valutazione, le eventuali ipotesi di conflitto di interessi ed il contenuto del prospetto di sollecitazione e/o quotazione relativo agli strumenti finanziari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione dei crediti, il legislatore effettua espresso rinvio alla normazione secondaria.

Il regolamento Co.n.so.b. 2 novembre 1999, n. 12175, ha stabilito i requisiti di professionalità e di indipendenza che debbono essere posseduti dai *raters*.

Tralasciando momentaneamente il profilo di indipendenza, il quale sarà analizzato nel corso della presente trattazione, occorre evidenziare che non esiste attualmente nel nostro ordinamento una diffusa specializzazione nel settore della valutazione sul merito di credito, affidata quasi esclusivamente a sistemi interni di controllo presenti nell'ambito del settore bancario.

L'art. 2⁵⁵ del predetto regolamento ha stabilito che l'attività in oggetto debba essere svolta, mediante l'adozione di un modello societario, da soggetti che abbiano già maturato un'esperienza almeno triennale all'interno dello specifico settore.

Le società predette hanno l'obbligo di avvalersi, durante l'esercizio della loro attività, dell'utilizzo di procedure predeterminate e conformi alle prassi adottate dalle maggiori agenzie internazionali, nonché di dotarsi di risorse tecniche ed umane adeguate in relazione agli incarichi che le stesse programmino di assumere durante ciascun esercizio.

⁵⁵ Art. 2 - Requisiti di professionalità:

1. Gli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla Legge n. 130/99 devono essere costituiti in forma societaria ed essere organizzati in modo che:

a) alla formulazione del giudizio sul merito di credito concorrano 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 valutazione 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 comma 1 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.

Le disposizioni richiamate rispondono all'evidente esigenza di aprire il settore ad una molteplicità di operatori, favorendo l'ingresso di nuove e qualificate agenzie e cercando di evitare l'instaurazione di un regime di oligopolio a favore dei principali operatori internazionali.

A questi ultimi continueranno tuttavia a rivolgersi, secondo la nostra opinione, le principali società che fanno ricorso al capitale di rischio, dal momento che l'imparzialità e l'autorevolezza dei giudizi valutativi riposano, soprattutto, sull'effetto-traino cagionato dalla notevole reputazione raggiunta dai medesimi operatori sui mercati⁵⁶.

La professionalità acquisita sul campo nel corso dei decenni, l'indipendenza degli analisti⁵⁷, il *know-how* raggiunto nei processi di

⁵⁶ A. TAMAGNINI, *op. ult. cit.*, p. 33 ss., "A prescindere dalle implicazioni normative, l'autorevolezza delle valutazioni espresse dalle agenzie di *rating* costituisce da tempo un punto di riferimento fondamentale per gli investitori operanti negli Stati Uniti e sul mercato finanziario internazionale. (...) all'indipendenza, infatti, è connaturata l'autorevolezza - e dunque la stessa ragion d'essere - di un'agenzia di *rating* (...). La principale implicazione della diffusione di una "cultura del *rating*" nel nostro Paese è ravvisabile nel ruolo cruciale che assumerebbe la "trasparenza" dell'informativa ai mercati, sotto diversi profili".

Cfr. L. NIERI, *op. ult. cit.*, p. 36.

⁵⁷ I. BUFACCHI, *Un anno nero per i rating europei*, in *Il Sole 24Ore* del 9 marzo 2003, "La scure dei declassamenti, che per colpa della recessione e della globalizzazione si abbatte sempre più spesso sugli emittenti di obbligazioni, è divenuta una vera e propria persecuzione per imprese, banche, cartolarizzazioni e persino Stati. Soprattutto in Europa. Nell'ultimo anno Italia, Francia e Germania hanno subito quasi 200 retrocessioni. Alcune dolorosissime, come quelle dei "fallen angels", gli angeli caduti dai voti d'investimento a quelli speculativi (...). Il tasso dei declassamenti europei è segnato in crescita. Per due motivi: il numero dei *rating*, soprattutto quelli societari, è in aumento perché si allarga continuamente il numero delle imprese anche medie e medio-piccole che debuttano sul mercato dei *bond*; la situazione economica si è poi drammaticamente deteriorata proprio nell'ultimo anno, facendo esplodere le sofferenze bancarie, le insolvenze e dunque peggiorando il merito di credito dei debitori (...). I primi segnali d'insofferenza nei confronti delle agenzie di *rating* cominciano a emergere proprio adesso, quando i venti di guerra rischiano di deteriorare ancor più il merito di credito dei debitori. La Germania non nasconde la sua avversione per le agenzie di *rating*, accusandole apertamente di essere eccessivamente americane nel loro metodo di valutazione del credito europeo (...). *Moody's*, *S&P* e *Fitch*, che hanno portato avanti con successo la loro campagna di acquisti inglobando tutte le agenzie di *rating* europee (tra le quali l'italiana *Italrating* confluita in *Fitch*), sostengono di essere europee quanto basta: hanno sedi in tutta Europa popolate da analisti europei. E a chi le accusa di esercitare una posizione di monopolio, rispondono a colpi di "indipendenza" e "neutralità": due *atout* che, assieme alla competenza secolare, rafforzano la credibilità delle loro retrocessioni".

M. LONGO, *Società italiane verso il rating*, in *Il Sole 24Ore* dell'11 marzo 2003, "Dopo il *default* della Cirio, che è stato un evento doloroso ma importante per il mercato italiano dei *corporate bond*, le imprese nazionali hanno iniziato a guardare con maggiore interesse al *rating* (...). La preponderanza di emissioni prive di valutazioni è dovuta a più fattori. Innanzitutto al forte declino del mercato azionario e allo sforzo di molte banche italiane di riallocare i crediti sui risparmiatori, di migliorare la flessibilità del capitale e di accrescere le commissioni. Inoltre è dovuta alla ricerca, da parte dei piccoli investitori italiani, di rendimenti più alti rispetto a quelli dei titoli di Stato. Questi dati dimostrano come la cultura del *rating* non sia ancora penetrata in Italia. Ma qualcosa

analisi, la mancanza assoluta di compartecipazione al capitale delle agenzie da parte di soggetti esterni, l'attendibilità statistica delle valutazioni, la presenza reiterata nel tempo sui mercati, l'autorevolezza conferita ai relativi giudizi dalla comunità finanziaria, costituiscono gli elementi del notevole *goodwill* competitivo conseguito dalle principali *rating agencies*, nonché un notevole *gap* culturale e strutturale nei confronti dell'ingresso di nuovi operatori sui mercati finanziari.

Tale orientamento risulta confermato anche nelle Istruzioni del 19 luglio 2000, relative al regolamento dei mercati organizzati e gestiti dalla Borsa Italiana S.p.A.⁵⁸.

La minuziosa disciplina sul contenuto minimo del prospetto informativo relativo alle operazioni di *securitization* risulta, invece, contenuta nel regolamento Co.n.so.b. 6 aprile 2000, n. 12475.

Il *rating* assume, all'interno del sistema regolamentare predetto, importanza cruciale nel complesso *iter* procedimentale costituente la *securitization*, rivestendo sia una connotazione statica durante la fase di pubblicazione dei documenti informativi, sia un profilo dinamico, contributivo alla formazione della sequenza, durante la fase di collocamento dei titoli⁵⁹.

sta piano piano cambiando. Vari fattori stanno giocando a favore di un'evoluzione del mercato italiano. Da un lato le banche stanno mostrando un impegno più forte nel convincere le imprese ad ottenere un *rating*. Dall'altro le Autorità di Vigilanza stanno mostrando maggiore attenzione al livello della comunicazione agli investitori. Inoltre i nuovi accordi sul capitale di Basilea 2 porteranno probabilmente le banche a cercare di ridurre l'esposizione verso le controparti di peggiore qualità di credito. Per tutti questi motivi è prevedibile che il numero delle società italiane con *rating* crescerà”.

Si veda anche l'intervento di G. IMPERATORI, *Ripensare al rating per <Basilea 2>*, in *Il Sole 24Ore* del 12 marzo 2003.

⁵⁸ 3.5 *Asset backed securities (Abs)*

Alla domanda di ammissione di *Abs* deve essere allegata la seguente documentazione:

(*omissis*) Copia della relazione di *rating* relativa all'emissione.

Il *rating* deve essere stato assegnato da una delle società che hanno i requisiti stabiliti dalla Consob nel regolamento di attuazione dell'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999, n. 130, e in ogni caso le seguenti: *Standard & Poor's Rating Services*, divisione della *The Mc Graw-Hill Companies, Inc.*; *Moody's Investors Service*; *Fitch IBCA*; *Duff & Phelps Credit Rating Co.* Il *rating* minimo deve essere pari a “*investment grade*” ove con il termine “*investment grade*” si intende il *rating* fino a “*BBB-*” della scala di *Standard & Poor's Rating Services*, divisione della *The Mc Graw-Hill Companies, Inc.* e i *rating* equivalenti delle altre società. Nel caso l'emissione abbia esclusivamente *rating* implicito quest'ultimo deve essere almeno pari a “*high grade*” dove con il termine “*high grade*” si intendono i *rating* fino a “*AA-*” della scala di *Standard & Poor's Rating Services*, divisione della *The Mc Graw-Hill Companies, Inc.* e i *rating* equivalenti delle altre società.

⁵⁹ Schema XVIII, sub D.1., *Sintesi dei dati rilevanti relativi agli strumenti finanziari ed alla sollecitazione*:

8. Il procedimento di attribuzione del *rating* alle operazioni di cartolarizzazione, pur presentando notevoli analogie con i metodi operativi descritti nei precedenti paragrafi, assume alcune connotazioni peculiari.

Il controllo effettuato dall'agenzia è diretto all'analisi dei rischi complessivi dell'operazione e, in particolare, del rischio strutturale (*basis risk*), del rischio di credito (*credit risk*), dei rischi giuridici, dei rischi connessi all'affidabilità finanziaria degli eventuali ed ulteriori soggetti coinvolti nell'operazione⁶⁰.

(*omissis*). Fornire, ove disponibili, sotto forma di tavola, i seguenti dati: numero degli strumenti finanziari offerti e indicazione del lotto minimo; prezzo del lotto minimo offerto; controvalore totale dell'offerta; indicazione del *rating*, della data di rilascio e dell'ente o società che lo ha emesso. Al riguardo, effettuare opportuno rinvio alla parte del prospetto ove vengono fornite le informazioni in merito al *rating*; numero e valore nominale dei crediti.

Sezione seconda. Informazioni relative agli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione e/o della quotazione. Informazioni relative al *rating*. Fornire:

- l'illustrazione sintetica dell'attività di *rating* e del significato dei giudizi rilasciati;
- le informazioni relative alla/e agenzia/e di *rating* (denominazione e sede legale) che ha/hanno svolto la valutazione del merito di credito;
- l'indicazione del giudizio sintetico rilasciato sul merito dei crediti per ciascuno strumento finanziario (ed eventualmente classi relative ad ogni strumento finanziario) oggetto di sollecitazione all'investimento;
- le informazioni circa le modalità con cui le eventuali successive variazioni del giudizio saranno portate a conoscenza del pubblico.

Sezione quarta. Informazioni riguardanti i rapporti intercorrenti tra agenzia di *rating* e gli altri soggetti che partecipano all'operazione. Fornire:

- informazioni circa gli eventuali rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'agenzia di *rating*, gli altri soggetti che partecipano all'operazione e i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

Appendici e documentazione a disposizione del pubblico:

20.1 Relazione rilasciata dall'agenzia di *rating*.

20.2 Schemi dello stato patrimoniale e del conto economico dell'ultimo bilancio d'esercizio relativo all'emittente e, ove diverso, al cessionario. Tale previsione non si applica se non sono già decorsi i termini di approvazione del primo bilancio d'esercizio.

20.3 Relazione della società di revisione eventualmente disponibile relativa al bilancio di cui al punto precedente.

20.4 Relazione degli organi interni o esterni di controllo, diversi dalla società di revisione, sui conti annuali dell'emittente e, ove diverso, del cessionario relativi all'ultimo esercizio.

20.5 Regolamento dell'emissione.

⁶⁰ Secondo *Moody's Investors Service, Il rating delle operazioni di cartolarizzazione*, Milano, 2001, "Moody's misura le perdite attese moltiplicando le probabilità che si verifichi una perdita per l'ammontare stimato di tale perdita (*severity*). Un mancato pagamento in linea capitale o in linea interessi comporta una perdita sul titolo. Questo scenario di perdita si verifica con una probabilità che viene determinata. Le perdite attese sono ottenute ponderando le perdite sul titolo sotto ogni scenario - o la *severity* - per le probabilità dello scenario. Ad ogni livello della scala di rating di *Moody's* corrisponde una perdita attesa massima sul titolo. La perdita attesa di un titolo che ha ricevuto una certa valutazione, ad es. Aaa, è indipendente dal tipo di titolo: obbligazioni

L'analisi del rischio strutturale (*basis risk*) è volta ad evidenziare ogni debolezza sistemica del *cash-flow modeling* la quale, riverberandosi sugli obblighi dell'emittente di rimborsare i titoli e provvedere al pagamento delle cedole, contribuisce alla riduzione della solidità finanziaria degli *assets* ceduti⁶¹.

La valutazione del rischio di credito (*credit risk*) viene effettuata tramite il controllo del numero, della qualità, dell'omogeneità e del grado di concentrazione degli attivi ceduti.

I risultati raggiunti vengono sottoposti ad uno studio storico, finalizzato al risultato di pervenire ad un calcolo statistico attendibile sul grado di insolvenza medio per ogni tipologia di operazione, nonché ad uno studio prospettico sull'attuabilità della medesima, fondato sul peggioramento ipotetico di alcune variabili di scenario (c.d. *stress testing*, ad. es. mutamento della legislazione, dei tassi di interesse, dei tassi di cambio, ecc.)⁶².

La struttura legale dell'operazione assume una peculiare rilevanza, se soltanto si presta riguardo ai problemi in tema di opponibilità della cessione ai debitori ceduti ed ai terzi, di prestazione di garanzie accessorie, di affidabilità finanziaria dei soggetti coinvolti.

Sotto quest'ultimo profilo assume notevole rilievo sia il ruolo assunto dal *servicer*, ovvero dal soggetto preposto alla gestione, al recupero ed

emesse da una società industriale, da una banca o uno *Special Purpose Vehicle*. Inoltre, il *rating* di *Moody's* corrisponde a un certo orizzonte, fino a cui i flussi sono presi in considerazione. Molto spesso, questo orizzonte è la *legal maturity date* dell'operazione. È molto raro che questo orizzonte coincida con la scadenza prevista dell'operazione, cioè l'*expected maturity date*".

⁶¹ G. RUMI, *Securitisation*, cit., p. 164, "Tale analisi ha quindi ad oggetto vari fattori quali, ad esempio, la possibilità del pagamento anticipato dei crediti ed il conseguente rischio di reinvestimento (idoneo a creare rischi ulteriori in capo ai sottoscrittori in quanto il soggetto emittente, non potendo rimborsare i titoli, sarà obbligato a reinvestire le somme corrisposte addossandosi l'onere di curare il puntuale rendimento dei titoli) nonché la possibilità di *mismatching* fra i flussi di cassa dovuti al pubblico degli investitori e quelli in entrata corrisposti dai debitori ceduti".

⁶² Secondo *Moody's Investors Service*, *Il rating delle operazioni di cartolarizzazione*, cit., "Moody's verifica che i crediti producano dei flussi di cassa sufficienti ad assicurare il rimborso degli investitori che hanno sottoscritto i titoli strutturati e che tali flussi giungano effettivamente agli investitori secondo le modalità previste nel prospetto informativo. I principali fattori di rischio sono:

- il rischio di credito del portafoglio cartolarizzato;
- i rischi giuridici;
- i rischi di struttura;
- i rischi connessi ai vari partecipanti all'operazione".

Cfr. G. PINI, *La securitization: rischi e ruolo del rating*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, cit., p. 95 ss.

all'effettivo incasso dei crediti ceduti, sia quello svolto dallo *special purpose vehicle*, ossia dal veicolo al quale risultano trasferiti e segregati gli *assets*, in particolar modo qualora lo stesso risulti utilizzato per una pluralità di operazioni (c.d. *s.p.v. multi-conduit*)⁶³.

In particolar modo il *servicer*, che, se munito dei requisiti previsti dalle legge, potrebbe anche coincidere con l'*originator*, deve essere un soggetto dotato di notevole affidabilità finanziaria ed elevato *rating*⁶⁴.

⁶³ G. RUMI, *op. ult. cit.*, p. 165, "Si noti come il ruolo attribuito dal legislatore al giudizio delle società di *rating* appaia di rilevanza fondamentale nelle operazioni incentrate sul modello italiano, alla luce dell'assenza di norme volte ad assicurare una tutela effettiva degli investitori (sotto forma, ad esempio, di obblighi d'informazione esaustivi o di obblighi assicurativi sui soggetti coinvolti) al di là delle dichiarazioni di principio che caratterizzano la legge 130/99. A ciò si aggiunga che proprio gli investitori sembrano destinati a sopportare le conseguenze delle scelte legislative più problematiche. Tra queste, la possibilità di effettuare più operazioni garantita alla *Scs*, allo stato anche per conto di *Arranger* differenti, appare tra le più a rischio: i rischi di *commingling* ed i pericoli legati alla figura della *Scs* ed alla sua *bankruptcy remoteness* paiono profilarsi in modo più urgente di quelli usuali della pratica straniera, dove, come già si è ricordato, gli *Spv* si riducono a meri veicoli creati *ad hoc* per singole operazioni. Le società di *rating*, nell'assegnazione della propria valutazione di affidabilità, non potranno quindi prescindere dall'indagine, anche retrospettiva, sulle altre cartolarizzazioni compiute dalla medesima *Scs* e dal *rating* ad esse attribuito".

⁶⁴ F. COLAGRANDE-L. F. FIORE-M. GRIMALDI-D. PRANDINA, *Le operazioni di securitization*, cit., p. 68 ss., "Le agenzie di *rating*, tramite un'approfondita *due diligence*, verificheranno che il cedente:

- sia un soggetto validamente costituito ai sensi di legge;
- sia in possesso di ogni autorizzazione, permesso e licenza necessaria al fine dell'esercizio delle proprie attività;
- abbia i mezzi adeguati e il personale qualificato necessario per l'adempimento delle obbligazioni assunte;
- disponga delle strutture idonee al fine di garantire la divisione tra le attività svolte nel proprio interesse e le attività svolte nell'interesse del veicolo e degli investitori;
- si impegni per l'intera durata del contratto ad adempiere con la massima diligenza alle obbligazioni assunte e ad adempiere al mandato con la massima cura e professionalità.

Inoltre, a maggior garanzia degli investitori, si prevede la figura di un *back-up servicer*, cioè di un *servicer* di riserva, che prosegue con la gestione del portafoglio ceduto nel caso in cui il *servicer* originale compia delle irregolarità o sia impossibilitato a continuare nella sua funzione. In caso infatti di inadempimento da parte dell'*originator* di alcune delle obbligazioni a esso facenti capo contrattualmente o per legge, come pure in presenza di taluni eventi negativi riguardanti l'*originator*, il veicolo avrà la facoltà di revocare il mandato di gestione a quest'ultimo e di conferirlo ad altro soggetto idoneo. La sostituzione del gestore, coinvolgendo numerose problematiche non soltanto di ordine legale ma anche pratico, deve essere dettagliatamente disciplinata in tale contratto. Il contratto che regola la funzione di *servicer* è il mandato all'incasso dei crediti con obbligo di rendiconto *ex art. 1713* del codice civile. Tale contratto di gestione incorpora le obbligazioni che il gestore deve rispettare, in particolare con riferimento alla gestione degli incassi e al recupero degli insoluti".

Per G. RUMI, *op. ult. cit.*, p. 165, "si noti l'importanza che assume, nelle *securitization* angloamericane, l'indagine sull'affidabilità del *Servicer*: il *rating* conferito alla singola operazione viene direttamente influenzato dall'affidabilità di tale soggetto e, ove dotatone, del suo *rating*.

La solidità economica dei numerosi soggetti coinvolti nell'operazione dipende anche dal verificarsi di alcune variabili di scenario, ovvero quei fattori esogeni all'operazione in conseguenza dei quali risultano influenzati, in senso positivo o negativo, i flussi di cassa prospettici generati dagli *assets* ceduti.

La tenuta finanziaria delle operazioni di *securitization*, in particolare, risulta compromessa dal verificarsi di ritardi (*delinquencies*) o insolvenze (*defaults*) nei pagamenti, dalla discrepanza (*mismatching*) o dalla commistione (*commingling*) dei flussi di cassa, dal fallimento (*bankruptcy*) dell'*originator* o del *servicer*, dal rimborso anticipato (*pre-payments*) sui crediti ceduti⁶⁵.

Allorché ne sia sprovvisto, le *rating agencies* effettuano un'approfondita *due diligence* volta a verificare la sua valida costituzione ed il possesso dei requisiti di legge, le necessarie autorizzazioni, il possesso di personale, strutture, *know-how* e mezzi adeguati ad assolvere correttamente, puntualmente e diligentemente l'integralità delle funzioni ad esso demandate".

⁶⁵ Cfr. F. COLAGRANDE -L. F. FIORE-M. GRIMALDI-D. PRANDINA, *op. ult. cit.*, p. 106 ss.

9. Gli strumenti di tutela consistono, in tutti i casi sopra evidenziati, nella prestazione di garanzie supplementari⁶⁶, predisposte sulla base di modelli statistici di riferimento (*credit enhancement*)⁶⁷.

L'importanza dell'attività svolta dal *credit enhancer* consente, in taluni casi, di pervenire ad un giudizio valutativo avente carattere positivo, oppure di migliorare un *rating* già espresso, provocando una conseguente riduzione degli oneri a servizio del debito.

Le garanzie possono essere prestate dallo stesso emittente (*internal credit enhancement*) oppure da soggetti terzi (*external credit enhancement*)⁶⁸.

⁶⁶ Secondo F. MURATORI, *Aspetti giuridici e fiscali delle operazioni di securitisation*, cit., p. 347, "In relazione ad una *Securitisation*, il termine "garanzie" va utilizzato in senso atecnico, con una accezione più ampia, cioè, rispetto al significato tecnico-giuridico, estendendosi anche a quelle garanzie di natura "implicita" nascenti dal tipo di "strutture" adottate. Tali garanzie vengono "certificate" dall'intervento delle agenzie di *rating*, intervento che rappresenta esso stesso la prima garanzia e si risolve molto spesso nell'attribuzione all'emissione di un *rating* generalmente più alto del merito di credito attribuibile all'*Originator* che cede i crediti. A tale riguardo, le agenzie di *rating* e, in ultima analisi, gli investitori, richiedono che l'operazione e quindi l'emissione si avvalga di tutta una serie di garanzie dirette ed indirette".

⁶⁷ Secondo *Moody's Investors Service*, *Il rating delle operazioni di cartolarizzazione*, cit., "I rischi giuridici consistono:

- nella *bankruptcy remoteness* dello *Spv* di cartolarizzazione;
- nella cessione degli attivi: importanza della *<true sale>*;
- nel trasferimento delle garanzie connesse agli attivi;
- nella possibilità di cambiare i partecipanti importanti (*servicer*, *swap counterparty*, ecc.).

I rischi di struttura consistono:

- nel rischio di rimborso anticipato;
- nel rischio di confusione (*commingling*) dei flussi di cassa;
- nel rischio di disallineamento (*mismatch*) dei flussi di cassa.

I rischi connessi ai vari partecipanti all'operazione consistono:

- nel rischio di credito dei soggetti che apportano garanzie;
- nel rischio di credito dei soggetti che apportano coperture contro vari rischi (*swaps*, *caps*, ecc.);
- nel rischio connesso alla qualità o alla continuità del lavoro svolto dal soggetto incaricato del servizio del credito (*servicer* e *back-up servicer*)".

⁶⁸ Tale possibilità risulta prevista dalla disposizione contenuta nell'art. 2, comma 3, lett f), della legge 30 aprile 1999, n. 130. Il prospetto informativo, infatti, deve contenere le seguenti indicazioni:

- a) il soggetto cedente, la società cessionaria, le caratteristiche dell'operazione, con riguardo sia ai crediti, sia ai titoli emessi per finanziarla;
- b) i soggetti incaricati di curare l'emissione e il collocamento dei titoli;
- c) i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e di pagamento;
- d) le condizioni in presenza delle quali, a vantaggio dei portatori dei titoli, è consentita alla società cessionaria la cessione dei crediti acquistati;
- e) le condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può reinvestire in altre attività finanziarie i fondi derivanti dalla gestione dei crediti ceduti non immediatamente impiegati per il soddisfacimento dei diritti derivanti dai titoli;

Le principali forme di autogaranzia consistono solitamente nella predisposizione di apposite riserve di liquidità, da utilizzare nel caso di ritardo e/o insolvenza nei pagamenti, oppure nella creazione di appositi fondi, costituiti dal differenziale (*excess spread*) esistente tra gli interessi attivi provenienti dagli *assets* cartolarizzati ed i tassi passivi corrisposti ai sottoscrittori delle *securities*⁶⁹.

Rimedio ulteriore è rappresentato dalla tecnica della *subordination*, ovvero la creazione di numerose classi di titoli aventi ciascuna durata differente, diverse modalità di rimborso e/o di postergazione in caso di perdite.

La prima *tranche* (c.d. *senior*) è strutturalmente dotata, in quanto maggiormente garantita, di un *rating* più elevato.

L'ultima *tranche* (c.d. *junior*) risulta, a differenza della classe intermedia (c.d. *mezzanine*), sovente munita di *rating non-investment grade* o, addirittura, priva di valutazione.

La funzione di garanzia è rappresentata, nella prassi operativa, dalla sottoscrizione della serie *junior* da parte dello stesso *originator*, al fine di assorbire le c.d. <prime perdite> sui titoli.

La *overcollateralization*, infine, consiste nell'emissione di una serie di *notes* aventi valore nominale inferiore alla massa degli attivi ceduti allo S.p.v. Tale margine, calcolato come multiplo della serie storica delle percentuali di *delinquencies* e/o di *defaults* sperimentate dal cedente, costituisce una sorta di <cuscinetto finanziario> cui il veicolo potrebbe attingere in caso di necessità.

f) le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione;

g) il contenuto minimo essenziale dei titoli emessi e l'indicazione delle forme di pubblicità del prospetto informativo idonee a garantirne l'agevole conoscibilità da parte dei portatori dei titoli;

h) i costi dell'operazione e le condizioni alle quali la società cessionaria può detrarli dalle somme corrisposte dal debitore o dai debitori ceduti, nonché l'indicazione degli utili previsti dall'operazione e il percettore;

i) gli eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria.

⁶⁹ La Banca d'Italia ha rilevato a tale proposito, nel Bollettino di vigilanza n. 12/2001, p. 13, che: "Nella prassi operativa, tuttavia, sono presenti anche altre forme di *credit enhancement*, soprattutto nel caso di operazioni relative a crediti *in bonis*. Le forme di supporto di credito possono essere rappresentate da *excess spread* o da *reserve account* o da altre fattispecie che consentono di assorbire le eventuali <prime perdite> del portafoglio cartolarizzato. Ad esempio, nel caso di *excess spread* l'assorbimento viene garantito dai differenziali positivi tra i rendimenti delle attività oggetto di cartolarizzazione e quelli corrisposti ai possessori dei titoli derivanti dalla cartolarizzazione".

L'eventuale eccedenza che dovesse manifestarsi al termine dell'operazione viene solitamente restituita, salvo patto contrario, al soggetto cedente⁷⁰.

Le eterogaranzie, invece, sono prestate principalmente da gruppi bancari o da compagnie assicurative specializzate (c.d. *monoline*).

Queste ultime forniscono l'integrale o la parziale copertura dell'intera operazione finanziaria, mediante il rilascio di apposite polizze (*surety bonds*), finalizzate alla prevenzione degli eventuali rischi di insolvenza.

Gli istituti bancari, da parte loro, possono provvedere al rilascio di lettere di credito, alla costituzione di depositi vincolati a garanzia dell'emissione, alla concessione di prestiti sindacati, all'eventuale sottoscrizione delle serie subordinate di titoli emessi.

Nella concreta prassi negoziale, inoltre, si ricorre sovente all'utilizzo di strumenti derivati di credito, in particolar modo al contratto di *swap*.

Lo *swap provider* deve stipulare, per soddisfare i criteri stabiliti dall'agenzia di *rating*, un contratto di durata pari alla vita media dei titoli, nonché possedere un *rating* analogo a quello dell'emittente.

Lo strumento derivato può essere adoperato per garantirsi una copertura contro i rischi derivanti dalla fluttuazione dei tassi di interesse (*interest rate swap*), dalla variazione dei cambi (*currency swap*) e dai mancati pagamenti (*credit default swap*)⁷¹.

⁷⁰ G. RUMI, in *Securitisation in Italia. La legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 473, "Il legislatore italiano non ha ritenuto opportuno dilungarsi sulla natura e l'ampiezza delle garanzie accessorie. Allo stesso modo, non ha ricompreso i crediti degli *external credit enhancers* tra i debiti da soddisfare in via esclusiva da parte della società cessionaria attraverso le somme corrisposte dai debitori ceduti (come l'art. 1 della legge n. 130 prevede, invece, per i diritti incorporati nei titoli emessi per il finanziamento dell'acquisto del portafoglio e per i costi dell'operazione). Il giudizio espresso dalle società di *rating* sembra assurgere ad importanza fondamentale all'interno del modello italiano di cartolarizzazione fornito dalla legge n. 130 proprio per l'assenza di disposizioni regolanti la prestazione di garanzie. È prevedibile, anzi, che la scarsa attenzione per le garanzie di supporto, e per i soggetti che le prestano, siano destinate a costituire un ennesimo limite della legge n. 130, tanto più grave nel caso in cui oggetto di cessione siano crediti in sofferenza con alto grado di rischio. Il giudizio delle società di *rating* sembra destinato a costituire, infatti, l'unica effettiva garanzia predisposta dal legislatore, il quale pare in tal senso avere trascurato fortemente le esigenze di tutela degli investitori, affidando alle società di *rating* lo scomodo ed inappropriato ruolo di garante esclusivo dell'affidabilità dell'investimento".

⁷¹ F. CAPUTO NASSETTI-A. FABBRI, *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000.
Per A. FABBRI, *Le synthetic securitization: struttura, caratteristiche economiche e logiche di valutazione*, in *Bancaria*, 1/2001, p. 55, "La suddivisione del portafoglio originario della banca *sponsor* avviene solamente a livello ideale, in quanto nella realtà il portafoglio di esposizioni creditizie di tale banca è unico e indiviso, ma il diverso livello di *credit enhancement* a disposizione di ciascuna *tranche* fa sì che in termini di rischio esso possa essere classificato secondo la terminologia sopra adottata. La porzione più rischiosa del portafoglio (*tranche equity*)

Dal momento che la prestazione di eterogaranzie influisce sulla struttura giuridico-economica dell'intera operazione, ne consegue che il *rating* attribuito al soggetto garante si riflette (c.d. teoria dei collegamenti deboli o *weak link approach*) anche alle *securities* che ne costituiscono specifico oggetto⁷².

non è, infatti, tale per via del fatto che in essa sono compresi i rischi peggiori (ovvero, quelli con *rating* più basso), bensì in quanto, qualora si dovessero verificare degli eventi creditizi (*credit event*) legati alle esposizioni sottostanti, essa sarebbe la prima a sopportarne le perdite, indipendentemente dalla specifica esposizione su cui il *credit event* si materializza. Il trasferimento del rischio relativo alla *tranche equity* e *mezzanine* avviene, in generale, servendosi congiuntamente di due strumenti derivati: il *credit default swap* (senza alcun movimento di cassa, ovvero su base *unfunded*) e la *credit-linked note* (che implica movimento di cassa, ovvero, su base *funded*). Più in dettaglio, la banca *sponsor* trasferisce i rischi inerenti a tali *tranche* a un'entità giuridica separata, solitamente uno *Special purpose vehicle (Spv)* mediante un *credit default swap*. Lo *Spv* assume, quindi, il ruolo di venditore della protezione nei confronti della banca *sponsor* per la porzione di portafoglio che fa riferimento a queste due *tranche*. A propria volta, lo *Spv* si copre del rischio relativo alle *tranche equity* e *mezzanine* emettendo *credit-linked notes* destinate agli investitori”.

Sull'uso improprio degli strumenti derivati da parte degli istituti di credito, i quali vengono adoperati non in funzione di garanzia ma come strumenti di investimento, si veda l'articolo di A. MERLI, *Da Fitch allarme per i derivati*, in *Il Sole 24Ore* dell'11 marzo 2003, ove si evidenzia che “L'agenzia di *rating Fitch* ha lanciato l'allarme ieri sul ruolo delle banche europee nel mercato dei derivati di credito. Quasi tre quarti delle banche europee interpellate dall'agenzia sono venditori netti, per un importo di 50 miliardi di euro, di contratti di *credit derivatives*, strumenti finanziari usati per la protezione contro l'insolvenza delle imprese cui viene esteso il credito: si sono quindi assunte dei rischi che non figurano in bilancio”.

⁷² A. MALATESTA, *La legge sulla cartolarizzazione e la cessione di crediti <esteri>*, in *Banca e borsa*, 2002, I, p. 101, “Sono infatti proprio gli obblighi di informazione verso il mercato che si prestano da un lato ad essere decisivi nelle operazioni finanziarie internazionali e dall'altro a estendere il proprio ambito di applicazione, a prescindere dalla legge applicabile alla specifica fattispecie, anche ad atti che comunque spiegano qualche effetto sul mercato italiano. Ne segue che deve essere pertanto cura del cessionario-emittente informare adeguatamente il mercato della particolare configurazione dell'operazione, ed in particolare della sottoposizione a una legge straniera di alcuni profili della stessa. Sarà anche il caso di valutare attentamente la portata dell'indicazione di cui all'art. 2.3 lett. f) circa <le eventuali operazioni finanziarie accessorie stipulate per il buon fine dell'operazione di cartolarizzazione>. A seconda delle caratteristiche e della qualità dei crediti ceduti, non si può escludere infatti che il rischio del mancato pagamento debba essere ridotto con particolari forme di attuazione del c.d. *credit enhancement*, che mi pare rientrare nell'ambito di questa formula legislativa. In tal modo le esigenze di tutela del mercato sono comunque adeguatamente soddisfatte, e tali da consentire una consapevole valutazione agli investitori che saranno liberi di scegliere se sottoscrivere o meno i titoli cartolarizzati e decretare pertanto il successo dell'operazione, secondo meccanismi ben noti ai mercati finanziari”.

Il citato regolamento Co.n.so.b. 6 aprile 2000, n. 12475, nello Schema XVIII (Informazioni riguardanti i flussi finanziari e le tecniche di supporto del credito) fornisce gli elementi che debbono essere contenuti nel prospetto e, precisamente:

- descrizione dei flussi finanziari generati dai crediti ceduti e del loro utilizzo per il soddisfacimento dei diritti incorporati negli strumenti finanziari oggetto della sollecitazione e per il pagamento degli oneri connessi all'operazione (analiticamente descritti), esplicitandone la destinazione e l'ordine di priorità;

La legge n. 130/1999 trascura la fondamentale fase del *monitoring* e non prevede, di conseguenza, criteri di revisione periodica del *rating*, stabilendo soltanto che la valutazione sul merito creditizio abbia luogo durante la fase di sollecitazione all'investimento.

Tale lacuna normativa, assai significativa qualora risultino titolarizzati *assets* a scadenza medio-lunga, costituisce il punto debole dell'intera operazione, dal momento che la puntuale osservazione (c.d. *outlook*) sull'emissione consentirebbe agli investitori di valutare appieno la qualità del portafoglio dinamico sottostante⁷³.

Appare innegabile, infatti, il valore fondamentale assunto dalle informazioni economiche all'interno di mercati trasparenti ed efficienti. Il *rating* costituisce espressione di tale primaria esigenza, dal momento che l'autorevolezza e l'indipendenza raggiunte dalle agenzie del settore rappresentano un <valore aggiunto> ad ogni operazione di *securitization*.

Risulta indubitabile, infatti, anche alla luce dei recenti accadimenti di cronaca finanziaria, il ruolo *market-oriented* rivestito dal *rating*, il quale ha assunto carattere complementare alla funzione valutativa.

Il *rating*, dunque, costituisce il <biglietto da visita> dell'emittente, mediante il quale lo stesso reperisce sul mercato ingenti capitali a costi sensibilmente inferiori, nonché esercita un'influenza determinante sulle scelte allocative degli investitori non professionali, i quali non risultano muniti della necessaria cultura finanziaria e non dispongono di processi

-
- analitica indicazione degli oneri connessi all'operazione;
 - indicazione di ogni altra rettifica ai pagamenti dell'interesse e del capitale che può determinarsi;
 - indicazione delle condizioni in presenza delle quali la società cessionaria può temporaneamente utilizzare i flussi di cassa rivenienti dai crediti per l'acquisto di attività finanziarie, esplicitazione di queste ultime e dell'utilizzo dei relativi proventi;
 - indicazione in merito alla destinazione della liquidità che residui dopo il soddisfacimento di tutti i diritti incorporati negli strumenti finanziari;
 - descrizione delle tecniche di supporto del credito poste in essere al fine di ridurre il rischio che i flussi finanziari derivanti dai crediti cartolarizzati non siano sufficienti ad assicurare il soddisfacimento dei diritti incorporati negli strumenti finanziari;
 - informazioni circa gli eventuali contratti *swap* stipulati e le altre tecniche di gestione dei flussi finanziari utilizzate e le relative controparti;
 - informazioni circa i servizi di riscossione dei crediti ceduti, di cassa e pagamento e di recupero degli stessi, il soggetto incaricato, le procedure a tal fine predisposte, l'organizzazione di tali servizi, l'eventuale esistenza di strutture organizzative in ciò specializzate, l'eventuale esistenza di premi incentivanti attribuiti al soggetto incaricato e al personale da questo utilizzato, casi e procedure di sostituzione del soggetto incaricato dei servizi.

⁷³ Per G. RUMI, *Securitisation*, cit., p. 175, "Sembra affidata, ancora una volta, al mercato, alle parti contrattuali ed alla professionalità dell'agenzia di *rating* la correzione della lacuna legislativa".

valutativi adeguati a superare i fattori distorsivi e le numerose asimmetrie informative tuttora esistenti sui mercati di riferimento.

Capitolo III

Il contratto di *rating*

1. Profili di rilevanza causale.- 2. Il contratto di *rating*: natura giuridica.- 3. I rapporti ceduti in blocco ed i crediti futuri.- 4. La natura giuridica dei titoli emessi.- 5. I doveri di informazione.- 6. I doveri di indipendenza.- 7. Conflitto di interessi fra i soggetti partecipanti all'operazione.

1. L'indagine sugli eventuali profili di responsabilità derivanti dall'attività di valutazione del merito creditizio richiede, in prima istanza, l'individuazione degli obblighi gravanti sulla società di *rating* in forza dell'insieme di contratti, atti e comportamenti attraverso i quali si realizza la complessa operazione negoziale nel cui ambito si configura quell'attività.

In tale ottica assumono particolare rilievo, stante anche la natura *lato sensu* determinativa assunta dal *rating*, i problemi relativi: alla funzione della *securitization* e dei singoli contratti attraverso i quali essa si realizza; alla peculiare disciplina della cessione dei crediti in blocco e dei crediti futuri; alla natura giuridica dei titoli emessi.

Tali aspetti, infatti, si riverberano con indubbia efficacia sul procedimento valutativo, così come avviene *ictu oculi* quando il *rater* si trovi in conflitto di interessi con il soggetto richiedente, dal momento che requisito indispensabile ai fini dell'affidabilità del giudizio è costituito dall'indipendenza dell'agenzia.

Il problema è reso più complesso dalla circostanza che l'operazione, nascendo nell'esperienza di altri ordinamenti¹, presenta caratteristiche non sempre facilmente riconducibili alle nostre categorie concettuali.

Problema non risolto con l'attribuzione di rilievo positivo al termine <operazione> dall'art. 2 della legge 30 aprile 1999, n. 130², per designare

¹ A. FRIGNANI, *Contributo ad una ricerca sui profili dogmatici del Franchising (con particolare riferimento all'Italia)*, in *Factoring, Leasing, Franchising, Venture Capital, Concorrenza*, Torino, 1987, p. 98 ss.

² Secondo N. CORBO, *Autonomia privata e causa di finanziamento*, Milano, 1990, p. 21 ss., "la maggior parte dei contratti recentemente acquisiti alla nostra esperienza giuridica ha rapporto, in modo più o meno diretto, con lo svolgimento della attività d'impresa, e con la soluzione di quel problema fondamentale di tale attività, che è la provvista di mezzi economici (liquidità od altro che sia): ed il fatto che la osmosi giuridica abbia riguardato soprattutto questi contratti, e non altri, si spiega con quanto anticipato circa le linee di evoluzione del sistema economico. Se il veicolo di questi contratti è stata l'impresa, è del tutto ovvio che essa si sia avvalsa di quegli strumenti che erano più utili per la sua vita ed il suo sviluppo. Ma l'indagine rivolta su questi nuovi strumenti si imbatte nei concomitanti problemi della causa e del tipo. Queste due tematiche, centrali nel nostro dibattito giuridico, ed estremamente ricche, si propongono con interesse perché i contratti atipici

l'insieme di negozi giuridici³, intercorrenti tra soggetti diversi ed aventi in comune un univoco nesso teleologico⁴, attraverso il quale si realizza la cartolarizzazione⁵.

che si è deciso di esaminare nel contesto dei negozi di finanziamento, si caratterizzano per la provenienza da ordinamenti di *common law*, dove la teoria del contratto si è evoluta secondo linee cui i concetti di causa e tipo sono pressoché estranei, quanto meno secondo l'accezione che essi hanno nella nostra dottrina. (...) interessa sottolineare che lo schema contrattuale del mondo anglosassone si presenta essenzialmente come <atipico>: la mancanza di una codificazione, ed il fatto che il singolo contratto riceva tutela non in forza di una previsione generale ed astratta, ma attraverso il regime delle *actions*, rendono più difficile il recepimento di quegli schemi contrattuali in un ordinamento rigido come quello italiano. Questi problemi appariranno evidenti quando saranno presi in esame i singoli contratti, e sarà posta in luce la estrema duttilità di quei rapporti e, in un certo senso, anche la loro complessità. Ma tale complessità scaturisce dal differente approccio anglosassone nei confronti della autonomia privata; il sistema di *common law* appare preoccupato in primo luogo di tutelare lo scambio nella sua sostanza economica, e tale è del resto il riferimento alla *consideration* come *quid* domandato dal promittente, o prezzo in senso generico della promessa. L'attenzione rivolta al dato sostanziale, stempera il rilievo di quello formale: le parti sono libere di regolare come credono il rapporto purché esso sia sorretto da una valida *consideration*. Peraltro non appare negabile che la ripetizione in un ordinamento di *common law* di un certo schema contrattuale dotato di caratteri stabili, equivalga alla creazione di un vero e proprio <tipo>, e cioè di una disciplina caratteristica di quella *consideration*".

³ Nella Relazione al d.d.l. 7 luglio 1998, n. 5058, pubblicata sulla G.U. del 29 dicembre 1998, n. 302, in *Riv. dir. comm., cit.*, p. 427 ss., si legge, *sub art. 1*, che "A prescindere dalle diverse tecniche negoziali utilizzate, l'elemento qualificante delle operazioni di cartolarizzazione viene identificato nel vincolo di destinazione delle somme corrisposte dai debitori ceduti al soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli emessi dalla <società veicolo> e dei costi sostenuti per l'operazione [comma 1, lett. b)]".

Sub art. 2 si precisa che "La prescrizione di un contenuto minimo del programma [comma 1, lettere da a) a g)], evitando una rigida standardizzazione delle diverse fasi negoziali nelle quali può articolarsi la cartolarizzazione (il corsivo è nostro), realizza l'obiettivo di non ingessare l'autonomia negoziale degli operatori e di regolamentare, nel contempo, le fasi del programma reputate dal legislatore necessarie o comunque ricorrenti nell'architettura dell'operazione in esame. A titolo esemplificativo, si consideri l'intervento dell'agenzia di *rating* che, pur essendo configurato come meramente eventuale, viene disciplinato per assicurare l'imparzialità del giudizio [lett. b)]".

⁴ G. GUERRIERI, *Commento all'art. 1*, in A.A.VV., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1007, rileva il duplice collegamento instaurato dall'art. 1 tra il negozio di cessione ed il negozio di emissione dei titoli.

⁵ Sul collegamento negoziale si vedano, fra gli altri, le opere di M. GIORGIANNI, *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1937, p. 275 ss.; U. NATOLI, *In tema di collegamento funzionale fra contratti*, in *Giur. comm. Cass. civ.*, 1943, II, 1, p. 328 ss.; N. GASPERONI, *Collegamento e connessione tra negozi*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, p. 357 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. Dir.*, 1960, p. 375 ss.; A. SCOTTI GALLETTA, *Negozi collegati e negozio di collegamento*, in *Dir. giur.*, 1968, p. 837 ss.; C. DI NANNI, *Collegamento negoziale e funzione complessa*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, p. 279 ss.; S. ORLANDO CASCIO-C. ARGIOFFI, *Contratti misti e contratti collegati*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988, IX.

Secondo C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, *cit.*, p. 214 ss., la pluralità di soggetti che perseguono scopi diversi e la non contestualità degli atti costituiscono indici della pluralità negoziale.

Nel sistema delineato dall'art. 1 della legge 30 aprile 1999, n. 130, l'unitaria finalità economica dell'operazione risulta realizzata tramite una fattispecie di collegamento normativo tra i singoli atti costituenti la complessa struttura giuridica, ciascuno dei quali è prodromico e strumentale all'emissione di strumenti finanziari⁶.

Secondo l'opinione prevalente, infatti, l'intera operazione si fonda⁷ su un collegamento sequenziale normativamente tipizzato, all'interno del

⁶ Per A. PETRAGLIA, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti: brevi riflessioni, cit.*, p. 1072 ss., "L'operazione di cartolarizzazione, appunto, è caratterizzata da una serie di atti giuridici, che atomisticamente considerati si connotano per una loro spiccata individualità, ma che al contrario, ad un'analisi più attenta, appaiono come tutti correlati e funzionali al perseguimento dell'obiettivo che l'operazione nel suo complesso si propone di raggiungere: sostanzialmente, come si è già accennato, quello di soddisfare nello stesso tempo gli interessi del cedente, consentendogli di liberare risorse e realizzare liquidità, e le esigenze del mercato, consentendo agli investitori di essere in qualche modo coinvolti in interessanti profitti che il sistema imprenditoriale-bancario-assicurativo ecc. genera (...). Il programma dell'operazione di cui all'art. 2 della legge, assume un ruolo centrale per la sua rappresentazione: da esso debbono risultare le caratteristiche essenziali per consentire una completa valutazione dell'operazione medesima che, opportunamente, nell'ipotesi in cui i titoli cartolarizzati siano offerti ad investitori non professionali dev'essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi (i cui requisiti di professionalità e criteri d'indipendenza rispetto agli altri soggetti protagonisti devono essere stabiliti dalla Consob); inoltre, anche tutti i soggetti coinvolti devono risultare dal programma dell'attività (invero, un'operazione di cartolarizzazione presenta ontologicamente dei profili di notevole complessità e ciò sia dal punto di vista soggettivo, cioè come numero di soggetti potenzialmente coinvolti, che oggettivo, cioè come numero di contratti e/o di atti da stipulare)".

⁷ In senso contrario G. SCAGLIARINI, in P. BONTEMPI-G. SCAGLIARINI, *La securitization, cit.*, p. 70 ss., secondo il quale nella *securitization*, verificandosi la perfetta coincidenza tra la funzione economica e quella giuridica, si sarebbe in presenza di un unico contratto con prevalente funzione di scambio.

Secondo L. CAROTA, *Le operazioni di cartolarizzazione relative agli immobili pubblici*, in *Contratto e impresa*, 2003, p. 802, "Si può, quindi, dire che la cartolarizzazione è realizzabile attraverso il trasferimento di un bene la cui natura non è rilevante e che in ogni caso il trasferimento non è causalmente autonomo, ma è funzionale alla realizzazione dell'operazione: *la cessione di crediti o il trasferimento di immobili vanno, cioè, annoverati come effetti reali giustificati dalla causa di cartolarizzazione* (il corsivo è nostro)".

Per R. SACCO, *La qualificazione*, in R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, II, 1993, p. 468 ss., "A nostro giudizio, ogni catena di contratti cosiddetti collegati è, dal punto di vista logico, un unico contratto (...). Si dica dunque, salvando la logica, che ogni catena di cosiddetti <contratti collegati> costituisce un unico contratto. Si aggiunga che quest'ultimo, nella sua speciale complessità, è divisibile in frammenti contrattuali, ognuno dei quali - così come spesso avviene dei frammenti di contratto - si presta a rivestirsi di una qualificazione in termini di <tipo>. Si concluda che le norme del tipo si applicano puntualmente ad ogni frammento di contratto. Reciprocamente, si cessa di chiamare <causa> lo scambio di prestazioni considerato in un frammento di contratto. Il frammento di contratto non ha causa propria. Ciò che si chiama correntemente causa, riferito al cosiddetto contratto collegato, è il gruppo di effetti del contratto che consente di far luogo all'inserimento di quel frammento di contratto nel tipo".

quale ogni contratto⁸ dipende dai requisiti di validità ed efficacia dei singoli atti presupposti⁹.

Ciò si riflette anche sulla causa dei singoli contratti, la quale risulta <colorata> e <completata> dalla funzione economico-sociale perseguita dall'intera operazione¹⁰.

⁸ Per i problemi relativi al collegamento negoziale si rinvia nuovamente alla voce di S. ORLANDO CASCIO - C. ARGIROFFI, *cit.*

⁹ La giurisprudenza di legittimità è prevalentemente orientata nel senso che il collegamento contrattuale non dà luogo ad un nuovo ed autonomo contratto, bensì costituisce un meccanismo mediante il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato attraverso una pluralità coordinata di contratti.

In senso conforme, *ex plurimis*, E. CONTINO, *Contratti misti, contratti collegati e meritevolezza degli interessi*, nota a Cass. 2 novembre 2000 n. 14330, in *Giust. civ.*, 2001, I, p. 1897 ss.

Secondo G. CHINÉ, *Il collegamento contrattuale tra tipicità ed atipicità*, nota a Cass. 27 aprile 1995 n. 4645, in *Giust. civ.*, 1996, I, p. 1096 ss., "Il collegamento contrattuale, che può risultare tipizzato legislativamente, come nel caso della sub-locazione, o può essere espressione dell'autonomia negoziale, è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, ciascuno dei quali, pur conservando una causa autonoma, è finalizzato ad un unico regolamento di interessi, sicché le vicende che investono uno dei contratti, quali quelle relative all'invalidità, l'inefficacia o la risoluzione, possono ripercuotersi sull'altro. Pertanto il criterio distintivo tra contratto unico e contratto collegato non è dato da elementi formali quali l'unità o la pluralità di documenti contrattuali (ben potendo un contratto essere unico anche se ricavabile da più testi e, per converso, un unico testo riunire più contratti) e la mera contestualità delle stipulazioni, ma dall'elemento sostanziale consistente nell'unicità e pluralità degli interessi perseguiti".

¹⁰ Secondo N. CORBO, *op. ult. cit.*, p. 59 ss., "appare evidente, infatti, che la causa è idonea ad ottenere un effetto ordinante che il tipo, per la sua rigidità, non potrebbe mai conseguire. In questo senso appare decisamente pertinente il richiamo ad una nozione di causa generica, in qualche modo contrapposta alla causa specifica. Laddove per causa generica deve intendersi il bisogno economico-sostanziale che il contratto persegue, contrapposto al singolo schema particolare attraverso il quale tale bisogno viene conseguito. Ecco allora delinearsi un ulteriore passaggio logico, idoneo anche a chiarire il senso in cui il metodo tipologico può essere accolto. Se per causa si intende il bisogno economico-sostanziale, e se si riconosce che il soddisfacimento di tale bisogno può articolarsi secondo modalità diverse, a loro volta rispondenti a specifici profili di esercizio della attività d'impresa, o più semplicemente della attività economica dei soggetti, indirettamente si introduce nel discorso anche la valutazione di una causa sintetica e particolare, che cioè descrive la singola articolazione nel perseguimento del bisogno. Questa causa specifica trova emersione nella struttura del contratto, e cioè nelle varie clausole che lo compongono, e lo caratterizzano: o, se si preferisce, lo rendono tipico. Infatti, particolare, in tale prospettiva, deve essere o può essere considerato qualunque contratto, anche quello la cui struttura appaia per la prima volta nella realtà giuridica, e sia destinata a non ripetersi mai più: ma tale valutazione di tipicità sarà certamente più agevole per quei contratti i quali abbiano avuto un punto di emersione o nella disciplina positiva, o nella prassi. Nel primo caso il tipo legislativamente previsto identificherà, attraverso il dato strutturale, quelle clausole che specificano il bisogno, e lo tutelano direttamente; nel secondo caso la ripetizione della clausola assolverà al medesimo fine. Si trae da ciò che il tipo, di per sé, non esautora la causa, ma ne è il momento di emergenza, di apparenza, in quanto espressione della regola di un certo fatto. All'interprete, quindi, compete di ricercare,

Lo scopo ulteriore dell'operazione di cartolarizzazione, scaturente dal collegamento negoziale sopra specificato, non consiste prevalentemente nella cessione del credito (art. 7, legge 30 aprile 1999, n. 130) allo S.P.V. da parte dell'*originator*, bensì nel finanziamento di quest'ultimo.

La causa di finanziamento¹¹, alla quale l'emissione delle *a.b.s.* appare strumentale¹², assume, pertanto, contenuto variabile, la cui concreta individuazione risulta possibile soltanto attraverso un'attenta analisi dell'operazione¹³ in concreto valutata.

Tale conclusione risulta confermata sul piano del diritto positivo dall'art. 6, comma 2, della legge n. 130/1999, che riferisce le agevolazioni

nell'ambito dei contratti, le cause generiche che paiono maggiormente idonee a perseguire bisogni generali, e quindi le cause specifiche che soddisfano i bisogni <particolari>. Tale idoneità, beninteso, non concerne i soli contratti tipici od atipici, ma indistintamente gli uni e gli altri”.

Per F. MURATORI, *Aspetti giuridici e fiscali delle operazioni di securitisation*, cit., p. 360, “elemento caratterizzante l'insieme dei contratti è l'interrelazione esistente fra gli stessi, interrelazione determinata da una causa comune che trascende i singoli contratti ed è funzionale alla emissione di titoli privi della garanzia patrimoniale generica dell'emittente (...)”. Ed ancora, p. 391, “Tali contratti devono essere “bancabili”, ossia redatti in modo tale da essere accettati dalle banche, e sono collegati funzionalmente da una “causa-fine meta-contrattuale” che è riconducibile al sorgere di un debito la cui restituzione non è assistita dalla garanzia patrimoniale generica del debitore”.

¹¹ Per E. ANDREOLI, *Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato dei capitali (prime note in merito all'operazione di <securitization>)*, cit., p. 55, nota 24, “Rilevanza acquista quindi nella *securitization* la causa di finanziamento la quale prevale su altre finalità (*i.e.* necessità di contabilizzazione dei crediti e gestione degli stessi); ciò è confermato da operazioni recenti ove l'imprenditore cedente pur spogliandosi della titolarità del credito ne conserva, nei confronti dei propri clienti, la gestione”.

¹² Si veda, con riguardo alla cessione dei crediti, V. PANUCCIO, voce *Cessione dei crediti*, in *Enc. dir.*, 1960, Milano, VI, p. 849 ss., il quale scinde la causa della cessione in una “causa costante”, sempre presente, ed in una “causa variabile”.

¹³ Per F. MAIMERI, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 239 ss., “la regolamentazione dell'operazione deve rappresentare uno strumento neutro, da utilizzare a prescindere dalla tipologia dei crediti ceduti; sarà poi il mercato a selezionare le offerte e ad assicurare il successo delle singole iniziative”.

Secondo N. CORBO, *op. ult. cit.*, p. 16, “la funzione di finanziamento è suscettibile di specificarsi in strutture diverse, e di essere perseguita non solo da contratti di cui costituisca elemento causale, ma anche da contratti occasionalmente piegati ed utilizzati al fine di procurare mezzi al privato o all'impresa”.

Sulla causa di finanziamento si veda anche R. CLARIZIA, *La causa di finanziamento*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1982, p. 614 ss.

Per il contratto di *factoring* si rinvia a P. MESSINA, *Sulla causa nel contratto di factoring*, in *Contr. imp.*, 1997, p. 1062 ss.

tributarie previste dagli articoli 15, 16 e 19 del d.p.r. n. 601/1973 a tutti i provvedimenti, atti e contratti inerenti l'operazione di finanziamento¹⁴.

¹⁴ Nel medesimo senso R. SALVATORI-G. LUSCHI, *Prime riflessioni in merito alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 10654, nota 28, secondo i quali “La <connessione> di cui all’art. 15 del D.P.R. n. 601/1973 si riferisce ai provvedimenti, atti e contratti inerenti alla operazione di finanziamento e non a quelli del tutto autonomi rispetto al pregresso rapporto obbligatorio originato dal finanziamento medesimo”.

2. In questo contesto il primo compito dell'interprete riguarda la qualificazione del contratto intercorrente tra il committente e la società di *rating*, al fine di stabilire se esso debba essere ricondotto ad una fattispecie tipica oppure presenti peculiari caratteristiche di atipicità.

Ciò al fine di individuare, in primo luogo, i doveri di comportamento in concreto gravanti sull'*advisor*.

L'analisi dei modelli contrattuali più comunemente utilizzati evidenzia, infatti, prestazioni astrattamente riconducibili al contratto d'opera, a quello d'appalto di servizi o di mandato.

Parte della dottrina ha, infatti, osservato che l'analisi sul merito creditizio, caratterizzante la prestazione del *rater*, sembrerebbe di tipo professionale, assumendo a presupposto un rapporto di carattere fiduciario tra il committente e l'agenzia incaricata, la quale è tenuta al rispetto, nell'esercizio della propria discrezionalità tecnica, di una serie di regole di settore (c.d. *standards*) e delle relative norme deontologiche¹⁵.

Né la forma societaria, anche in conseguenza di recenti modifiche legislative¹⁶, può ritenersi incompatibile con l'esercizio di una professione intellettuale, non risultando in contrasto con il principio fondamentale della personalità della prestazione¹⁷.

¹⁵ Con riguardo all'attività svolta dalle società di revisione si veda M. BUSSOLETTI, *La società di revisione*, Milano, 1985, p. 304 ss. e, in giurisprudenza, App. Milano 7 luglio 1998, in *Giur. comm.*, II, 2000, p. 425 ss.

¹⁶ La legge 11 febbraio 1994, n. 109 (c.d. legge Merloni) consente la costituzione, anche sotto forma di società di capitali, di società di progettazione costituite tra professionisti (c.d. società di *engineering*).

L'art. 24 della legge 7 agosto 1997, n. 266, (c.d. legge Bersani) ha abrogato l'art. 2 della legge 23 novembre 1939, n. 1815, che vietava l'esercizio dell'attività professionale in forma societaria.

Sui requisiti di professionalità delle società di *rating* si veda, inoltre, l'art. 2 del regolamento Co.n.so.b. 2 novembre 1999, n. 12175.

¹⁷ Per D. CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, Milano, 2000; p. 28 ss., "un'interpretazione funzionale del concetto di personalità della prestazione sembra consentire la possibilità che parte del contratto d'opera intellettuale sia una struttura complessa. In effetti, questa interpretazione è sensibile alle esigenze della moderna economia professionale. Del resto, vi è da riconoscere che quando il legislatore prevede la possibilità che l'attività professionale - anche quella protetta - venga esercitata in forma societaria, in qualche modo già reinterpreta il concetto di <fiducia>, adattandolo alle esigenze di organizzazione che in determinati settori professionali si vengono a manifestare (...). Pur tuttavia, e non negando affatto che in tali casi si possa instaurare una relazione fiduciaria tra l'organizzazione che assume l'obbligo di eseguire la prestazione professionale e il beneficiario della prestazione, rimane che la prestazione dedotta in contratto sarà pur sempre un servizio o un bene prodotto da un soggetto organizzato ad impresa. È questo che impedisce di qualificare d'opera il contratto: il prestatore è un imprenditore, il servizio prodotto non può che essere imputato all'impresa e, per ciò, non può trattarsi di opera intellettuale".

La realtà dei moderni traffici commerciali richiede, infatti, modelli operativi sempre più complessi ed articolati, i quali comportano, oltre al possesso di cognizioni tecniche particolarmente qualificate, una serie di strutture organizzative dimensionalmente sempre più estese ed integrate.

Altra parte della dottrina ha, invece, sostenuto che la presenza di un'organizzazione avente struttura imprenditoriale determini la <spersonalizzazione> dell'incarico ricevuto, il quale deve essere imputato non ai singoli professionisti ma alla società entro la quale essi svolgono la propria attività, qualificando il contratto di *rating* come appalto di servizi¹⁸; ciò comporta sul piano operativo, oltre all'inapplicabilità degli articoli 2236, 2237 e 2751 *bis* c.c., una diversa configurazione dell'obbligazione dedotta in contratto, che da obbligazione di mezzi si trasforma in obbligazione di risultato, con evidenti riflessi sugli oneri probatori.

Una contraria opinione ritiene di poter sussumere il contratto in oggetto nello schema tipico del mandato¹⁹, precisando però che la società di *rating* non è tenuta ad osservare le direttive impartite dal mandante, essendo dotata, nell'esercizio dell'incarico conferitole, di amplissimi margini di discrezionalità ed autonomia.

Quest'ultimo aspetto fa sì che la stessa assuma - a differenza del mandatario - una responsabilità propria e/o solidale con il committente nel caso in cui incorra nell'emissione di un giudizio valutativo non veritiero, erroneo o fuorviante, oppure ometta e/o ritardi la revisione del *rating* attribuito qualora si siano già verificati i presupposti per la sua revisione.

Altri autori, infine, ritengono che la complessità ed eterogeneità dei modelli valutativi immanenti ad una struttura negoziale complessa qual è quella oggetto di cartolarizzazione - consistente in una molteplicità di

¹⁸ G. SCHIANO DI PEPE, *Le società di professionisti*, Milano, 1977, p. 219 ss.

Per F. GALGANO, *La società per azioni*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. econ.*, VII, Padova, 1984, p. 25 ss., "occorre distinguere - in materia di società di revisione - il tipo di società. Se l'attività si svolge in forma di società di persone avvalendosi esclusivamente di soci professionisti che prestano la propria opera all'interno della compagine sociale allora si è in presenza di un contratto d'opera intellettuale; la presenza di soci capitalisti e l'organizzazione del lavoro altrui qualifica il contratto di revisione come appalto di servizi".

¹⁹ In materia di società di revisione si veda M. NUZZO, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di G. Alpa-F. Capriglione), II, Padova, 1998, p. 1507 ss.

contratti tra loro collegati - indurrebbe a ravvisare un autonomo tipo negoziale²⁰.

Le prestazioni caratterizzanti l'operazione, infatti, si sostanziano connesse ed inscindibili, consistendo nella predisposizione di servizi accessori, nella verifica e controllo periodici su dati contabili (allo scopo di pervenire ad un giudizio prospettico sul futuro sviluppo e sull'affidabilità creditizia del soggetto valutato), nello svolgimento di operazioni di carattere ispettivo, volte all'eventuale revisione dei giudizi ed alla predisposizione di *warnings* inviati a tutela degli investitori e del mercato²¹.

Esse non assumono rilievo in sé ma, appunto, nella loro inscindibile connessione, tendendo alla realizzazione di una complessiva funzione non sussumibile in alcuna causa tipica.

Il che induce la dottrina prevalente a qualificare tale contratto come atipico, con la conseguenza che i relativi problemi, volti all'individuazione delle regole applicabili per definire il grado di diligenza richiesto ai *raters* e le correlative ipotesi di responsabilità, dovranno essere risolti mediante l'utilizzo degli strumenti elaborati dalla dottrina e dalla giurisprudenza per questa categoria di contratti²².

²⁰ Si veda anche A. ROSSI, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, Milano, 1985, p. 203 ss.

²¹ Per M.V. COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Napoli, 2001, p. 39 ss., "La ricchezza del contenuto del contratto di revisione induce tuttavia il dubbio sulla riconducibilità, nella sua complessità, ad un unico schema contrattuale tipico. Le diverse prestazioni necessarie per realizzare la finalità della revisione secondo la previsione negoziale delle parti ed il complesso di norme legislative, regolamentari e deontologiche che regolano la materia sembrano infatti così reciprocamente connesse da escludere che tra esse possa porsi una relazione da principale ad accessorio che consenta di ritenere le prestazioni ulteriori assorbite in quelle principali e dunque rientranti nell'elasticità del tipo contrattuale da queste caratterizzato. *Il risultato complessivo che le parti vogliono realizzare attraverso il contratto è diverso da quello che caratterizza la causa tipica dei contratti nominati ai quali si è tentati di far riferimento, costituendo esso una sintesi originale di prestazioni inscindibili che nel loro insieme realizzano la funzione propria del contratto considerato* (il corsivo è nostro) (...). La disciplina considerata sembra infatti riguardare l'attività della società di revisione, non il contratto da questa stipulato. Quale che sia la soluzione su tale punto, resta peraltro il fatto che in ogni caso la disciplina esistente presenta lacune che non sono colmabili con il ricorso alla disciplina di un tipo contrattuale già disciplinato dal codice o da altre leggi speciali".

²² M.V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 40.

3. La variabilità del contenuto del contratto e, dunque, delle prestazioni dovute dal *rater* nei confronti del committente, assume specifico rilievo nei casi di <crediti individuabili in blocco> e di <crediti futuri> di cui all'art. 1, comma 1, lett. g), del decreto Ministro del Tesoro 4 aprile 2001^{23 24}.

L'esistenza di un relativo grado di incertezza nell'identificazione dei beni²⁵, comunque valutabile in sede di *due diligence* e di attribuzione del *rating*, consente egualmente di procedere alla cartolarizzazione degli attivi provenienti da operazioni di *project financing* o di cessione dei crediti c.d. *revolving*, in cui è più difficile procedere all'esatta configurazione dei rapporti giuridici dai quali sorgeranno i flussi di cassa²⁶.

²³ Pubblicato sulla G.U. 18 aprile 2001, n. 90.

²⁴ L'art. 2 d.m. 4 aprile 2001 contiene delle statuizioni modificative dell'art. 1 d.m. 13 maggio 1996, concernente i criteri di iscrizione degli intermediari finanziari nell'elenco speciale di cui all'art. 107, comma 1, del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, (c.d. T.U.B.).

Le istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del 5 dicembre 1996, pubblicate nella G.U. 17 dicembre 1996, n. 295, riferibili all'art. 58, comma 1, T.U.B. (non richiamato dall'art. 4 della legge n. 130/1999), definiscono i rapporti giuridici individuabili in blocco come: "i crediti, i debiti e i contratti che presentano un comune elemento distintivo; esso può rinvenirsi, ad esempio, nella forma tecnica, nei settori economici di destinazione, nella tipologia della controparte, nell'area temporale e in qualunque altro elemento comune che consenta l'individuazione del complesso dei rapporti ceduti".

²⁵ C. RUCELLAI, *Cartolarizzazione e tutela del mercato*, in AA.VV., *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, *cit.*, p. 13, "La questione principale dibattuta tra i pratici è stabilire se questo requisito dell'individuabilità in blocco sia da intendersi come rigorosamente obiettivo, nel senso cioè di richiedere la cessione di *tutti* i crediti che corrispondono alle caratteristiche individuate e che assicurano l'omogeneità giuridico-finanziaria del blocco, o se possa intendersi come anche soggettivo, nel senso cioè di consentire al cedente di scegliere *quali* crediti cedere tra quelli che corrispondono alle caratteristiche individuate. La stessa Banca d'Italia, ancorché informalmente sembri propendere per la seconda alternativa, non ha preso alcuna posizione scritta, ufficiale o ufficiosa, al riguardo. È pertanto escluso che il cedente, o chiunque altro, possa fornire garanzie contrattuali in merito al soddisfacimento di questo requisito, come invece troppo spesso pretendono, con una certa insensibilità giuridica, alcune agenzie di *rating*. Ma bisogna riconoscere che si tratta di insensibilità favorita da una formulazione normativa non felice, restrittiva e che, di certo, non favorisce il nostro sistema giuridico-finanziario nella competizione sempre più dura in atto tra sistemi-Paese".

Si veda anche F. MACARIO, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, p. 12.

P. SCHLESINGER, *La cartolarizzazione dei crediti*, *cit.*, p. 266 ss., fa riferimento ad un *principium individuationis* e sottolinea, in una prospettiva più ampia, il rilevante ruolo svolto dall'autonomia privata nell'ambito dell'operazione, con riferimento ai contratti collegati nei quali si articola il complesso procedimento.

²⁶ Per C. RUCELLAI, *op. ult. cit.*, p. 12 ss., "È evidente l'ampliamento introdotto da questa normativa secondaria, ai fini delle operazioni di cartolarizzazione, rispetto alla definizione di "credito futuro" elaborata dalla giurisprudenza consolidata della Corte di Cassazione e delle corti

Pur svolgendo la società di *rating*, in conseguenza dell'incarico conferitole, una funzione latamente "determinativa" degli attivi ceduti, è stato osservato che la nozione di rapporto <individuabile in blocco> configura, nella normativa in esame, un criterio sostanzialmente diverso ed ulteriore rispetto a quelli previsti dall'art. 1346 c.c., nonché dalla nozione di crediti ceduti <in massa> di cui alla legge n. 52/1991²⁷.

Ciò nel senso che la determinabilità dell'oggetto della cessione deve essere riferita non ad ogni singolo credito, ma alla globalità degli stessi,

di merito, e anche rispetto alla definizione di "*credito futuro*" contenuta nella legge 21 febbraio 1991, n. 52 sul *factoring*. È evidente, del pari, che questo ampliamento normativo della nozione tradizionale di *credito futuro* è stato introdotto allo scopo specifico di consentire la cartolarizzazione su base "*revolving*" o rotativa anche ai sensi della legge n. 130/1999".

G. RUMI, *Securitisation in Italia. La legge n. 130/99 sulla cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 454, "Il fenomeno del *project financing* appare terreno ideale per l'applicazione di tecniche di *securitisation* atteso il ruolo centrale che assume il *cash flow* futuro come fonte prioritaria di rimborso e di "garanzia" dell'intervento finanziario. In particolare, la *securitization* potrebbe contribuire a superare uno degli ostacoli "tecnici" più consistenti all'applicazione di logiche di *project financing* nel nostro ordinamento, ovvero le difficoltà connesse alla predisposizione di meccanismi idonei a canalizzare e vincolare flussi reddituali attesi e futuri a beneficio dei finanziatori del progetto, superando le attuali rigidità del nostro sistema di garanzie reali ove applicate ad un oggetto (crediti o flussi finanziari) futuro e/o *revolving*".

F. MODULO-C. ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 79 ss., "la peculiarità di poter individuare, oltre ai crediti già venuti ad esistenza e registrati nelle scritture contabili della società anche quelli che sulla base di determinati contratti, evidentemente a scadenza successiva rispetto a quella di perfezionamento dell'operazione di cartolarizzazione, siano individuabili e valutabili nel presupposto di una continuazione del rapporto commerciale, ovvero sulla base di un orientamento interpretativo, anche quelli semplicemente sperati, individuabili in blocco, se si tratta di una pluralità di crediti. Possibilità quest'ultima che, da un lato, sembra rendere possibile un'individuazione dei crediti sulla base delle scritture contabili anche a prescindere da un'indicazione analitica e precisa degli stessi e, dall'altro lato, rende possibile la cartolarizzazione anche di un singolo credito, ovvero di uno o più crediti definiti, o individuabili in base a determinati criteri. Con riguardo in particolare al concetto di <blocco> di crediti si evidenzia come lo stesso assuma un rilievo peculiare nell'ambito della presente legge, non potendo essere interpretato, quanto meno con riguardo ai crediti già sorti o individuati, nel senso già sostenuto con riguardo alle cessioni ai sensi dell'art. 58 del testo unico bancario. Il requisito di <omogeneità> dei crediti cedibili sembra infatti utile solo per l'individuazione di crediti futuri, al fine di contribuire alla determinazione degli stessi, soprattutto nell'ipotesi di cessioni su base rotativa".

²⁷ Per R. CERCONE, *Cessione di rapporti giuridici a banche*, in *La nuova legge bancaria*, *Commentario* a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, Milano, 1996, p. 971, "L'individuabilità in blocco resta proprietà distinta dalla determinatezza o determinabilità richieste dall'art. 1346 c.c. Tali due attributi, infatti, non riguardano i beni giuridici dell'oggetto del contratto, bensì la rappresentazione che di essi venga fatta dalle parti. È l'indicazione dell'oggetto del contratto che deve essere idonea a individuare esattamente i beni interessati alla vicenda giuridica o a predisporre i criteri per tale individuazione. Invece l'individuabilità in blocco indica una qualità intrinseca all'oggetto della cessione, a prescindere dalla rappresentazione che esso riceverà nelle clausole contrattuali".

desumibile di volta in volta tramite criteri predeterminati all'interno dell'accordo-quadro di cessione dal concreto assetto degli interessi negoziali sottostanti l'operazione, senza che risulti necessario ricorrere all'utilizzo di un comune elemento distintivo avente portata obiettiva²⁸.

Per ciò che riguarda i crediti futuri, invece, sembra da condividere l'opinione di chi ritiene che requisito specifico per la determinabilità dei crediti cedenti è costituito dall'esistenza in concreto di parametri oggettivi che attestino una ragionevole probabilità di venuta ad esistenza²⁹, avendo presenti non soltanto i crediti, ma anche il *cash-flow* generato dall'*originator*, ovvero i flussi di cassa prodotti nell'espletamento della concreta attività istituzionale.

²⁸ In senso conforme si veda G. GUERRIERI, *Commento Sub art. 1*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1012 ss.

²⁹ S. ALDERIGHI, *Vecchie e nuove in materia di cartolarizzazione di crediti futuri*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 973 ss., ritiene che "Fra le due possibili interpretazioni estremistiche del criterio della determinabilità dell'oggetto del contratto (quello più liberale che avrebbe permesso di cartolarizzare ogni tipo di credito futuro, purché individuabile al momento del suo venire ad esistenza e quello più restrittivo del "rapporto di base attuale", fatto suo, fra l'altro, dalla giurisprudenza maggioritaria), il D.M. sceglie infatti una via intermedia, introdotta dal concetto di *generabili*, il quale sembra esprimere non tanto la certezza, quanto una "realistica probabilità" di venuta ad esistenza di crediti, interpretazione già da qualcuno prospettata in dottrina. In proposito va inoltre osservato che l'implicito riferimento alla *probabile venuta ad esistenza* conferma anche che i crediti vengono dedotti nel contratto non già *uti singuli*, ma come *massa* (...). La massa, poi, a dispetto dei crediti futuri che la compongono, sembra essere *attuale* già al momento della stipulazione dell'accordo ed è rappresentativa della futura liquidità che l'operazione di cartolarizzazione permette di "scambiare" con quella attuale (...). Quanto all'*attività del cedente*, ad essa dovrà farsi riferimento anche per individuare quali crediti futuri, fra tutti quelli pur possibili che il cedente potrebbe generare, possano essere ceduti".

Nello stesso senso si veda M. MASNADA, *Nuove norme in tema di società di cartolarizzazione dei crediti*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 977 ss., "sulla scorta di tale specificazione, l'imprenditore appare facoltizzato ad impostare una attualizzazione preventiva dei flussi finanziari composti dai crediti futuri che, sebbene in assenza di una concreta maturazione, sono comunque oggettivamente riconducibili nell'alveo del naturale esercizio dell'impresa e della sua conseguente redditività (...). Non vi è dubbio, in ogni caso, che nell'operazione di cartolarizzazione di crediti futuri, maggiore è l'alea sulla venuta ad esistenza del credito titolarizzato e maggiore è la percentuale di rischio che dovrà essere evidenziata sia nel prospetto informativo sia in sede di *rating* dell'operazione complessiva".

Alla stessa nozione di futuribilità, ovvero alla possibilità di cartolarizzare *assets* non ancora esistenti, ma dei quali sia ragionevolmente possibile, sulla base di realistici dati previsionali, predeterminare la loro venuta ad esistenza, aderisce anche P. FERRO-LUZZI, *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, *cit.*, p. 26, secondo il quale "Nell'ambito dei crediti futuri il problema di vertice sembra peraltro essere quello della cartolarizzazione dei futuri flussi di cassa". Per C. PROTO, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fallimento*, 1999, p. 1177, "quando nella massa dei crediti ceduti solo alcuni siano futuri, il problema riguarderà solo questi ultimi, ma non l'intero contratto che, in quanto avente ad oggetto una vendita di massa, si considera ad oggetto determinato quando la massa e non i singoli crediti, sia comunque determinata o determinabile".

L'aspettativa derivante dal realizzo di tali posizioni attive risulta determinabile tramite l'analisi di bilancio dei precedenti esercizi, dai quali si desume, altresì, il reale valore di avviamento (*goodwill*) dell'azienda³⁰.

Pur non essendo riservate esclusivamente a soggetti esercenti attività imprenditoriale, infatti, appare di indubbia evidenza il fatto che nella maggior parte dei casi le operazioni di *securitization* vengono intraprese da operatori economici professionali.

Gli attivi cartolarizzati, in questa prospettiva, risultano determinabili *per relationem*, facendo espresso riferimento non ad un'entità statica bensì ad un contesto dinamico, rappresentato dall'organizzazione imprenditoriale³¹.

Si realizza in sostanza, sotto questo profilo, una situazione non dissimile da quella che caratterizza l'attività assicurativa.

Anche in questo caso, infatti, il singolo contratto viene ad assumere una connotazione aleatoria <pura>.

Nel momento in cui le imprese assicurative si determinano ad addivenire alla contrattazione di massa su una serie standardizzata di rischi e, quindi, alla conseguente adozione di modelli matematico-statistici di riferimento, si assiste ad una progressiva attenuazione dell'aleatorietà non soltanto da un punto di vista economico, ma anche in relazione al profilo strettamente giuridico.

Meno convincente è la tesi dell'estensione in via analogica della disciplina prevista in materia di *factoring*³² proposta da una parte della

³⁰ Secondo D. GALLETTI, *Sub art. 2*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1028, "La ragione per cui il rischio sembra <occultato> per effetto delle operazioni di cartolarizzazione risiede non già nel fatto che l'operazione sia Pareto-efficiente, bensì nella circostanza per cui il rischio viene suddiviso fra un numero molto più elevato di soggetti, ciascuno dei quali ha proprie conoscenze e previsioni sugli elementi del processo, ed appronta propri strumenti reattivi per <coprire> il margine di rischio residuo, così coinvolgendo e ripartendo lo stesso fra altre economie <terze>. Se lo scambio dovesse essere valutato in una situazione ideale di assenza di costi transattivi, per l'inesistenza di asimmetrie informative, come è noto, esso semplicemente non avverrebbe".

³¹ In tale prospettiva si pone l'opinione espressa da C. GROSSI, *La cartolarizzazione dei crediti futuri*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 256, la quale propone di configurare la cartolarizzazione dei flussi finanziari all'interno della fattispecie di cui all'art. 7, comma 1, lett. a), della legge n. 130/1999.

³² Per la cui critica si rinvia espressamente a P. GABRIELE, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, *cit.*, p. 516 ss.

Per A. PLAIA, *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*, in *Giur. merito*, 2000, IV, p. 493, "può farsi riferimento all'art. 2852 c.c. sul <grado dell'ipoteca> che considera crediti futuri quelli che <possono eventualmente nascere in dipendenza di un rapporto già esistente>".

dottrina, che ne sottolinea i vantaggi operativi in relazione alla maggiore flessibilità, alla più precisa definizione della nozione di crediti futuri ed alla conseguente riduzione dei costi transattivi.

Tralasciando il carattere di specialità delle disposizioni previste nella legge 21 febbraio 1991, n. 52, nonché il relativo ambito di applicazione, occorre rilevare che nella *securitization* il trasferimento degli *assets* rappresenta soltanto un aspetto prodromico ed endoprocedimentale all'ulteriore fase di collocamento dei titoli, mentre nel *factoring*, pur potendo la cessione coesistere con altri elementi di una fattispecie causale complessa, raramente si verifica la trasposizione degli attivi ceduti in altri strumenti finanziari³³.

S. TONETTI, *La cartolarizzazione dei crediti ex lege n. 130 del 30 aprile 1999: limiti oggettivi, crediti futuri, crediti verso la pubblica amministrazione*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 586, "È da ritenere, così, che per la validità della cessione di crediti futuri è sufficiente che sia individuata - i.e. sia determinata o determinabile - la fonte dei crediti stessi".

Per G. GUERRIERI, *Commento all'art. 1*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1010 ss., "Questo significa che, ove manchi una specifica previsione normativa di segno contrario, l'oggetto di un contratto possa ritenersi determinabile quando dalle previsioni delle parti, dalle loro qualità soggettive o da altre circostanze si possa stabilire con sufficiente precisione quale sia il diritto o il rapporto dedotto in contratto, a nulla rilevando la circostanza che tale rapporto risulti non ancora esistente al momento della formazione del regolamento negoziale e il tempo entro cui sarà destinato a sorgere. (...) si deve anzi pensare che proprio l'introduzione di una norma che sancisce la libera cedibilità di crediti futuri, senza porre indicazioni vincolanti sui criteri in base a cui considerare determinabile l'oggetto della cessione, valga a confermare la vigenza, in materia di cessione di crediti, degli artt. 1346 e 1348 c.c., e ad attribuire carattere generale al disposto dell'art. 3, comma 1, l. n. 52/91, mantenendo isolata la regola speciale di cui all'art. 3, comma 3".

Secondo E. SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, *cit.*, p. 440 ss., "la contrapposizione è fra crediti non ancora sorti, ma per i quali esiste già il rapporto contrattuale, dal quale sorgerà il credito, e crediti, per i quali al momento della cessione non esiste ancora nulla (...). È chiaro che, mentre nel caso di rapporto sottostante già esistente, l'entità e la qualità dei crediti ceduti, ancorché futuri, e i relativi flussi di incassi sono prevedibili, nel secondo caso le aspettative di incasso si basano esclusivamente su serie storico-statistiche pregresse, che rendono del tutto incerta, se non l'entità, i tempi degli incassi".

³³ C. RUCELAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, p. 421, "L'abbinamento legislativo del servizio di riscossione a quello di cassa e di pagamento (tipico quest'ultimo della banca depositaria) appare pertanto inopportuno perché non contempla la possibilità che il servizio di riscossione sia attribuito allo stesso cedente. Si potrà incaricare il cedente del servizio di riscossione soltanto qualora il cedente sia banca od intermediario finanziario iscritto nell'elenco speciale previsto dall'art. 107 del testo unico bancario, forzando un po' l'intento della norma che sembra quello di attribuire il servizio di riscossione, come il servizio di cassa e di pagamento, ad un soggetto terzo rispetto al cedente. La preclusione legislativa resta comunque insuperabile nel caso in cui il cedente-*originator* non sia banca o intermediario finanziario ma, per esempio, una impresa industriale. In tal caso il cedente non potrebbe, data la precisa preclusione normativa, essere incaricato del servizio di riscossione; con conseguenze discriminatorie a carico dell'*originator* impresa industriale e anche pregiudizievoli per la

Accade talvolta nella prassi negoziale, infatti, che il *factor* corrisponda il prezzo della cessione finanziandosi mediante l'emissione di titoli di credito all'ordine, aventi breve durata (*commercial papers*)³⁴.

Eccessivamente restrittiva e non compatibile con la previsione contenuta nel d.m. 4 aprile 2001 risulta poi, sulla scorta delle predette considerazioni, la nozione di credito futuro accolta nel provvedimento della Banca d'Italia del 29 marzo 2000, ove si ritiene necessario fornire indicazioni anche in ordine ai rapporti contrattuali sottostanti³⁵.

Tale conclusione risulta avvalorata dalla nozione di futuribilità contenuta all'interno del predetto d.m. 4 aprile 2001, laddove il parametro preso in considerazione sembra fare riferimento all'oggetto sociale del

competitività del nostro sistema normativo in confronto a quelli dei paesi concorrenti, i quali liberamente consentono che l'*originator* funga anche da *servicer*".

³⁴ Si veda, a titolo esemplificativo, l'articolo di M. LONGO, *Wind cartolarizza le bollette*, in *Il Sole 24Ore* del 16 aprile 2003, ove si rileva che "Tra gli addetti ai lavori sono infatti tanti quelli che ritengono che la legge 130 sia ottima per le cartolarizzazioni bancarie ma di difficile applicazione per quelle delle aziende industriali. Non a caso questa tecnica finanziaria ha "spopolato" nel mondo del credito, ma non ha ancora attecchito in quello industriale".

³⁵ P. GABRIELE, *op. ult. cit.*, p. 536.

Per F. MAIMERI, *op. ult. cit.*, p. 240, "Il comma 1 dell'art. 1 riecheggia il disposto della legge sul *factoring*, stabilendo che possono formare oggetto di cessione in blocco crediti futuri, senza però la precisazione che debba trattarsi di crediti <che sorgeranno da contratti da stipulare in un periodo di tempo non superiore a ventiquattro mesi> (art. 3, comma 3, della l. n. 52/1991). È evidente che una simile pattuizione sconta un certo grado di incertezza nella identificazione dei crediti futuri da cedere, ma è altrettanto vero che una simile evenienza, comunque valutabile in sede di rilascio del *rating*, consente di cartolarizzare i crediti nascenti da operazioni di *project finance*, la cui configurazione rende difficile una più specifica definizione del rapporto da cui nasceranno i crediti".

M. GRANIERI, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata, cit.*, p. 29, riconduce la cessione dei crediti futuri all'*emptio rei speratae*, se derivano da contratti già stipulati o all'*emptio spei*, qualora si tratti di crediti *nondum nati*.

Per G. RUMI, *op. ult. cit.*, p. 460, "eccessivamente limitativo sarebbe, invece, interpretare il testo normativo nel senso di escludere la possibilità di cartolarizzare i flussi finanziari futuri non derivanti da un portafoglio crediti (...). Tuttavia, la flessibilità dei concetti adottati dal legislatore sul punto potrebbe legittimare, almeno teoricamente, le tesi più permissive. Le ragioni che teoricamente ostano a ricomprendere tali crediti futuri come oggetto di cessione potrebbero non essere decisive laddove, sulla scorta dell'esempio anglo-americano, ad una valutazione pubblicistica, necessariamente aprioristica e teorica, si voglia sostituire la considerazione per il doppio sindacato effettuato dalle apposite società di *rating* e dal pubblico degli investitori chiamati, in tempi e modi diversi, ad esprimere il gradimento sulla bontà dell'investimento e, quindi, sulla stimata affidabilità della realizzazione dei crediti futuri, in base alle idonee garanzie di supporto offerte dalla struttura ed ai prospetti presentati dall'emittente. Piuttosto, ciò che appare indifferibile al fine del necessario ed effettivo realizzarsi del requisito della determinatezza e della determinabilità del contratto appare un idoneo supporto di garanzia ed una precisa indicazione dei tempi di maturazione dei crediti e delle condizioni che devono realizzarsi affinché la cessione possa dirsi perfetta".

Cfr. F. MACARIO, *op. ult. cit.*, p. 12 ss.

cedente, individuato in via probabilistica mediante il concreto ricorso ad elementi storico-statistici³⁶.

Anche la giurisprudenza di legittimità, infatti, ha stabilito che nella definizione di credito futuro, cedibile ai sensi e per gli effetti dell'art. 1348 c.c., risulta incluso anche un credito semplicemente sperato e meramente eventuale, dal momento che l'aleatorietà insita nella suddetta cessione appare essere ricompresa nella nozione codicistica sopra richiamata³⁷.

³⁶ Secondo G. FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, cit., p. 104 ss., “la nozione di crediti futuri non viene individuata in ragione dell’interesse esclusivo del cedente, che in passato ha comportato la distinzione tra la <titolarità di un’aspettativa giuridicamente protetta alla venuta ad esistenza del credito> e <la semplice aspettativa di fatto all’insorgenza del diritto>, ma si è inteso, per le operazioni di cartolarizzazione, far riferimento ad una nozione unitaria ed innovativa, ritenendo che per crediti futuri debbano intendersi <i crediti non ancora esistenti, in quanto generabili nel normale esercizio dell’attività del cedente>. In tal modo, il legislatore, sia pure in una fonte “secondaria”, ha sottolineato come, con il negozio di cessione connesso alla *securitization*, si produca direttamente il trasferimento alla società veicolo della situazione giuridica soggettiva prodromica all’insorgenza del diritto, con la conseguenza che la cessione (perfezionatasi con la pubblicazione nella *Gazzetta Ufficiale*) ovvero la <fattispecie traslativa a formazione successiva>, destinata al sorgere del credito, finisce per svolgersi all’interno del patrimonio della cessionaria-società veicolo”.

³⁷ R. SIMONE, *Cessione in garanzia di crediti futuri: la Cassazione ci ripensa*, nota a Cass. 11 maggio 1990 n. 4040, in *Foro it.* 1991, I, c. 2490 ss.

Sulla distinzione tra la cessione dei crediti futuri “eventuali in astratto” ed “eventuali in concreto” si veda G. SACCHI LODISPOTO, *Cessione dei crediti futuri e mercato delle cartolarizzazioni*, nota a Cass. 26 ottobre 2002, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 541 ss.

4. Secondo la testuale ed espressa dizione dell'art. 2, comma 1, della legge n. 130/1999, i titoli emessi³⁸ per consentire l'acquisto dei crediti costituiscono strumenti finanziari, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1, commi 2 e 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. T.U.F.).

La nozione di strumento finanziario, intesa da una parte della dottrina come sostitutiva del concetto di valore mobiliare, è stata volutamente recepita dal legislatore in un'accezione piuttosto ampia, aperta all'evoluzione esistente nella concreta prassi operativa del settore mobiliare.

La categoria degli strumenti finanziari, pertanto, risulta dotata di un elevato indice di flessibilità, atto a recepire tutte le successive evoluzioni di carattere applicativo che dovessero eventualmente verificarsi all'interno dei mercati regolamentati.

L'incorporazione del diritto nel documento (art. 1, legge n. 130/1999), unita ai requisiti di letteralità ed astrattezza, indurrebbero a ravvisare l'esistenza di un titolo di credito.

Risulta evidente, infatti, che la sottoscrizione da parte dei risparmiatori sarà resa più agevole qualora la sorte dei titoli emessi risulti completamente svincolata rispetto ai rapporti negoziali sottostanti³⁹.

Senonché occorre rilevare in proposito l'inattaccabilità del patrimonio dello S.P.V., stante la segregazione dello stesso, da parte dei portatori dei titoli (c.d. *limited recourse* o ad esigibilità limitata), la quale

³⁸ Secondo A. VERONELLI, *Contributo allo studio della cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 62, "La formula adottata nel testo desta, peraltro, non poche perplessità: il legislatore rinuncia infatti a delimitare concettualmente il contenuto normativo dei titoli oggetto dell'offerta da parte della società cessionaria, inquadrandoli genericamente come valori mobiliari (*rectius* strumenti finanziari)".

Si veda al riguardo N. SQUILLACE, *Cartolarizzazione dei crediti e sollecitazione all'investimento*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. Pardolesi, cit., p. 155 ss.

³⁹ G. SCAGLIARINI, in P. BONTEMPI-G. SCAGLIARINI, *op. ult. cit.*, p. 74.

Secondo A. VERONELLI, *op. ult. cit.*, p. 71 ss., "la fattispecie può essere inquadrata fra i titoli causali, in virtù del combinato disposto degli artt. 1, comma 1, lett. b), e 5, comma 1, della l. n. 130/99, sicché la pretesa del portatore del titolo non sarebbe neutra sotto il profilo funzionale e la loro validità (degli strumenti emessi) verrebbe meno in difetto del legame con il rapporto giuridico cui la pretesa è riconducibile (...). Circa il significato da attribuire all'espressione titoli rappresentativi di un interesse normalmente negoziabile, è da condividere l'opinione di chi afferma che la formula sarebbe comprensiva sia di situazioni giuridiche perfette (diritti di credito), sia di situazioni non giuridicamente tutelate negli stessi termini e risolvendosi in mere aspettative, e richiamerebbe qualsiasi partecipazione ad operazioni di massa (...) nelle quali chi emette (o chi offre o colloca) il valore mobiliare garantisce all'investitore un'aspettativa di profitto".

costituisce la naturale conseguenza dell'intervenuta separazione patrimoniale^{40 41}.

L'esigibilità limitata dei titoli emessi induce, quindi, a ritenere che i medesimi non possano essere qualificati come titoli obbligazionari⁴², atteso che in tal caso la società emittente non risponde con il proprio patrimonio, ma mediante gli attivi attribuiti all'entità prevista dalla legge alla quale, in perfetta osservanza di quanto disposto dall'articolo 2740, comma 2, c.c., il legislatore ha attribuito natura di patrimonio separato.

L'art. 1, comma 1, lett. b), della legge n. 130/1999, del resto, utilizza al riguardo una locuzione giuridicamente di portata diversa (soddisfacimento dei diritti incorporati nei titoli), rispetto all'espressione adoperata in materia di prestito obbligazionario (rimborso dei titoli).

⁴⁰ Si riportano testualmente a tale proposito alcuni brani, tratti dalla Relazione della Commissione finanze del 22 febbraio 1999, pubblicata in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 427 ss., "Dal momento che i portatori dei titoli sono titolari di crediti ad esigibilità limitata, poiché non tutelati dai patrimoni delle società emittenti, essi devono per converso essere particolarmente tutelati dal flusso finanziario dei pagamenti relativi ai crediti ceduti (...). Il titolo emesso dalla società emittente non è garantito dal capitale della società stessa, il quale è di modesta entità, ma dai crediti segregati. La peculiarità dell'operazione sta quindi nell'irrelevanza del rapporto tra l'indebitamento derivante dall'emissione ed il patrimonio netto della società veicolo".

⁴¹ C. RUCCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999 n. 130, cit.*, p. 396, non ritiene di definire questi titoli come obbligazionari, dal momento che l'emittente "non risponde di quei titoli con il suo patrimonio, poiché la garanzia patrimoniale dei crediti incorporati nei titoli è limitata al patrimonio separato costituito da quel portafoglio crediti che supporta quella operazione (...). In altri termini, il rischio della inesigibilità dei crediti ceduti non viene mai assunto dalla società di cartolarizzazione cessionaria, la quale lo scarica sui sottoscrittori dei titoli che essa emette in virtù del contratto di sottoscrizione funzionalmente collegato al contratto di cessione".

Per F. MURATORI, *op. ult. cit.*, p. 346, "incorporare sta a significare che il debito rappresentato dai titoli emessi sarà puntualmente remunerato nella misura in cui il portafoglio crediti, così come costruito, produrrà un flusso di cassa a tal fine sufficiente".

Secondo E. SPANO, *op. ult. cit.*, p. 436, la legge sulla cartolarizzazione avrebbe introdotto una nuova specie di titolo di credito.

⁴² Così come ritenuto da D. GALLETI, *Sub art. 5, in Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1121, il quale, sostenendo una nozione molto ampia di obbligazione, afferma che "non si deve avere alcuna perplessità nel qualificare i titoli emessi nel corso di *securitization* come obbligazioni, benché *limited recourse*, e ricostruibili come veicoli per l'incorporazione di rapporti di associazione in partecipazione".

Si veda anche F. BOCHICCHIO, *La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 2000, p. 989 ss.

G. DE NOVA-C. LEO, *La securitization in Italia*, in *Contratti*, 1999, p. 712, "I titoli suddetti non dovrebbero essere riconducibili ad obbligazioni, perché l'emittente non risponde se non nei limiti dell'incasso che ottenga dai debitori".

La perfetta separazione intercorrente tra gli assetti proprietari e quelli gestori consente allo S.P.V. di operare la traslazione del rischio di insolvenza dei crediti ceduti sui portatori dei titoli⁴³.

La preminenza dell'assetto relativo alla gestione risulta evidente qualora l'operazione di *securitization* si realizzi tramite lo strumento del fondo comune di crediti.

Alcuni autori, invece, ritengono ammissibile l'esistenza di titoli di credito obbligazionari, assistiti da una clausola collaterale e convenzionale di pagamento parziaria, per effetto della quale l'obbligazione risulta strutturata come forma giuridica idonea alla cartolarizzazione di prestiti collettivi, con obbligo di restituzione di natura neutra rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante⁴⁴.

Ad una più approfondita analisi, tuttavia, la presunta equiparazione tra le *securities* ed i titoli obbligazionari non rileva da una prospettiva sostanzialistica, ma soltanto sotto il profilo tributario (art. 6, legge n. 130/1999; art. 22, comma 8, legge n. 409/2001; art. 2, comma 5, legge n. 410/2001).

Tale equiparazione, seppure limitata, ha contribuito sensibilmente ad eliminare il principale ostacolo alla concreta attuazione delle operazioni suddette, dal momento che gli interessi sui titoli atipici sono soggetti ad una ritenuta alla fonte pari al 27 per cento, mentre quelli derivanti da prestiti obbligazionari, purché aventi durata superiore a diciotto mesi, scontano una ritenuta alla fonte pari al 12,5 per cento (art. 26 D.P.R. n. 600/1973)⁴⁵.

Occorre evidenziare che la suddetta parificazione ha contribuito, comunque, alla risoluzione delle numerose problematiche sorte prima

⁴³ Sotto tale peculiare profilo F. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998, p. 77 ss., ha definito i titoli cartolarizzati come strumenti derivati di credito.

In senso conforme C. RUCCELLAI, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 415, il quale equipara le *securities* alle *credit linked notes* "la cui particolarità sta nel fatto che il pagamento del capitale a scadenza e degli interessi è condizionato dal pagamento del capitale e degli interessi di un titolo di riferimento emesso da un terzo (rischio di riferimento). Nel caso dei titoli emessi dalla società di cartolarizzazione il rischio di riferimento è costituito dall'andamento del portafoglio crediti ceduto dall'*originator* alla società di cartolarizzazione stessa. Vi è di più. Il rischio di riferimento non è costituito soltanto dall'andamento del portafoglio crediti ma anche dall'effettiva disponibilità, a favore dei portatori dei titoli, del flusso finanziario derivante dal portafoglio stesso".

⁴⁴ G. GENTILE, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, p. 763.

⁴⁵ A. DI NEPI, *Problemi fiscali e di bilancio*, in AA.VV. *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. Pardolesi, cit., p. 177.

dell'entrata in vigore della legge n. 130/1999, ovvero al periodo in cui le *securities*, emesse avvalendosi di uno S.P.V. non residente, venivano considerate equivalenti ai titoli atipici dall'amministrazione finanziaria ed assoggettate alla disciplina tributaria relativa⁴⁶.

Possiamo affermare, quindi, che la natura di titoli atipici, *rectius* di titoli di debito tipici a contenuto atipico⁴⁷, rivestita dagli strumenti finanziari predetti trova diretta conferma nell'espressa deroga alle disposizioni contenute nell'art. 11 del T.U.B. e negli articoli 2410-2420 c.c. (art. 5, comma 2, legge n. 130/1999), con conseguente possibilità di emettere titoli da parte di una società a responsabilità limitata (art. 22, comma 1, legge n. 409/2001; art. 2, comma 1, legge n. 410/2001)⁴⁸.

Ulteriore riprova di tale assunto consegue anche dall'espresso richiamo, operato dall'art. 5, comma 1, della legge n. 130/1999, all'art. 129 T.U.B. il quale, a sua volta, rinvia a fonti di normazione secondaria

⁴⁶ A. DI NEPI, *op. ult. cit.*, p. 178.

⁴⁷ G. GUERRIERI, *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, *cit.*, p. 1017, "Di certo, non si può dubitare della circostanza che, trattandosi di titoli espressamente disciplinati dalla legge, essi non possano essere fatti rientrare nel novero dei titoli atipici: probabilmente, qualora se ne voglia mettere in luce la variabilità di contenuto, a fronte di una struttura delineata dalla legge solo nelle sue caratteristiche fondamentali, li si potrebbe definire <titoli di debito tipici a contenuto atipico>, a cui sono applicabili, salva diversa previsione contenuta nel prospetto informativo, tutte le norme dettate in via generale dal nostro ordinamento in materia di titoli di credito".

⁴⁸ Secondo A. PETRAGLIA, *op. ult. cit.*, p. 1074, "pur essendo genericamente qualificati come strumenti finanziari, disciplinati dal T.U.F. e da emettersi secondo quanto previsto dall'art. 129 del T.U.B., non è chiaro se essi siano titoli tipici o atipici, lasciandosi, con ciò (forse pericolosamente), spazio all'autonomia negoziale dei privati".

Per G. RUMI, *op. ult. cit.*, p. 447, "sembra, invece, che il mancato inquadramento dei titoli oggetto di emissione in una categoria determinata possa essere ricondotto ad una condivisibile volontà del legislatore diretta a fornire, attraverso gli artt. 5 e 6 della legge n. 130, una tipologia flessibile di titoli atipici ed astratti, seppur dotata di una "tipizzazione tributaria" certa, non discriminati rispetto alle partecipazioni nei fondi comuni obbligazionari ed ai titoli emessi dalle banche. Fortemente limitativo sarebbe stato, all'opposto, ancorare gli strumenti finanziari oggetto di emissione ad una tipologia determinata. In questo senso, la prescrizione da parte della Banca d'Italia di contenuti predeterminati avrebbe l'effetto di assoggettare a nullità i contratti od i titoli difformi (art. 117.8 t.u.b.), ciò apparendo altrettanto limitativo nell'ambito di un mercato in cui la flessibilità assurge a requisito fondamentale per la competitività nel contesto internazionale".

Per G. FAUCEGLIA, *op. ult. cit.*, p. 82, "In tal senso si ampliano i confini della raccolta tra il pubblico del risparmio non bancario, sì da permettere di ipotizzare un'estensione della stessa nozione di raccolta del risparmio, dalle sole tipologie di operazioni intrinsecamente caratterizzate da un obbligo di rimborso, anche ad altre forme di acquisizione di danaro con riguardo alle quali comunque sussiste un impegno contrattuale alla restituzione".

La stessa Relazione al disegno di legge n. 5058, *cit.*, manifestava l'espressa volontà di non entrare "nel merito dell'annosa questione relativa alla natura dei fondi a rimborsabilità più o meno piena dei titoli emessi dalla società per la cartolarizzazione dei crediti".

ed alla conseguente distinzione tra titoli conformati (tipici) e non conformati (atipici)⁴⁹.

La creazione di titoli atipici comporta l'assoggettamento dell'emittente alla più complessa procedura informativa prevista dal combinato disposto degli art. 129, comma 2, e 143 T.U.B., anche se l'Autorità di vigilanza potrebbe avvalersi per tali operazioni delle modalità semplificate previste dal comma 6 del citato articolo 129.

In ogni caso la Banca d'Italia risulta chiamata a valutare, attraverso la propria opera di *moral suasion* e con funzione di *investors protection*, la compatibilità dell'operazione con le necessarie garanzie di stabilità ed efficienza del mercato degli strumenti finanziari, potendo il materiale collocamento dei titoli concretamente avvenire mediante l'intermediazione di consorzi e/o di altri analoghi apparati.

Un argomento esegetico favorevole alla sostanziale equiparazione tra le *securities* ed i titoli obbligazionari neppure può essere desunto dall'acritica enfattizzazione e parificazione del ruolo e dell'ufficio ricoperti dal rappresentante dei portatori dei titoli (c.d. *noteholders' representative* - art. 22, comma 2, legge n. 409/2001 ed art. 3, comma 1, legge n. 410/2001)⁵⁰ rispetto a quello previsto dall'art. 2417 c.c.

Pur essendo simili le funzioni esercitate, consistenti fondamentalmente in compiti di vigilanza sull'operato della società veicolo e del *servicer*, nonché in funzioni rappresentative sostanziali e processuali dei portatori dei titoli, è necessario precisare che le medesime si espletano all'interno della diversa realtà ontologica e funzionale esistente tra l'operazione relativa ad un prestito obbligazionario e quella attinente alle *securities*⁵¹.

⁴⁹ Delibera CICR del 12 gennaio 1994 ed Istruzioni di vigilanza della Banca d'Italia del 23 giugno 1994, aggiornate in data 11 dicembre 1995.

⁵⁰ C. RUCELLAI, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999 n. 130, cit.*, p. 406, equipara il ruolo assunto dal rappresentante comune dei portatori dei titoli a quello assunto dal *protector* nel *trust*.

⁵¹ A. VICARI, *Cartolarizzazione dei crediti e credit linked notes: oscillando tra trust e contratto, cit.*, p. 542 ss., "L'allestimento delle *credit linked notes* non solo porta ad espungere il rapporto sottostante dal novero dei contratti tipici, ma anche a rendere impossibile ricondurre i titoli stessi al tipo dell'obbligazione. Infatti, sebbene parte della dottrina ritenga che, a seguito dell'introduzione delle obbligazioni irredimibili e subordinate nel testo unico in materia bancaria e creditizia, il tipo dell'obbligazione debba essere ricostruito ormai come "forma giuridica" atta alla cartolarizzazione di prestiti, del tutto "neutra" rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante, della quale in ultima analisi costituisce il solo *vestmentum*, non si deve dimenticare che la struttura dell'obbligazione presuppone sempre un obbligo di restituzione del capitale (...). Poiché,

Attraverso la prima, infatti, l'emittente intende reperire un finanziamento sul mercato, utilizzandolo per il perseguimento delle proprie finalità imprenditoriali ed obbligandosi, con il proprio patrimonio, a restituirlo ai sottoscrittori alla scadenza pattuita.

Diametralmente opposta è la finalità perseguita dall'*originator*, il quale procede allo smobilizzo di consistenti voci dell'attivo patrimoniale ed al realizzo, nel contempo, di considerevoli anticipazioni di cassa, riversando il rischio di insolvenza sui portatori dei titoli, i quali potranno soddisfarsi solo sul complesso dei beni segregati.

Le fattispecie ora esaminate, pur differendo tra loro per una sostanziale diversità ontologica e teleologica, risultano tuttavia sottoposte, nella nuova formulazione dell'art. 2411 c.c.⁵², ad identità di disciplina, sottesa a favorire lo sviluppo delle fonti di finanziamento da parte delle società di capitali⁵³.

La possibilità di emettere strumenti finanziari atipici, infatti, dovrebbe favorire l'implementazione patrimoniale delle imprese nazionali, nonché contribuire all'incremento delle operazioni di *venture capital* e *project financing*⁵⁴.

nelle *notes*, il diritto al rimborso è invece tutt'altro che certo, si deve concludere che esse non possano essere ricondotte al tipo dell'obbligazione e vadano considerate titoli atipici”.

⁵² Art. 2411, ultimo comma, c.c., “La disciplina del presente capo si applica inoltre agli strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società”.

⁵³ Si veda anche il nuovo testo dell'art. 2346, ultimo comma, c.c., laddove la possibilità di emettere strumenti finanziari diversi dalle tradizionali categorie di azioni ed obbligazioni viene rimessa alla libera decisione dell'autonomia statutaria.

⁵⁴ Secondo F. MURATORI, *op. ult. cit.*, p. 391 ss., la caratteristica comune alle operazioni di *project financing* e di titolarizzazione “risiede nel fatto che, in entrambe le operazioni, il servizio del debito non è assistito dalla garanzia patrimoniale generica del debitore, ciò determinando la necessità che le operazioni siano “strutturate” in modo tale da essere “autosufficienti”. Se nel contesto di un *project finance* il puntuale servizio del debito è garantito dai flussi di cassa prodotti dalla gestione dell'opera/impianto finanziato, in una operazione di *securitization* lo stesso è garantito dai flussi di cassa generati dai portafogli di crediti ceduti (...). Da un punto di vista generale si pensi a come entrambe le operazioni siano caratterizzate dalla notevole complessità strutturale e dalla voluminosità della documentazione legale composta, tra l'altro, da un elevato numero di contratti. Tali contratti devono essere “bancabili”, ossia redatti in modo tale da essere accettati dalle banche, e sono collegati funzionalmente da una “causa-fine meta-contrattuale” che è riconducibile al sorgere di un debito la cui restituzione non è assistita dalla garanzia patrimoniale generica del debitore (...). Se il “parallelismo” tra le due operazioni finanziarie risulta essere particolarmente interessante, altrettanto affascinante e non priva di risvolti applicativi significativi si presenta l'opportunità di applicazione “combinata” delle due tecniche, ossia una *securitization* che preveda l'emissione di titoli “garantiti” dai flussi di cassa generati da un impianto realizzato in *project finance*. Questa ipotesi, infatti, ha già visto concrete applicazioni all'estero e potrebbe

Occorre in ogni caso rilevare che, pur rappresentando una fattispecie immanente alla rappresentazione della complessa operazione negoziale, la mancanza di una *trust law* nazionale⁵⁵ costituisce un limite oggettivo allo sviluppo delle operazioni di finanza strutturata.

Questa lacuna potrebbe configurare, *de jure condendo*, un sostanziale ostacolo al complessivo sviluppo delle operazioni di cartolarizzazione, dal momento che il riconoscimento normativo del *trust* interno contribuirebbe alla riduzione della durata e dei costi connessi all'intero programma negoziale, nonché alla semplificazione delle relative operazioni accessorie⁵⁶.

aprire orizzonti nuovi nel mondo della finanza, portando alla realizzazione di opere o impianti finanziati attraverso il ricorso diretto al mercato dei capitali”.

⁵⁵ La Relazione al d.d.l. n. 5058 del 7 luglio 1998, in *Riv. dir. comm., cit.*, p. 427 ss., sub. art. 2, comma 3, concernente il programma dell'operazione, recita testualmente che “sulla falsariga delle esperienze estere, il presente disegno di legge introduce la figura del *trustee*, al quale è affidato il compito di verificare la regolarità delle operazioni alla luce della legge e del programma (comma 2); in particolare, è previsto che i servizi di riscossione, di incasso e di pagamento debbano essere svolti da una banca o da un intermediario finanziario vigilato, ai quali viene affidata per legge la tutela delle ragioni dei sottoscrittori”.

⁵⁶ Sulle nozioni di segregazione e di separazione patrimoniale si rinvia all'opera di P. MANES, *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1381 ss., la quale ritiene che “L'operazione di cartolarizzazione, attuata dal legislatore italiano, rappresenta la ricezione di un flusso giuridico spurio, non già la ricezione di un modello puro di *trust*, come apparentemente potrebbe apparire, avendo il legislatore nazionale di questo mutuato solo l'effetto giuridico più evidente, quello segregativo, reputandolo esclusivo ed assorbente”.

Per D. MESSINETTI, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. <cartolarizzazione> dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, p. 101 ss., “si deve rilevare come la dottrina non sia uniforme nel distinguere le due figure, rispettivamente, della <segregazione> e della <separazione>”. Secondo l'accezione più frequentemente corrente il primo termine starebbe a significare, con immagine simbolica, la creazione di uno schermo accentrato di protezione dei beni destinati allo scopo, attraverso la preclusione all'azione recuperatoria di soggetti diversi da quelli preventivamente determinati. Al riguardo si individua una legittimazione esclusiva, mentre il secondo termine viene riferito piuttosto ad effetti di garanzia più attenuati, nel senso che essi non escluderebbero l'ingresso di altri creditori nei casi normativamente disciplinati. Al riguardo, si tratta di legittimazione preferenziale”.

5. Le prestazioni svolte dall'*advisor*, sostanziandosi in una serie di operazioni connesse ed inscindibili, involgono una pluralità di doveri di comportamento.

Tra questi ultimi assumono peculiare rilevanza il dovere di informazione, obbligo comune a tutti gli operatori economici che diffondono dati e/o notizie sul mercato dei capitali, nonché il dovere di indipendenza.

Occorre premettere che l'art. 2, comma 4, della legge 30 aprile 1999, n. 130, dispone l'obbligatorietà del *rating* soltanto qualora i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali. L'interpretazione letterale del testo induce a circoscrivere la portata applicativa della disposizione, con conseguenti ripercussioni sugli aspetti concernenti eventuali profili di responsabilità da parte delle agenzie valutatrici.

Tali aspetti costituiranno oggetto di specifica trattazione nel corso del presente lavoro. Occorre, in primo luogo, rilevare che le regole di funzionamento dei mercati mobiliari costituiscono rimedi preposti al superamento delle distorsioni e delle asimmetrie presenti nella realtà dei traffici economici⁵⁷.

Una corretta informazione da parte degli operatori presenti sul mercato, inoltre, costituisce indispensabile corollario per il funzionale andamento di quest'ultimo⁵⁸.

In relazione a tali obiettivi la società di *rating*, oltre a svolgere con carattere di professionalità una preminente funzione informativa, viene ad eseguire anche una serie di prestazioni accessorie, quali l'attività di consulenza fornita ai risparmiatori ed il correlativo dovere di riservatezza

⁵⁷ Secondo il pensiero di J. E. STIGLITZ, *La globalizzazione ed i suoi oppositori*, Torino, 2002, p. 96 ss., l'idea che i mercati operino autonomamente in modo efficiente ha determinato l'adozione di modelli erranei che solo una corretta economia della conoscenza è stata in grado di correggere.

⁵⁸ R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, I, 2002, p. 773 ss., "Immaginare che la correttezza e la completezza dell'informazione possano essere garantite solo dalla spontanea dinamica delle forze operanti nel mercato rasenta - mi pare - l'utopia. Si ha un bel dire che dovrebbe rispondere all'interesse delle stesse società quotate e di chi le amministra il fare a gara nel dare informazioni, perché ciò rassicura ed attrae i risparmiatori favorendo gli investimenti. L'esperienza empirica mi pare suggerisca che le cose vadano spesso in ben altro modo. Soprattutto quando i partecipanti al gioco sono molto numerosi e gli interessi hanno dimensioni assai rilevanti vi sono alte probabilità che, in un mercato poco vigilato, qualcuno prima o poi sia disposto a truccare le carte per conseguire, nel breve periodo, vantaggi competitivi così ingenti da giustificare (ai suoi occhi) il rischio di una successiva smentita. Per alcuni, in determinate circostanze, può apparire premiante l'adozione di strategie opache, nella misura in cui ciò consente un risparmio di costi con altrettanto facile successo presso investitori meno avveduti o comunque meno in grado di autotutelarsi criticamente".

sui dati appresi nell'esercizio della specifica attività, dal momento che le informazioni fornite dall'agenzia, oltre a condizionare le relative operazioni di *asset allocation*, riguardano situazioni in grado di influenzare sensibilmente le quotazioni dei titoli (c.d. informazioni *price sensitive*)⁵⁹.

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 coinvolge anche gli interessi dei terzi, suscitando un affidamento non difforme, dal punto di vista qualitativo, rispetto a quello attribuito dagli operatori economici al sistema informativo bancario (c.d. centrale dei rischi)⁶⁰ ed

⁵⁹ Secondo G. PONZANELLI, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, in *Danno e responsabilità*, 2002, p. 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 generale di correttezza, che sempre presuppone - e qui esalta - una <relazionalità> tra le rispettive condotte. In questo nuovo campo, la responsabilità civile può forse trovare nuova linfa per una compiuta realizzazione delle sue intrinseche finalità di riparazione del danno e di *deterrence*".

⁶⁰ M. SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, I, 2003, p. 227, "La complessità di questo sistema informativo dà contezza 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)".

alle società di revisione⁶¹.

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 o degli istituti bancari per le ipotesi di concessione abusiva del credito^{62 63}.

⁶¹ D. CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, cit; M.V. COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, cit.

A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 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".

Per l'equiparazione sostanziale tra la revisione obbligatoria e quella volontaria si veda M. FRANZONI, *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e responsabilità*, 2002, p. 111, "All'interno della revisione volontaria distinguerei ulteriormente tra quella svolta in favore di società che liberamente decidono di assoggettarsi a procedure alle quali non sarebbero tenute per legge, rispetto a quella che viene svolta in modo episodico ed in forza di un incarico preciso. La prima ha un oggetto pressoché identico a quella legale, di questa manca soltanto il fatto in presenza del quale la legge impone l'obbligo".

Per V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*, in *Le società*, 2002, p. 1520, "mentre nella cosiddetta revisione obbligatoria l'efficacia dell'opera del revisore si estende oltre i confini della società committente della revisione, perché la legge stessa lo vuole e lo prevede, quando nella norma speciale sopra citata dichiara il revisore responsabile anche dei danni subiti dai terzi, nella revisione volontaria la suddetta estensione dipende solo dalla volontà di coloro che stipulano il contratto di revisione. In concreto, si tratta di volta in volta di accertare l'esatto contenuto della volontà contrattuale e la consapevolezza che il revisore abbia avuto dell'efficacia extracontrattuale della sua attività".

⁶² R. SABBATINI, *Più spazio per il rating*, in *Il Sole 24Ore* del 22 luglio 2003, ove si sottolinea la scarsa diffusione del *rating* come strumento di trasparenza del mercato.

⁶³ L'art. 2, comma 4, della legge 30 aprile 1999, n. 130, in fine, recita testualmente che "l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi (il corsivo è nostro)".

6. La valutazione sul merito di credito costituisce, come si è visto, aspetto imprescindibile del successo delle operazioni di *securitization*.

La *ratio* dell'articolo 2, commi 4 e 5, della legge n. 130/1999 va individuata nell'esigenza di far fronte ai problemi nascenti dal tumultuoso sviluppo dei mercati mobiliari e della svariata gamma di strumenti predisposti dall'ingegneria finanziaria, dotando gli investitori-consumatori di affidabili meccanismi di valutazione⁶⁴.

La rischiosità di un investimento rappresentato da *chartulae*, infatti, non può essere efficacemente limitata dalla semplice redazione di un prospetto informativo, seppure sottoposto a controllo da parte dell'Autorità di vigilanza.

Risulta evidente, in questa prospettiva, che l'autorevolezza e l'imparzialità del giudizio rilasciato dall'*advisor* necessariamente richiedono, quale presupposto essenziale, l'indipendenza di quest'ultimo dal committente.

Da ciò deriva l'obbligo di dichiarare tutte le situazioni capaci di ingenerare conflitti di interessi, potenzialmente e/o effettivamente sussistenti fra gli emittenti ed i collocatori di strumenti finanziari⁶⁵.

Tale obbligo risulta prescritto anche nel caso di valutazione non necessaria - ovvero quando l'emissione risulta riservata ad investitori professionali - ed assume rilievo essenziale, in quanto la sua rigorosa

⁶⁴ R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, cit., p. 780, "Per l'investitore non professionale le cose stanno invece altrimenti. Per lui l'informazione fornita direttamente dalle società è tuttora di difficilissima fruizione, il che perlopiù lo induce ad affidarsi a gestori del risparmio in forma collettiva o (quando si tratti di valori più cospicui) individuale; ma poiché anche la scelta del fondo d'investimento in cui investire o del gestore di portafoglio cui rivolgersi non è affatto semplice, il problema dell'insufficienza degli strumenti informativi si sposta ma non si risolve".

V. CARBONE, *La responsabilità degli intermediari*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 109, "si è passati inconsapevolmente da un dovere di informazione, ritagliato nell'ambito del più ampio dovere di buona fede, previsto nel macrosistema civilistico e idoneo a superare le asimmetrie informative, specie nei casi di ignoranza colpevole, tracciando una linea di demarcazione tra reticenza lecita e reticenza illecita, a specifiche figure sintomatiche di obblighi di informazione, normativamente tipizzate, non solo in materia creditizia, finanziaria e bancaria, ma anche in altre sedi di legislazione di settore".

⁶⁵ Secondo l'art. 3 del regolamento Co.n.so.b. 2 novembre 1999, n. 12175, "Per soggetti partecipanti 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 crediti ceduti".

osservanza costituisce il fondamento dell'indipendenza del valutatore e, dunque, della sua completa affidabilità⁶⁶.

⁶⁶ R. RORDORF, *op. ult. cit.*, p. 780 ss., "Occorre poi considerare come sia poco realistico supporre che il comportamento dell'investitore - soprattutto (ma forse non solo) se si tratta di investitore non professionale - risponda sempre a criteri razionali, basati sull'analisi critica delle informazioni di cui egli dispone. La teoria dei mercati efficienti, cioè dei mercati sui quali il prezzo si forma correttamente per effetto del concorrere delle scelte razionali degli operatori ben informati, è stata in questi ultimi tempi alquanto ridimensionata proprio dove aveva conosciuto in passato i suoi maggiori fasti. Infatti recentemente anche negli Stati Uniti hanno preso piede teorie, cosiddette <comportamentali>, che pongono in evidenza il peso di fattori non economicamente razionali nelle scelte degli investitori: suggestionabilità, abitudinarietà, tendenza all'imitazione e così via (...). Sul che non poco influisce il modo in cui le informazioni sono diffuse, come sono analizzate e come vengono commentate. Entrano così in gioco altri importanti protagonisti della scena finanziaria: gli analisti e la stampa. Protagonisti dotati di uno straordinario potere di influenza e di diffusione, perché quando anche essi si limitino a registrare con la massima obiettività gli eventi che hanno percepito, ciò basta comunque sovente a moltiplicarne ed ingigantirne gli effetti, favorendo così quell'alternanza di periodi di euforia e di depressione che talvolta sembrano irresistibilmente impadronirsi dei mercati finanziari ben al di là di quanto il semplice calcolo razionale giustificerebbe. Non è sufficiente, dunque, che le notizie relative ad un determinato strumento finanziario siano diffuse dalla società emittente tempestivamente ed in modo formalmente corretto, occorre anche che coloro i quali si interpongano tra l'emittente ed il destinatario della notizia non la deformino o, comunque, non ne influenzino gli effetti in modo improprio. Non è solo questione di rifuggire dall'informazione mendace, che esponga fatti contrari al vero, ma anche di evitare quelle forme di indicazione capziosa e fuorviante in cui non tanto si tratta di esporre fatti quanto di formulare, sulla base di una riconosciuta o vantata competenza professionale, giudizi e previsioni idonei ad influenzare a proprio vantaggio le scelte altrui".

7. Ai fini di una corretta ed affidabile valutazione sul merito di credito è indispensabile garantire la perfetta neutralità ed imparzialità dell'agenzia di *rating* non soltanto nei confronti dell'*originator*, ma anche degli altri soggetti coinvolti nella complessa operazione⁶⁷:

- l'*advisor*, il quale esegue uno studio di fattibilità dell'operazione ed una prima valutazione sul merito dei crediti (*due diligence*);

- il collegio sindacale o la società di revisione, che eseguono il c.d. *auditing*;

- l'*arranger*, che provvede alla concreta attuazione dell'intera operazione;

- il *servicer*, che è preposto ai servizi di cassa, riscossione e recupero crediti e può coincidere con il cedente (*originator*) qualora risulti in possesso dei necessari requisiti (art. 2, comma 6, legge n. 130/1999);

- l'*issuer*, ovvero l'intermediario finanziario che provvede alla materiale emissione dei titoli quando la stessa non sia effettuata dal cedente.

Nel caso in cui venga richiesta la prestazione di eterogaranzie intervengono solitamente primarie compagnie assicurative o aziende di credito (*credit enhancer*).

L'effettivo collocamento dei titoli, infine, viene posto in essere da una *merchant bank*, la quale solitamente agisce tramite un consorzio di collocamento.

Nessun limite è previsto dalla legge relativamente alla percentuale di partecipazione al capitale della società-veicolo cessionaria (S.P.V.) da parte dell'*originator*.

È normativamente stabilito soltanto un obbligo di menzione dei rapporti partecipativi all'interno del prospetto informativo (art. 2, comma 3, lett. i), legge n. 130/1999)⁶⁸.

⁶⁷ F. MODULO-C. ZACCAGNINI, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, cit., p. 78, "Determinante è altresì l'assetto dei rapporti contrattuali che normalmente si instaurano tra i soggetti partecipanti interessati alla gestione dei crediti ceduti e dei titoli emessi. Tali rapporti sono infatti disciplinati da singoli contratti che dovrebbero tenere conto di eventuali conflitti di interessi, per esempio nelle ipotesi in cui il cedente sia anche il soggetto incaricato della riscossione dei crediti, e ripartire le rispettive responsabilità".

⁶⁸ M. BESSONE, *Cartolarizzazione dei crediti. <Soggetti>, disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, cit., p. 7 ss., "Quanto alla soggettiva posizione dell'*originator* nel suo rapporto con la controparte *cessionaria* va semmai richiamato il disposto della lettera d) del terzo comma della norma, là dove ci si riferisce agli <eventuali rapporti di partecipazione tra il soggetto cedente e la società cessionaria>, essendo di evidente rilievo i problemi conseguenti alle situazioni di <conflitto di interesse> che possono darsi quando *originator* e società *cessionaria* o *emittente* i titoli appartengano ad un medesimo gruppo

I rapporti di partecipazione esistenti tra i soggetti coinvolti nell'operazione assumono, in ogni caso, specifico rilievo nell'ambito della peculiare disciplina di settore.

La Banca d'Italia⁶⁹, ad esempio, prevede che le banche evidenzino, all'interno della nota integrativa, alcune specifiche informazioni, tra cui assumono particolare rilievo "le eventuali interessenze in società veicolo".

Anche gli interessi del *servicer*, il quale sovente coincide con lo stesso *originator*, non debbono entrare in contrasto con quelli dei portatori dei titoli e di tutti gli altri *stakeholders*⁷⁰.

societario. Da ciò il regime di *trasparenza dei rapporti* disposto dalla norma. Ma in altri ordinamenti operano posizioni di divieto (...). Per i soggetti potenzialmente interessati alla possibile cessione di posizioni creditorie da cartolarizzare sarà comunque immancabile e di decisivo rilievo il servizio prestato da un *advisor*, intesa come tale la impresa (e sarà di regola una *merchant bank*) chiamata a valutare i diversi profili di fattibilità dell'operazione (e la sua tempistica). La valutazione della massa dei crediti indicati come possibile oggetto della cartolarizzazione comporterà complesse operazioni di *due diligence* del portafoglio, in modo particolare concentrate su valutazioni di rischio di irrecuperabilità del credito (insieme ad altre comunque relative ai tempi di recupero e ai suoi costi). Valutazioni che saranno poi parte importante dell'informativa dovuta al mercato e alle Autorità di pubblica vigilanza. E sarà bene ricordare fin d'ora in che misura anche per l'impresa *advisor* si devono considerare possibili questioni di conflitto di interessi (esistendo infine anche rilevanti questioni di modalità di trattamento dei dati acquisiti in punto di tutela della *privacy* dei soggetti riguardati dalla operazione finanziaria)".

E. SPANO, *op. ult. cit.*, p. 444 ss., "È auspicabile che nascano presto società indipendenti <per la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti> (art. 3.1) e a *magiori* un adeguato numero di <operatori che svolgono la valutazione del merito di credito> (art. 2.5). È tuttavia agevole ipotizzare che, almeno in una prima fase, in attesa che meglio si configuri il mercato e data l'urgenza di talune operazioni, già annunciate, le società cessionarie vengano costituite nell'ambito dello stesso gruppo, del quale fa parte il cedente, come consentito dall'art. 1.3 lett. i), che si limita a richiedere un'enunciazione formale nel prospetto informativo. In questo caso, gli accennati profili di conflitto di interessi si staglierebbero in modo ancor più netto nei confronti di una società cessionaria, appartenente al gruppo della cedente, emittente dei titoli sottoscritti dagli investitori, nell'interesse dei quali deve in definitiva operare, tanto più qualora anche il soggetto investitore professionale, gestore di patrimoni altrui, appartenesse al medesimo gruppo (...). Il cessionario e, per suo incarico, il *service provider* (ben *a fortiori* se è lo stesso cedente) vengono a trovarsi in una situazione non soltanto potenziale di conflitto di interessi, in particolare se vi è una pattuizione di riacquisto o comunque una garanzia, in qualunque forma, del cedente-gestore. Ritengo infatti che necessariamente il mandato di gestione ed incasso dei crediti debba attribuire al *service provider* una certa autonomia decisionale".

⁶⁹ Bollettino di vigilanza n. 7/2001, p. 10.

⁷⁰ Il provvedimento della Banca d'Italia del 23 agosto 2000, denominato "Disposizioni per le società di cartolarizzazione", stabilisce, nell'allegato 2, che "Al <*servicer*> fanno pertanto capo sia compiti di natura operativa, sia funzioni di <garanzia> circa il corretto svolgimento delle operazioni di cartolarizzazione nell'interesse dei portatori dei titoli e, in generale, del mercato. Detti compiti vanno considerati in modo unitario. Per il corretto espletamento degli stessi è

I rapporti partecipativi ed il rilievo dell'attività di *rating* rivestono, inoltre, un ruolo preminente anche in materia di rimborso di titoli subordinati (c.d. *tranche mezzanine*)⁷¹.

Come si è detto il requisito dell'indipendenza nell'espletamento dell'attività di valutazione rappresenta, a nostro avviso, il fulcro della complessa operazione, assumendo importanza fondamentale per poter procedere al collocamento dei titoli sul mercato, nonché assicurare la tutela dei risparmiatori anche attraverso la valutazione di eventuali garanzie collaterali, prestate dallo stesso *originator* o da soggetti terzi a supporto del buon esito dell'emissione^{72 73}.

importante che il *servicer* assicuri un costante presidio su tutti i movimenti concernenti il patrimonio cartolarizzato. In tale contesto, assume rilievo verificare che:

a) le somme rivenienti dalla riscossione degli attivi cartolarizzati affluiscono nei conti dello SPV <dedicati> all'operazione e che non si creino situazioni di confusione con i beni della società veicolo e con i patrimoni relativi alle altre operazioni di cartolarizzazione;

b) nell'esecuzione delle singole fasi delle operazioni di cartolarizzazione sia assicurata la tutela degli interessi dei portatori dei titoli. *In tale ambito andrà posta particolare attenzione alle ipotesi di conflitto di interesse* (il corsivo è nostro); c) gli incassi avvengano nel rispetto delle scadenze programmate”.

⁷¹ La Banca d'Italia ha stabilito, nel Bollettino di vigilanza n. 12/2001, p. 12, che “Le banche investitrici in titoli *mezzanine* derivanti da cartolarizzazioni di crediti che non comprendono posizioni classificate, al momento dell'emissione dei titoli, né tra le sofferenze né tra gli incagli possono applicare in ogni caso il trattamento previsto per i titoli *senior* anche qualora i titoli *junior* e le altre forme di supporto del credito a copertura delle “prime perdite” siano di ammontare inferiore al “requisito attività cartolarizzate”, purché risultino soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

a) *la banca investitrice sia diversa dall'originator e non appartenga al medesimo gruppo bancario di quest'ultimo* (il corsivo è nostro) ;

b) *i titoli mezzanine siano classificati di qualità adeguata (investment grade) da almeno due agenzie di rating riconosciute, oppure da almeno una società di rating riconosciuta a condizione che nessun'altra agenzia abbia attribuito una valutazione inferiore* (il corsivo è nostro);

c) *la banca che detiene i suddetti titoli sia dotata di idonei presidi organizzativi per gestire i relativi rischi e, in particolare, delle strutture tecniche che le consentano di misurare periodicamente -con frequenza almeno giornaliera qualora i titoli in esame siano classificati nel trading book -il valore di presumibile realizzo (valore corrente nel caso di trading book) dei titoli stessi e di monitorare adeguatamente i rischi sottostanti”.*

⁷² F. DI CIOMMO, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, (a cura di) R. Pardolesi, *cit.*, p. 74 ss.

E. SPANO, *op. ult. cit.*, p. 445, “ritengo inammissibile, mentre la legge, sia pure con una formula molto indeterminata (<eventuali rapporti esistenti>), lo ammette (art. 2.5, ultima parte) che la società di *rating* appartenga al medesimo gruppo della società cedente o della società cessionaria, laddove la credibilità stessa della società di *rating* e della sua valutazione sarebbero minate alla base”.

G. SCAGLIARINI, in P. BONTEMPI-G. SAGLIARINI, *cit.*, p. 102.

Per C. POGGI, *Rating, agenzie nel mirino Sec*, in *Il Sole 24Ore* del 10 luglio 2003, “Il bisturi della *Securities and Exchange Commission* potrebbe presto ridefinire i connotati del mondo delle

Da ciò discende l'analitica disciplina dettata dal regolamento Co.n.so.b. 2 novembre 1999, n. 12175⁷⁴.

società di *rating*. L'Autorità di borsa sta infatti considerando una serie di opzioni su come riformare un settore che ha dimostrato tutti i suoi limiti in occasione dei grandi scandali degli ultimi due anni (...). La scorsa estate, in occasione del varo della legge *Sarbanes-Oxley*, il Congresso aveva chiesto alla *Sec* di riesaminare il ruolo svolto dalle agenzie di *rating*, con un occhio particolare al problema del conflitto di interessi: le società di *rating* sono infatti pagate dalle stesse società su cui emettono giudizi e questo ovviamente offre il fianco a possibili abusi”.

⁷³ Secondo F. MURATORI, *op. ult. cit.*, p. 347, “In relazione ad una *Securitisation*, il termine “garanzie” va utilizzato in senso atecnico, con una accezione più ampia, cioè, rispetto al significato tecnico-giuridico, estendendosi anche a quelle garanzie di natura “implicita” nascenti dal tipo di “strutture” adottate. Tali garanzie vengono “certificate” dall'intervento delle agenzie di *rating*, intervento che rappresenta esso stesso la prima garanzia e si risolve molto spesso nell'attribuzione all'emissione di un *rating* generalmente più alto del merito di credito attribuibile all'*Originator* che cede i crediti. A tale riguardo, le agenzie di *rating* e, in ultima analisi, gli investitori, richiedono che l'operazione e quindi l'emissione si avvalga di tutta una serie di garanzie dirette ed indirette”.

⁷⁴ F. DEZZANI, *Il rating*, in *Impresa c. i.*, 1997, p. 223 ss.

Secondo R. RORDORF, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, *cit.*, p. 1168, “L'esistenza di rapporti partecipativi inferiori alla soglia del collegamento (ex art. 2359, terzo comma, c.c.) non impedisce di assumere l'incarico di valutazione del merito del credito ma - come già ricordato - impone di darne espressa notizia nel prospetto informativo. *Manca - e sarebbe lacuna da colmare - l'obbligo specifico di dare notizia nel prospetto anche degli eventuali rapporti (non partecipativi bensì) d'affari tra chi giudica il merito del credito e gli altri interessati. Una causa di fragilità del sistema mi sembra, però, sia ravvisabile nella totale assenza di ogni specifico meccanismo di controllo sul rispetto delle prescrizioni dianzi richiamate* (il corsivo è nostro). Le società che valutano il merito del credito, pur dovendo rispondere ai requisiti di professionalità ed indipendenza di cui s'è detto, non sono iscritte in alcun albo o registro, né dunque soggette a quelle forme di vigilanza che normalmente a tali iscrizioni conseguono. Per la medesima ragione, in caso di gravi o ripetute violazioni delle regole di comportamento loro imposte, non è ipotizzabile alcun intervento sanzionatorio consistente nella cancellazione dall'albo o registro, né comunque alcun intervento idoneo ad impedire che esse continuino ad operare mettendo a repentaglio la tutela degli investitori. Nulla infatti la legge al riguardo dice e difficilmente anche la Consob, sulla base della delega conferitale, avrebbe potuto introdurre in via regolamentare un siffatto sistema di vigilanza, sanzionatorio e cautelare. Ne consegue che gli unici strumenti di reazione a fronte di pur gravi violazioni delle norme in esame sono da ricercare nella disciplina generale dell'illecito ed della responsabilità civile; e però si tratta di strumenti adoperabili soltanto *ex post*, e solo di volta in volta da parte di singoli danneggiati privi di mezzi di tutela collettiva, la cui forza di dissuasione potrebbe perciò non essere gran che efficace. Evidentemente si suppone che al resto basterà - per chi ne ha fede - la mano invisibile del mercato”.

Si veda anche, a tale proposito, la Circolare A.B.I. 9 agosto 1999, n. 33.

Di seguito si riporta integralmente il contenuto del Regolamento di attuazione dell'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999 n. 130, in materia di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito:

Art. 1 - Fonti normative e definizioni

1. Il presente regolamento è adottato ai sensi dell'art. 2, comma 5, della Legge 30 aprile 1999, n. 130.

2. Nel presente regolamento si intendono per:

a) Consob: la Commissione nazionale per le società e la borsa.

L'Autorità richiama espressamente, per quanto attiene i requisiti di indipendenza della società di *rating*, le nozioni di controllo e collegamento (anche indiretto) contenute nell'art. 93 T.U.F. e nell'art. 2359, comma 3, c.c

Questa disciplina è stata successivamente integrata dal regolamento Co.n.so.b. 6 aprile 2000, n. 12475, il quale estende il dovere di informazione ai rapporti di interessenza al capitale intercorrenti tra tutti i partecipanti all'operazione e, in particolar modo, a quelli sussistenti tra l'agenzia di *rating*, gli altri soggetti che partecipano all'operazione ed i soggetti che, rispettivamente, li controllano e ne sono controllati⁷⁵.

b) Legge n.130/99: La Legge 30 aprile 1999 n. 130.

Art. 2 - Requisiti di professionalità

1. Gli operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni disciplinate dalla Legge n. 130/99 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 valutazione 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 comma 1 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 Legge n. 130/99 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 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 e dell'art. 2359, comma 3, del codice civile. 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.

Art. 4 - Entrata in vigore

Le disposizioni del presente regolamento entrano in vigore il giorno successivo a quello di pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale.

⁷⁵ Regolamento Co.n.so.b. 6 aprile 2000, n. 12475, all. n. 1, schema XVIII, Sezione quarta, Informazioni riguardanti i rapporti intercorrenti tra agenzia di *rating* e gli altri soggetti che

Un rafforzamento ulteriore sembra, infine, realizzato dalla nuova formulazione dell'art. 37, comma 2, lett. b), T.U.F. in materia di fondi comuni di investimento immobiliare, introdotta dall'art. 5 della legge n. 410/2001, che accoglie una nozione estensiva del requisito di indipendenza^{76 77}, in connessione con gli art. 2, comma 5, legge n. 130/1999 e 3, comma 2, regolamento Co.n.so.b. n. 12175/1999.

La rilevanza di quest'ultimo requisito risulta avvalorata dall'introduzione nel nostro ordinamento dell'autonoma fattispecie di reato (falso in prospetto) prevista dall'art. 1 del decreto legislativo 11 aprile 2002, n. 61, inserita all'interno della nuova formulazione dell'art. 2623 c.c., volta alla tutela dell'interesse pubblico all'integrità del prospetto richiesto per la sollecitazione all'investimento e per l'ammissione alla quotazione nei mercati regolamentati, unitamente ai

partecipano all'operazione. R) XIV- Informazioni riguardanti i rapporti di partecipazione: (...) 14. Informazioni circa gli eventuali rapporti di partecipazione al capitale che intercorrono tra l'agenzia di *rating*, gli altri soggetti che partecipano all'operazione e i soggetti che rispettivamente li controllano e ne sono controllati.

⁷⁶ Art. 5, comma 1 *ter*, l. n. 410/2001, "All'art. 37, comma 2, del Testo Unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, la lettera b) è sostituita dalle seguenti:

b) le cautele da osservare, con particolare riferimento all'intervento di esperti indipendenti nella valutazione dei beni, nel caso di cessioni o conferimenti di beni al fondo chiuso effettuati dai soci della società di gestione o dalle società facenti parte del gruppo cui essa appartiene, comunque prevedendo un limite percentuale rispetto all'ammontare del patrimonio del fondo, e nel caso di cessioni dei beni del fondo ai soggetti suddetti;

b *bis*) i casi in cui è possibile derogare alle norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia, avendo riguardo anche alla qualità e all'esperienza professionale degli investitori; nel caso dei fondi previsti dalla lettera d *bis*) del comma 1 dovrà comunque prevedersi che gli stessi possano assumere prestiti sino ad un valore di almeno il 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento per gli altri beni nonché possano svolgere operazioni di valorizzazione dei beni medesimi".

⁷⁷ Il Comitato per la *corporate governance* di Assogestioni ritiene insostituibile, *in subiecta materia*, il ruolo esercitato dall'autodisciplina.

Per R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, cit., p. 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".

Le complesse vicende insorte in seguito al collocamento, da parte degli istituti di credito, dei titoli di Stato della Repubblica Argentina e dei *bonds* emessi dalla Cirio e dalla Parmalat hanno indotto l'amministratore delegato di Banca Intesa s.p.a. alla decisione di non collocare né vendere ai risparmiatori *corporate bond* che non abbiano prospetto e *rating*.

Si veda, a tale proposito, l'articolo di M. LONGO, Passera, <*stop ai senza rating*>, in *Il Sole 24 Ore* del 17 luglio 2003.

documenti da pubblicare in occasione di offerte pubbliche di acquisto e/o di scambio di azioni.

Occorre evidenziare, inoltre, che le possibilità di conflitto tra la società di *rating* e gli altri soggetti partecipanti all'operazione potrebbero derivare anche da rapporti di natura contrattuale, oppure dall'eventualità che gli amministratori o sindaci di una società risultino insediati nel *board* dell'altra.

A tale proposito la Co.n.so.b. ha fornito una nozione di parti correlate⁷⁸ (in potenziale conflitto) che si ispira ai principi contabili internazionali (*I.A.S. - International Accounting Standard*)⁷⁹, i quali estendono la nozione a: "Coloro che si trovano in rapporto di controllo o di collegamento con l'emittente, le società sottoposte a comune controllo o che hanno in comune con l'emittente la maggioranza degli amministratori, i soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso l'emittente, presso le società che si trovano in rapporto di controllo con esso o presso le società di comune controllo, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado di tali soggetti, nonché le società controllate dalle indicate persone fisiche"⁸⁰.

⁷⁸ Secondo l'art. 71 *bis* del regolamento Co.n.so.b. 14 maggio 1999, n. 11971:

1. In occasione di operazioni con parti correlate, concluse anche per il tramite di società controllate, che per oggetto, corrispettivo, modalità o tempi di realizzazione possono avere effetti sulla salvaguardia del patrimonio aziendale o sulla completezza o correttezza delle informazioni, anche contabili, relative all'emittente, gli emittenti azioni mettono a disposizione del pubblico un documento informativo redatto in conformità all'allegato 3 B. Tale obbligo non sussiste se le informazioni sono inserite nel comunicato eventualmente diffuso ai sensi dell'articolo 66 o nel documento informativo previsto dagli articoli 70 e 71.

2. Il documento informativo è depositato presso la sede sociale e la società di gestione del mercato entro quindici giorni dalla conclusione delle operazioni. Del deposito è data immediata notizia mediante avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

3. La Consob individua la nozione di parti correlate tenendo anche conto dei principi contabili riconosciuti in ambito internazionale.

⁷⁹ Regolamento C.E. 19 luglio 2002, n. 1606, in G.U.C.E. 11 settembre 2002, n. 243/1.

Ulteriore conseguenza dell'applicazione di tali principi riguarderà l'iscrizione in bilancio del valore dei beni immateriali (*intangibles assets*). Il criterio del costo storico sarà sostituito dal parametro relativo al reale valore di mercato (*fair value*), con rilevanti conseguenze sul valore del patrimonio netto e delle riserve societarie.

⁸⁰ Sui problemi accennati si veda la *Relazione sull'attività della Consob nel 2001*, tenuta da L. SPAVENTA, pubblicata su *Il Sole 24Ore* del 9 aprile 2002. Secondo l'ex-Presidente dell'Autorità di vigilanza "L'innovazione finanziaria ed in particolare i nuovi strumenti di cartolarizzazione hanno consentito una migliore assicurazione e soprattutto una maggiore diffusione dei rischi (...). 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

Tutto ciò ha trovato ulteriore riscontro nel decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, denominato “Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366”, il quale, nel disciplinare le azioni dotate di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell’attività sociale, detta una regola estensiva in materia di operazioni effettuate dagli amministratori in conflitto di interessi con la società, regolando per la prima volta il fenomeno della direzione e del coordinamento di società (c.d. gruppi)⁸¹.

Va infine segnalato che in questo complesso scenario resta di difficile inquadramento la disciplina dei fondi comuni di investimento immobiliare chiusi ad apporto, nei quali una società, facente parte dello stesso gruppo che amministra il fondo, conferisce *assets* all’interno del medesimo⁸².

l’attività (molto lucrosa) di assistenza finanziaria e di consulenza da quella di studio (assai meno lucrosa)”.

⁸¹ Si rinvia, rispettivamente, alla nuova formulazione degli articoli 2350, commi 2 e 3, 2391 e 2497 ss., c.c.

⁸² L’art. 2 del d.m. 31 gennaio 2003 stabilisce che il regolamento dei fondi prevede le seguenti forme di pubblicità, anche per estratto “a) delle relazioni di stima; b) degli atti di conferimento, acquisto ovvero cessione di beni, dei soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e *del relativo gruppo di appartenenza* (il corsivo è nostro); c) dei prestiti stipulati per il finanziamento delle operazioni di rimborso previsti dall’articolo 12-bis, comma 8; d) *del gruppo di appartenenza dell’intermediario finanziario* (il corsivo è nostro) di cui all’articolo 12 bis, comma 3, lettera b)”.

L’art. 3 specifica che costituiscono oggetto dell’investimento “beni immobili, diritti reali immobiliari e *partecipazioni in società immobiliari* (il corsivo è nostro)”.

L’art. 5, relativo alle modalità di partecipazione ai fondi aperti, precisa che “La sottoscrizione delle quote del fondo aperto o delle quote di un comparto del fondo stesso, se questo è suddiviso in comparti, ha luogo o mediante versamento di un importo corrispondente al valore delle quote di partecipazione o, nel caso in cui il regolamento del fondo lo preveda, *mediante conferimento di strumenti finanziari nella composizione che riproduce l’indice in conformità del quale il fondo investe* (il corsivo è nostro)”.

L’art. 6 stabilisce che “*I fondi chiusi possono assumere prestiti per i rimborsi anticipati delle quote per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo* (il corsivo è nostro) e che “*Il patrimonio del fondo non può essere investito in beni direttamente o indirettamente ceduti o conferiti da un socio, amministratore, direttore generale o sindaco della SGR, o da una società del gruppo, né tali beni possono essere direttamente o indirettamente ceduti ai medesimi soggetti. Il patrimonio del fondo non può essere altresì investito in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti ceduti da soci della società di gestione, o da soggetti appartenenti al loro gruppo, in misura superiore al 3 per cento del valore del fondo* (il corsivo è nostro)”.

L’art. 7 recita testualmente che “Il patrimonio dei fondi immobiliari, nel rispetto dei limiti e dei criteri stabiliti dalla Banca d’Italia, anche con riferimento a quanto disposto dall’articolo 6, comma 1, lettere a) e c), numeri 1) e 5), del Testo unico, è investito nei beni di cui all’articolo 4, comma 2, lettera d), in misura non inferiore ai due terzi del valore complessivo del fondo. *Detta percentuale è ridotta al 51 per cento qualora il patrimonio del fondo sia altresì investito in misura non inferiore al 20 per cento del suo valore in strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di*

L'art. 7 del d.m. 31 gennaio 2003 dispone, infatti, che le operazioni in potenziale conflitto di interessi possono essere eseguite subordinatamente alle seguenti cautele:

“a) il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento non può superare il 10 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione non può superare il 40 per cento del valore del fondo; il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 60 per cento del valore del fondo;

b) dopo la prima emissione di quote, il valore del singolo bene oggetto di cessione, acquisto o conferimento e in ogni caso il totale delle operazioni effettuate, anche indirettamente, con soci della società di gestione e con i soggetti appartenenti al loro gruppo rilevante non può superare il 10 per cento del valore complessivo del fondo su base annua;

c) i beni acquistati o venduti dal fondo devono costituire oggetto di relazione di stima elaborata da esperti aventi i requisiti previsti dall'articolo 17 del presente regolamento;

d) le quote del fondo sottoscritte a fronte dei conferimenti devono essere detenute dal conferente per un ammontare non inferiore al 30 per cento del valore della sottoscrizione e per un periodo di almeno due anni dalla data del conferimento. Il regolamento del fondo disciplina le modalità con le quali i soggetti che effettuano i conferimenti si impegnano al rispetto dell'obbligo;

e) l'intermediario finanziario di cui al comma 3, lettera b), non deve appartenere al gruppo del soggetto conferente;

f) la delibera dell'organo di amministrazione della S.G.R. deve illustrare l'interesse del fondo e dei suoi sottoscrittori all'operazione e va assunta su conforme parere favorevole dell'organo di controllo”.

I fondi immobiliari, inoltre, “possono assumere prestiti sino a un valore del 60 per cento del valore degli immobili, dei diritti reali immobiliari e delle partecipazioni in società immobiliari e del 20 per cento degli altri beni.

Detti prestiti possono essere assunti anche al fine di effettuare operazioni di valorizzazione dei beni in cui è investito il fondo, per tali

cartolarizzazione aventi ad oggetto beni immobili, diritti reali immobiliari o crediti garantiti da ipoteca immobiliare. I limiti di investimento indicati nel presente comma devono essere raggiunti entro ventiquattro mesi dall'avvio dell'operatività (il corsivo è nostro)”.

operazioni intendendosi anche il mutamento della destinazione d'uso e il frazionamento dell'immobile” e, in ogni caso, “possono assumere prestiti per i rimborsi anticipati delle quote, nei limiti indicati al comma 7 e, comunque, per un ammontare non superiore al 10 per cento del valore del fondo”.

Nella relazione illustrativa al regolamento si evidenzia che “le opzioni interpretative avanzate sono state preferite in quanto funzionali alle esigenze regolamentari del mercato del risparmio gestito, tenendo conto di quanto suggerito dall'esperienza applicativa e di quanto rappresentato dagli operatori, dalle associazioni di categoria e dalle Autorità di vigilanza”⁸³.

⁸³ Il Consiglio di Stato, chiamato ad esprimere al riguardo un parere obbligatorio e non vincolante, ha rinviato, in data 30 settembre 2002, il testo dell'allora emanando regolamento al Ministero dell'Economia, risultando carente di informativa relativamente alle diverse opzioni interpretative ivi contenute in materia di mercato del risparmio gestito, unitamente all'esplicita richiesta di produrre i pareri espressi allo scopo dalla Co.n.so.b. e dalla Banca d'Italia.

La sezione consultiva per gli atti normativi dello stesso Consiglio di Stato ha espresso, successivamente, parere favorevole (n. 3425/02), con osservazioni, in merito allo schema di regolamento, recante modificazioni al precedente, adottato con decreto del Ministro del Tesoro, n. 228, in data 24 maggio 1999. Secondo i magistrati amministrativi, infatti, “Obiettivo precipuo del recente intervento normativo - rilevato anche da commentatori e studiosi - è quello di dare impulso, sul modello delle esperienze di altri Paesi soprattutto europei, al mercato dei fondi immobiliari, mantenendo il carattere chiuso degli stessi, ma introducendo elementi di flessibilità (dove la denominazione in gergo di fondi semi-chiusi, favoriti anche dai coevi interventi in tema di cartolarizzazione) su un duplice versante: in entrata, consentendo un frazionamento in più emissioni della sottoscrizione del fondo e la più ampia possibilità a chi abbia un patrimonio immobiliare di offrirlo al mercato; in uscita, fornendo al potere regolamentare del Ministro dell'Economia la possibilità di rendere più elastica, e perciò conveniente soprattutto per i piccoli risparmiatori (cosiddetti risparmiatori *retail*), l'uscita dal fondo mediante non solo la negoziazione della quota ma anche il rimborso anticipato della stessa. Le novità introdotte, peraltro, inducono a particolari cautele, soprattutto sotto il duplice, concorrente profilo della salvaguardia della qualità degli intermediari finanziari e della tutela dei risparmiatori; e i più attenti osservatori hanno sottolineato, con specifico riferimento al conferimento di beni e alle operazioni in conflitto di interesse, l'imprescindibile esigenza di assicurare efficaci meccanismi di valutazione dei beni, idonei ad evitare la dismissione di patrimoni immobiliari non convenienti, compromettendo così all'origine il rendimento e l'affidabilità sul mercato di uno strumento di investimento, quale è il fondo, rivolto al pubblico (...). Sul piano sostanziale, va rilevato che la norma proposta, nel ribadire il divieto di operazioni in conflitto di interessi per i fondi aperti non armonizzati e per i fondi chiusi, con l'eccezione che si vedrà per i fondi chiusi immobiliari, propone anche per i fondi non armonizzati e per i fondi chiusi diversi da quelli immobiliari, una limitata deroga al divieto di operazioni in conflitto di interesse in relazione agli <strumenti finanziari rappresentativi di operazioni di cartolarizzazione> (...). L'articolo 8, che introduce nel regolamento n. 228 l'articolo 12-*bis*, disciplina i fondi immobiliari, obbligatoriamente costituiti in forma chiusa. La norma, per opportune esigenze di certezza, definisce la percentuale di investimenti immobiliari perché il fondo possa definirsi tale. In altri termini, il regolamento “quantifica” la “prevalenza” degli investimenti in attività immobiliari di cui parla la legge n. 410 del 2001 in una percentuale pari ai due terzi (ridotta al 51 per cento nell'ipotesi di investimenti collegati a operazioni di

cartolarizzazione) del valore complessivo del fondo. Tale previsione puntuale è necessaria, anche perché dalla qualificazione di fondo immobiliare chiuso discende un regime particolare anche in ordine ai profili tributari, con la conseguente necessità di avere parametri certi di riferimento in ordine all'individuazione del tipo di fondo. Dalla lettura del testo si evince che adeguata importanza è attribuita alla valutazione dei beni - sia con riferimento ai conferimenti in natura sia con riguardo alla generalità delle operazioni in conflitto di interesse - da effettuare con apposita relazione di stima elaborata da esperti indipendenti ai sensi dell'articolo 17 del regolamento n. 228 (vedi comma 3, lettera a) e comma 4, lettera c) del proposto articolo 12-bis). Sono, inoltre, posti limiti di ordine quantitativo, opportunamente anche in relazione alle singole operazioni. Non è stato, invece, accolto il suggerimento della Banca d'Italia volto a richiedere per le operazioni in conflitto di interesse la delibera unanime del consiglio di amministrazione della società e l'unanimità dei voti del collegio dei revisori. Non sembra, ad avviso anche della Sezione, che una siffatta modificazione delle regole civilistiche sull'assunzione delle delibere assembleari possa essere apportata in sede regolamentare senza alcun sostegno nel precetto primario. Si condivide, invece, la previsione, contenuta nello schema, di richiedere al riguardo il parere favorevole dell'organo di controllo, che assume pertanto la natura di parere conforme, senza il quale la delibera non può essere assunta".

Si veda l'articolo di E. MARCHESINI, *Fondi immobiliari, ok ai regolamenti*, in *Il Sole 24Ore* del 17 gennaio 2003.

Cap. IV

La responsabilità della società di *rating*

Sez. I - La responsabilità nei confronti del committente

1. La responsabilità contrattuale: l'inadempimento ed i criteri di imputazione soggettiva.-
2. La prova dell'inadempimento.-
3. La responsabilità dei dipendenti e del committente.-
4. Il danno risarcibile.-
5. Il rapporto di causalità.-

1. La mancanza di una normativa espressa di riferimento fa sì che la responsabilità contrattuale della società di *rating* nei confronti dei partecipanti all'operazione di cartolarizzazione, nonché dei soggetti che li controllano e/o ne sono controllati, risulti regolata in base ai principi generali¹.

Come già detto, l'attività svolta dall'*advisor*, consistente in una pluralità di prestazioni a ciascuna delle quali si collegano specifici doveri di comportamento (tra i quali assumono peculiare rilevanza i doveri di informazione, di chiarezza, di segreto e di indipendenza dell'agenzia), costituisce un *unicum* inscindibile.

La struttura legale dell'operazione di *securitization*, fondata normalmente sulla creazione di un'entità avente natura di patrimonio separato e sull'esigibilità limitata dei titoli emessi, necessita di una serie di <garanzie accessorie>, considerate anche in senso atecnico, volte a controbilanciare la riduzione dei limiti temporali imposti dall'art. 4, ultimo comma, della legge n. 130/1999 all'esercizio dell'azione revocatoria.

Il *rating* rappresenta *de facto* la <garanzia> più importante sull'affidabilità finanziaria dei soggetti partecipanti all'operazione, costituendo un parametro informativo di facile lettura e riverberandosi anche sulla tutela delle ragioni dei terzi risparmiatori e creditori.

In relazione a ciò l'art. 2, comma 1, lett. b) e c), del regolamento Co.n.so.b. 2 novembre 1999, n. 12175, infatti, prevede testualmente che:

“b) sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione e per i relativi aggiornamenti, l'utilizzazione di procedure predeterminate e

¹ L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale (diritto vigente)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, p. 1072 ss. Per C. M. BIANCA, *Diritto civile, V, La responsabilità*, Milano, 1994, p. 15, “Al riguardo non contano tanto le proposte dottrinarie quanto piuttosto le concrete applicazioni giurisprudenziali, che assumono un'importanza decisiva quali indici della regola di diritto effettivo della responsabilità come essa è recepita e operante nel nostro ordinamento”.

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”.

Ne deriva che il relativo giudizio, pur contenendo elementi soggetti ad un sindacato di discrezionalità, deve essere formulato seguendo un *iter* procedimentale fondato su meccanismi predeterminati e conformi alle prassi esistenti a livello internazionale, alle norme deontologiche, ai codici di autodisciplina².

Nell’esercizio di tale attività, inoltre, stante la natura complessa e composita della prestazione, le agenzie debbono dotarsi di idonee strumentazioni tecniche e dotazioni organiche, adeguate sia alla struttura dimensionale che al numero degli incarichi presenti e - in una visione programmatica annuale - futuri.

Se la valutazione sul merito di credito dovesse risultare inesatta od erronea, oppure venisse emanata in ritardo la revisione del giudizio e/o venissero divulgate notizie riservate, la responsabilità della società di *rating* potrebbe essere imputata alla medesima dimostrando, da parte del committente e degli altri soggetti partecipanti all’operazione, unicamente la mancata osservanza degli *standards* quantitativi e qualitativi relativi allo specifico settore di riferimento³.

² Per C. CAFAGGI, *La responsabilità del professionista*, in *Dig. disc. priv.*, XVII, Torino, 1998, p. 12 ss., “la differenza tra norma deontologica e *regula artis* va progressivamente attenuandosi per la difficoltà sempre maggiore di distinguere il piano tecnico da quello deontologico. Il riferimento alle *leges artis* si traduce in taluni casi nella trasposizione di prassi non ancora normate, in tal caso procedendo autonomamente rispetto alla norma deontologica; in altri casi, invece, la definizione della *regula artis* fruisce della mediazione del ceto professionale compiuta tramite l’elaborazione delle regole deontologiche”.

³ Per D. CASADEI, *La responsabilità della società di revisione*, cit., p. 75 ss., “Più articolata è la dimostrazione a carico del creditore se l’obbligazione è di mezzi: posto che il contenuto della prestazione non è predeterminato, il creditore deve innanzi tutto definire il comportamento che configura adempimento dell’obbligazione dedotta in contratto, cioè deve individuare il comportamento <tipo>, e per fare ciò deve ricorrere alle regole dell’arte dello specifico settore professionale; in secondo luogo deve dimostrare che il comportamento di quel debitore non è stato conforme a quello ideale e per fare ciò deve indicare quale regola dell’arte è stata violata. Per la definizione delle tecniche dell’arte l’analisi va indirizzata ai settori professionali così da individuare regole generali e speciali. E dalla casistica giurisprudenziale risulta che l’obbligazione di mezzi non è adempiuta se non sono state rispettate queste regole generali: prudenza, avvedutezza e serietà, soprattutto in tutti quei settori che presuppongono un contenuto imprenditoriale della prestazione; personalità nello svolgimento degli obblighi e delle funzioni del professionista; adeguatezza della struttura organizzativa se la prestazione richiede l’opera di un’*equipe*; utilizzazione di tecniche aggiornate e, al contempo, sufficientemente sperimentate;

Spetterà alla società valutatrice dimostrare, in concreto, la non imputabilità dell'inadempimento, ovvero fornire la prova che l'errata, inesatta o ritardata previsione è stata determinata da fattori non rilevabili e/o non riconoscibili al momento dell'esecuzione della prestazione, neppure avvalendosi delle conoscenze scientifiche e/o delle metodologie più sofisticate⁴.

Tale conclusione appare coerente con il carattere professionale della complessa attività svolta dalle agenzie, con la struttura societaria ed organizzativa delle medesime e con la natura giuridica delle prestazioni rese.

Il comportamento <tipo> cui è tenuta l'agenzia deve essere corrispondente, in primo luogo, alle regole dell'arte dello specifico settore professionale e, in secondo luogo, deve risultare conforme agli *standards* ivi adottati.

L'adempimento di tali obblighi richiede un elevato livello di professionalità ed organizzazione, dal momento che tutti i dati forniti dal committente debbono essere continuamente verificati (tramite controllo a campione) ed aggiornati⁵.

attenzione nel curare gli atti preliminari e quelli successivi alla prestazione principale; corretta informazione del creditore circa i probabili esiti negativi dell'utilizzazione di una tecnica rischiosa o circa i rischi di insuccesso che la prestazione, anche se di *routine*, può presentare nella situazione concreta”.

⁴ Per D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 176 ss., “è emerso che il sistema distributivo dell'onere della prova è caratterizzato dall'operare di alcune presunzioni *iuris tantum*: la presunzione dell'imputazione della responsabilità alla società di revisione il cui inadempimento (contrattuale) o illecito (extracontrattuale) sia stato dimostrato (...). La prima presunzione, si è detto, è applicazione del criterio oggettivo del rischio professionale nell'accezione in cui attualmente opera in settori simili a quello della revisione e certificazione, che si presentano rispetto a questo omogenei quanto alla natura del soggetto, alla struttura dell'organizzazione, alla funzione dell'attività professionale e al tipo di danno prodotto”. Ed ancora, p. 58, “Altra rilevante considerazione è che la responsabilità oggettiva non è criterio riferibile alla sola attività industriale ma a tutte le attività, anche a quelle non produttive che presentano un minimo di sistematicità e che introducono nella società un rischio di una certa entità e ricorrenza. L'analisi economico-giuridica evidenzia che in questi casi l'accertamento della colpa sarebbe estremamente improbabile: la complessità dell'organizzazione del lavoro fa sì che la colpa, quand'anche ricorra, sia frazionata tra tanti soggetti rispetto ai quali, individualmente considerati, è quasi insignificante; inoltre vi è un'esigenza equitativa di copertura del danno, posto che, il più delle volte, l'autore materiale del fatto illecito, quand'anche individuato, potrebbe non essere così solvibile da assicurarla”.

⁵ P. MONTALENTI, *Responsabilità extracontrattuale della società di revisione per negligente certificazione*, nota a Trib. Milano 18 giugno 1992, in *Giur. it.*, 1993, I, sez. II, p. 7, “Nello svolgimento dei menzionati compiti di controllo e certificazione il metro della diligenza cui commisurare la legittimità dell'operato della società di revisione, in applicazione del disposto del citato art. 2407 c.c., non può non considerare la natura dell'attività da svolgere, la qualificazione

Sembrano perciò utilizzabili, con riferimento all'attività della società di *rating*, i risultati raggiunti dalla giurisprudenza in tema di revisione contabile, in merito alla quale si è ritenuto particolarmente arduo configurare problemi tecnici di particolare difficoltà⁶, dal momento che la struttura organizzativa delle società di revisione è concepita proprio in funzione del superamento di difficoltà operative che risulterebbero insormontabili da parte del singolo professionista.

professionale e l'adeguata e sofisticata struttura di cui le società in questione debbono essere dotate, con la conseguenza che il disposto dell'art. 2236 c.c. (responsabilità del prestatore d'opera) va interpretato con riferimento alla necessaria organizzazione d'impresa nel cui ambito e con il cui supporto deve svolgersi l'attività (art. 2238 c.c. e 8 e segg. D.P.R. 136/75) ed al normale oggetto della stessa. Tale oggetto non può considerarsi, in relazione al soggetto che lo esercita professionalmente, come comportante problemi tecnici di speciale difficoltà, tali da alzare il grado della colpa, pur se ovviamente possono in tesi proporsi specifiche questioni particolarmente complesse e tali da superare l'accennato rapporto fra struttura per così dire istituzionale della società di revisione e problemi tecnici da risolvere. In tale ottica si reputa comunemente - e lo ha reputato *apertis verbis* la Consob - che il grado di diligenza cui debbono attenersi le società di revisione è normalmente quello ricavabile dai principi di revisione elaborati e opportunamente diffusi dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti".

M. FRANZONI, *Responsabilità delle società di revisione*, cit., p. 111, "La questione dirimente non è data dal fatto che l'attività di revisione è svolta da una società, mentre le professioni intellettuali sono svolte da persone fisiche. A stretto rigore, il contratto è stipulato fra società, mentre l'attività di controllo sarà svolto da persone fisiche qualificate. Il punto è un altro: non credo che nell'attività del revisore possano presentarsi problemi di speciale difficoltà, quelli stessi che consentirebbero al medico, all'architetto o all'avvocato di invocare l'esimente dell'art. 2236 c.c.: il settore è diverso, le regole sono diverse. Al revisore non è mai richiesto il giudizio sulla utilità e congruità del dato contabile, ma sempre e solo sulla correttezza di quel dato che altri ha il compito di elaborare. Ciò anche quando l'attività consista nel rilascio di pareri; il punto riguarda la legittimità di un certo risultato, mai la sua opportunità o convenienza. Nel fare ciò, non mi sembra che venga in questione alcun problema di speciale difficoltà: la professionalità del revisore sarà in grado di rispondere ad ogni eventualità; quando ciò non fosse possibile il revisore potrà sempre darne atto nelle comunicazioni con la società e con i suoi organi e con ciò avrà correttamente assolto al proprio compito".

⁶ Secondo M. FORTINO, *La responsabilità del professionista*, Milano, 1984, p. 108 ss., le speciali difficoltà "si identificano nella prospettazione di un caso straordinario o eccezionale, si da non essere adeguatamente studiato nella scienza o sperimentato nella pratica (...) ovvero di un caso rispetto al quale siano, dalla scienza, proposti e dibattuti diversi ed incompatibili sistemi".

Nello stesso senso M.V. COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, cit., p. 56 ss. e D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 106 ss.

2. Secondo il principio comunemente recepito in tema di responsabilità da inadempimento la colpa del *rater* si presume.

In un eventuale giudizio di responsabilità, pertanto, spetterà all'agenzia dimostrare in concreto la causa di non imputabilità dell'inadempimento, ovvero fornire prova liberatoria avente contenuto positivo. Ciò significa che l'errata, inesatta e/o ritardata valutazione deve dipendere da eventi esterni assolutamente eccezionali e/o imprevedibili anche avvalendosi delle conoscenze tecniche più sofisticate, oppure che tali errori di valutazione scaturiscano da sofisticate alterazioni e/o falsificazioni dei dati forniti dal cliente, costituenti anomalie non rilevabili mediante il ricorso a procedure ordinarie.

Tale prova risulterà più difficile nel caso in cui si ritenga, aderendo ad un diffuso orientamento⁷, che sulla società di *rating* gravi un'obbligazione di risultato⁸.

Il predetto orientamento utilizza siffatta qualificazione nel senso che, quando occorre valutare con maggior rigore la colpa professionale, l'obbligazione risulta definita, anche a costo di evidenti forzature, come obbligazione di risultato, con la conseguenza che il mancato conseguimento del medesimo fa presumere la colpa del debitore, alleviando l'onere probatorio a carico del danneggiato.

A ciò si è aggiunto che l'autonomia privata può incidere sulla natura delle prestazioni considerate, sì che le parti, pur in presenza di un'obbligazione che per natura andrebbe qualificata come obbligazione di mezzi, potrebbero convenire che sia invece dovuto un risultato.

⁷ Cass. 10 dicembre 1979, n. 6146, in *Mass. Foro it.*, 1979, "A differenza dell'obbligazione di mezzi, la quale richiede al debitore soltanto la diligente osservanza del comportamento pattuito, indipendentemente dalla sua fruttuosità rispetto allo scopo perseguito dal creditore, nell'obbligazione di risultato, nella quale il soddisfacimento effettivo dell'interesse di una parte è assunto come contenuto essenziale ed irriducibile della prestazione, l'adempimento coincide con la piena realizzazione dello scopo perseguito dal creditore, indipendentemente dall'attività e dalla diligenza spiegate dall'altra parte per conseguirlo. Pertanto, l'obbligazione di risultato può considerarsi adempiuta solo quando si sia realizzato l'evento previsto, come conseguenza dell'attività esplicata dal debitore, nell'identità di previsione negoziale e nella completezza quantitativa e qualitativa degli effetti previsti e, per converso, non può ritenersi adempiuta se l'attività dell'obbligato, quantunque diligente, non sia valsa a far raggiungere il risultato previsto".

⁸ A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, Torino, 1997, p. 61, "Orientamento tendenziale è di oggettivizzare la diligenza del professionista, identificandola con il possesso di quel <bagaglio tecnico> che, ad esempio in materia di professione sanitaria, comprende la conoscenza di tutti i rimedi che non siano ignoti alla scienza ed alla pratica della medicina, essendo in tal caso l'ignoranza di essi incompatibile con il grado di addestramento e di preparazione che la professione sanitaria richiede a chi si dedichi ad un determinato settore della professione sanitaria".

Anche in difetto di prova sull'esistenza di una tale pattuizione, l'obbligazione professionale dovrebbe poi considerarsi di risultato ogni qual volta l'ordinaria semplicità della prestazione dovuta consenta di considerare il risultato stesso come naturale conseguenza da essa derivante.

In tal modo, come si è osservato, il risultato che si vorrebbe espungere dal paradigma delineato dalle norme in tema di responsabilità professionale, ne viene a costituire pur sempre sostrato imprescindibile, quanto meno nel senso che l'attività da prestarsi con diligenza dal professionista deve obiettivamente essere tesa al suo conseguimento, e cioè ad uno sperato esito utile per il cliente⁹.

In una realtà in cui è fortemente avvertita l'esigenza di proteggere il danneggiato nei confronti di una controparte professionale e organizzata, si delinea un uso in chiave evolutiva della nozione di obbligazioni di mezzi e di risultato, concepito come strumento per realizzare, a tutela del danneggiato, un'inversione del relativo onere probatorio.

È d'uopo, però, precisare che l'inquadramento dell'attività di valutazione nell'ambito della disciplina delle obbligazioni di risultato potrebbe comportare, quale immediata conseguenza, che il debitore (nella specie la società di *rating*) sia considerato inadempiente, ma non automaticamente responsabile; in altri termini, incomberà sul *rater* fornire la prova della non imputabilità della mancata scoperta del falso.

L'asse del discorso, dunque, si sposta sul piano probatorio, dato che, in alternativa all'ipotesi sopra delineata, si prospetta la possibilità inversa^{10 11}.

⁹ M.V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 61 ss.

¹⁰ A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile, cit.*, p. 359.

¹¹ In materia di società di revisione D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 81 ss., "Trattandosi di obbligazioni di risultato, per la dimostrazione dell'inadempimento della società di revisione è sufficiente evidenziare il risultato negativo dei controlli: da qui l'inadempimento per erroneità dei controlli e la presunzione di mancata diligenza del revisore (...). Si prospetta nel nostro caso un'obbligazione di risultato perché l'interesse della società revisionata, dedotto in contratto, non è quello generico di avere un'opinione sul bilancio, ma quello specifico di avere un giudizio sull'attendibilità del bilancio, e cioè sull'esattezza delle informazioni assoggettate alla revisione: alla società che ha conferito l'incarico interessa sapere se tali informazioni possono considerarsi esatte perché forniscono una rappresentazione chiara, veritiera e corretta della sua situazione contabile, patrimoniale, finanziaria ed economica. E infatti, la relazione in sé non serve alla società revisionata ma è uno strumento imposto per legge che (serve per presentarsi sul mercato in situazione di trasparenza così) crea le condizioni perché il pubblico investa avendo fiducia nella stabilità e solidità dell'impresa. Essendo questo l'interesse dedotto in contratto, consegue che l'interesse è soddisfatto solo se il terzo trae beneficio dalla relazione sul bilancio. Se il giudizio espresso in tale relazione non è esatto perché inesatta è l'informazione assoggettata a revisione, è

3. La constatazione che, nelle moderne realtà post-industriali, i modelli di responsabilità si orientano sempre più verso criteri oggettivi di imputazione¹², fornisce utili indicazioni per definire l'area di responsabilità della società di *rating* per il fatto dei propri dipendenti e collaboratori.

L'esistenza sul mercato di operatori dotati di un complesso grado strutturale ed organizzativo fa sì che risulti praticamente impossibile procedere al frazionamento, tra una pluralità di soggetti, del comportamento causativo di un determinato evento dannoso¹³.

La legislazione speciale e l'elaborazione giurisprudenziale¹⁴, pertanto, costruiscono i predetti modelli fondandoli prevalentemente sul

leso sia l'interesse del terzo che quello della società revisionata nella ragione che ha determinato il contratto di revisione e l'obbligazione dedotta in contratto è inadempita”.

¹² S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967, p. 89 ss.

L'argomento in esame trova una sempre più esplicita conferma nella legislazione speciale, a partire dal D.P.R. 24 maggio 1988, n. 244, in materia di responsabilità del produttore.

¹³ D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 112 ss., “Altro settore in cui, in via generale, dalla dimostrazione dell'esistenza di una colpa è gioco forza prescindere è quello delle attività svolte da un soggetto collettivo che presenta un certo grado di organizzazione e sistematicità. Qui, anche se l'attività non è industriale, ma ad esempio professionale, i criteri soggettivi di imputazione risultano, da una parte, improbabili, come avviene se la complessità dell'organizzazione del lavoro fraziona il requisito psicologico della colpa tra tanti soggetti rispetto ai quali, individualmente considerata, quand'anche dimostrabile, è pressoché insignificante; dall'altra parte, i criteri soggettivi possono rivelarsi inopportuni o iniqui, vuoi perché non è giusto riversare sulla collettività i rischi dell'attività svolta, vuoi per esigenze di copertura del danno, posto che il più delle volte l'autore materiale dell'inadempimento o dell'illecito, quand'anche individuato, potrebbe non essere in grado di assicurarla. In sostanza, in queste ipotesi, oggetto del giudizio di responsabilità non possono essere tanto le modalità di una condotta quanto i criteri di organizzazione di un'attività (...). I nodi dei modelli della responsabilità sono, a questo punto, l'individuazione delle fonti cui è lecito riferirsi al fine di estrapolare criteri generali obiettivi di imputazione e la graduazione dell'oggettività dei criteri, cioè il tipo di rischio che va accollato all'agente in funzione dell'attività svolta; tale rischio può essere assoluto, nel senso che non è ammessa prova della non imputabilità, o relativo, nel senso che è possibile fornire la prova liberatoria, a sua volta specifica del fortuito oppure più elastica, come quella di aver adottato tutte le misure che la tecnica conosce”.

¹⁴ In materia di responsabilità della banca per fatto commesso dai dipendenti si veda M. CAVANNA, *A proposito della responsabilità della banca: osservazioni sul tema*, nota a Cass. 17 maggio 2001, n. 6756, in *Giur. it.*, 2002, p. 101 ss.

Secondo la Suprema Corte “Il principio, in base al quale l'imprenditore, che nell'adempimento dell'obbligazione si avvale dell'opera di terzi ausiliari, risponde anche dei fatti dolosi o colposi di costoro, definisce una forma di responsabilità obiettiva, estendendo alla sfera contrattuale la disciplina in tema di responsabilità per fatto illecito. Il criterio di imputazione di tale responsabilità va ravvisato nella regola generale di allocazione dei rischi di impresa, secondo la quale i danni cagionati dal dipendente devono rimanere a carico dell'impresa stessa, come componenti effettivi dei costi gravanti su quest'ultima. A configurare in concreto la responsabilità contrattuale per fatto degli ausiliari, devono necessariamente sussistere tre presupposti: un danno causato dal fatto dell'ausiliario; un rapporto tra ausiliario e debitore committente, definito rapporto di preposizione;

rischio per l'esercizio di un'attività pericolosa¹⁵ o di un'attività imprenditoriale¹⁶. Tutto ciò risulta perfettamente compatibile con la struttura del nostro ordinamento, il quale contempla regole diverse di allocazione della responsabilità^{17 18}.

La società di *rating* assume, in relazione alle funzioni dalla medesima assolte nell'ambito delle operazioni di *securitization*, il rischio professionale del mancato od inesatto funzionamento del proprio apparato organizzativo, rispondendo per l'operato dei propri ausiliari, salvo la prova del fatto che l'erronea od inesatta valutazione non poteva essere evitata alla stregua delle conoscenze tecniche e/o scientifiche esistenti al momento in cui è stato formulato il relativo giudizio^{19 20}.

Il modello di responsabilità come sopra configurato induce, infine, a condividere l'autorevole opinione che esclude l'applicabilità dell'art. 1227 c.c. nel caso di concorso tra i *raters* e gli amministratori della società valutata²¹.

Come si è osservato, infatti, “se sussiste un'obbligazione negoziale o un obbligo legale di sorveglianza, il fatto del sorvegliato non può acquistare rilievo a favore del sorvegliante ai fini della diminuzione del risarcimento del danno.

Se, infatti, il soggetto nei cui confronti deve essere esercitata la sorveglianza arreca (col concorso o no di terzi) pregiudizio a sé

una relazione di causalità tra il danno e l'esercizio delle incombenze dell'ausiliario, la cosiddetta occasionalità necessaria”.

¹⁵ M. FRANZONI, *op. ult. cit.*, p. 110, ritiene che la responsabilità della società di revisione derivi dall'esercizio di “un'attività pericolosa”.

¹⁶ G. ALPA-R. LECCESE, voce *Responsabilità d'impresa*, in *Dig. civ.*, XVII, Torino, 1998, p. 274 ss.

¹⁷ Si veda G. GORLA, *Sulla cosiddetta causalità giuridica: <fatto dannoso e conseguenze>*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, p. 405 ss.

¹⁸ Si vedano, *ex plurimis*, Cass. 11 maggio 1995, n. 5150; Cass. 9 dicembre 1996, n. 10956; Cass. 17 maggio 2001, n. 6756, *cit.*

¹⁹ Per M. NUZZO, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di G. Alpa-F.-Capriglione), *cit.*, p. 1510 ss., “i dipendenti che hanno effettuato la revisione possono esimersi da responsabilità segnalando formalmente agli organi sociali l'esistenza di situazioni ambigue o anomale e la necessità di ulteriori approfondimenti, facendone debita annotazione nel libro di revisione. In tal modo, è rimessa alla discrezionalità della società di revisione la scelta di dar seguito all'istanza di approfondimento del dipendente, con la conseguenza dell'esclusione della responsabilità da inadempimento a carico di quest'ultimo”.

²⁰ Per le società di revisione si rinvia a D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 113 ss.

²¹ Sull'attività di supporto alle Autorità di vigilanza svolta da soggetti privati si veda R. KRAAKMAN, *Gatekeepers: the anatomy of a third party enforcement strategy*, in *J.L. Econ. & Org.*, 1986, p. 53 ss.

medesimo, questo è proprio ciò che il sorvegliante era tenuto ad evitare: il verificarsi della lesione dannosa realizza quindi la fattispecie della violazione dell'obbligo di sorveglianza. Conseguentemente, l'obligato è tenuto all'integrale risarcimento del danno e gli è consentito di liberarsi dalla sua responsabilità solo in quanto riesca a dimostrare che il fatto non è a lui imputabile per non averlo potuto impedire²².

Questa soluzione sembra trovare fondamento positivo nell'art. 164, comma 1, T.U.F. che, rinviando soltanto alla disposizione prevista dall'art. 2407, comma 1, c.c., sembra escludere il regime di responsabilità solidale previsto per gli amministratori e componenti il collegio sindacale dall'art. 2407, comma 2, c.c.

Il che sembra coerente con il rilievo che gli amministratori della società valutata e la società di *rating* rispondono di distinti ed autonomi inadempimenti e, quindi, sono responsabili del danno arrecato alla società committente a diverso titolo²³.

²² C. M. BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario del Codice Civile* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1979, p. 420.

²³ Secondo M. NUZZO, *op. ult. cit.*, p. 1509, "società di revisione ed amministratori 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".

M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 72 ss., "Il fondamento del dovere di controllo dei revisori è diverso: né la legge né il contratto pongono a carico della società di revisione un dovere di vigilanza specificamente finalizzato ad impedire il compimento di fatti dannosi da parte degli amministratori (...). La disciplina positiva della materia, prevedendo un controllo *a posteriori* dell'attività degli amministratori della società revisionata da parte della medesima società revisionata, evidenzia, anzi, che amministratori e revisori rispondono del danno a titolo diverso, in relazione a propri distinti e autonomi inadempimenti: il che induce ad escludere la configurabilità di un concorso di colpa (...). La soluzione che individua la fonte della responsabilità della società di revisione nella violazione di obblighi propri di questa, al di fuori di ogni concorso nell'inadempimento degli obblighi degli amministratori, comporta rilevanti conseguenze anche sul piano operativo. Da essa discende infatti:

A) che la società di revisione sarà tenuta all'integrale risarcimento del danno imputabile al proprio inadempimento in via diretta e immediata, potendo essa esimersi da responsabilità solo provando la non imputabilità della mancata o inesatta esecuzione della propria prestazione;

B) che deve ritenersi non configurabile una responsabilità solidale tra amministratori e società di revisione, mancando il concorso di cause che costituisce presupposto per l'applicazione dell'art. 2055 cod. civ."

Nello stesso senso M. FRANZONI, *op.ult.cit.*, p. 112, "Un'ultima annotazione sull'applicabilità dell'art. 1227, comma 1, c.c. ai revisori. Astrattamente il problema causale si può porre nei seguenti termini: la società promuove l'azione nei confronti di amministratori, sindaci e società di revisione per il danno subito in conseguenza della falsità del bilancio. Il revisore eccepisce alla società che l'attività degli amministratori è stata a tal punto sofisticata che non ha potuto rilevare alcunché, ma oppone a questa il concorso di colpa essendo gli amministratori organo della stessa società, vittima dell'illecito. Non ritengo che sia bene invocato l'art. 1227, comma 1, c.c. proprio perché, in quella causa, gli amministratori sono terzi rispetto alla società, al pari della società di

4. La mancata osservanza, da parte della società di *rating*, degli *standards* qualitativi richiesti determina la lesione plurima di interessi giuridicamente protetti.

I *raters*, infatti, potrebbero rifiutare in modo del tutto ingiustificato l'emissione di un giudizio pur avendo a disposizione sufficienti elementi di valutazione, formulare un *report* palesemente erroneo e/o fuorviante, rivelare dati e/o notizie destinati a rimanere segreti, propalare notizie false e/o tendenziose, procedere in modo intempestivo alla revisione dei giudizi già espressi, con conseguente lesione dei diritti di immagine²⁴ e reputazione commerciale dell'emittente i titoli oggetto di cartolarizzazione.

Sul piano operativo ciò può determinare il venir meno della fiducia degli investitori, con conseguente difficoltà di futuro reperimento dei capitali sul mercato e relativo aumento dei tassi passivi, oppure la brusca rottura del credito e/o la revoca delle garanzie da parte dei terzi finanziatori²⁵, pregiudicando lo svolgimento successivo di operazioni straordinarie (ad es. fusioni, scissioni, acquisizioni, aumenti di capitale, o.p.a.s.v., *leveraged buy-out*, emissioni di strumenti finanziari e/o di prestiti obbligazionari), o incidendo negativamente sulla quotazione dei titoli azionari o degli strumenti finanziari emessi, su alcuni elementi dell'attivo patrimoniale (ad es. valore di avviamento), sull'incremento degli attuali oneri a servizio del debito²⁶.

revisione. Si potrebbe allora sostenere che in quel caso il fatto degli amministratori costituisce caso fortuito e che, pertanto, l'evento dannoso non può essere considerato unitario, agli effetti dell'art. 2055, comma 1, c.c. Dubito che anche questa soluzione possa trovare accoglimento. *Se il compito della revisione è proprio quello di svelare, di rendere trasparente, semplificare ciò che non può essere corretto, il solo fatto di aver fallito in quel compito è sinonimo di inadempimento* (il corsivo è nostro)".

²⁴ Si veda V. CARBONE, *Il pregiudizio all'immagine ed alla credibilità di una s.p.a. costituisce danno non patrimoniale e non danno morale*, nota a Cass. 3 marzo 2000, n. 2367, in *Danno e resp.*, 2000, p. 491 ss.

²⁵ Per D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 133, "Varie ipotesi possono configurare un danno alla reputazione economica della società revisionata: si pensi al caso in cui diventa di pubblico dominio l'esistenza di fondi occulti impiegati per il pagamento di tangenti, di cui il revisore non si è accorto; al discredito che può colpire la società per un giudizio negativo sul bilancio, nonostante la regolarità dello stesso, oppure perché il dipendente della società di revisione ha illecitamente diffuso notizie riservate della società revisionata. *In quest'ultimo gruppo di ipotesi, accanto al danno alla reputazione economica in sé, sono da considerare altri danni, presumibilmente connessi alla perdita della reputazione di serietà e solvibilità della società: revoca delle garanzie e dei fidi, chiusura di aperture di credito, impossibilità di autofinanziarsi mediante aumenti di capitali o prestiti obbligazionari (che non verrebbero sottoscritti), e così via* (il corsivo è nostro)".

²⁶ C. M. BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni*, *cit.*, p. 329, "Il danno futuro, occorre ribadire, entra in considerazione come quel danno di cui si prevede l'accadimento in un tempo futuro e di

A ciascuno di questi eventi corrisponde un danno patrimoniale, misurabile con gli ordinari strumenti del lucro cessante e del danno emergente.

Nel caso in cui il danno sia costituito dalla perdita di una *chance*²⁷, troverà applicazione il principio giurisprudenziale in forza del quale la perdita di *chance* dà luogo a danno risarcibile quando, in relazione alle circostanze del caso concreto, può raggiungersi in giudizio la ragionevole certezza che le probabilità favorevoli - in assenza di impedimenti - avrebbero trovato concreta realizzazione, permettendo effettivamente al soggetto leso di realizzare un incremento della propria situazione patrimoniale iniziale^{28 29}.

cui si chiede il risarcimento. La circostanza che il danno non si sia ancora verificato non ne esclude la risarcibilità se si abbia ragionevole certezza circa il suo futuro verificarsi. In quanto il danno futuro sia la conseguenza a venire di una lesione attuale, è tuttavia possibile che non entri in considerazione il danno ancora irrealizzato bensì il danno presente costituito dalla potenziale dannosità della lesione. In certi casi, anzi, il danno futuro è già senz'altro incluso nella valutazione del danno presente. Così, se si tratta della perdita di un bene fruttifero, il valore di mercato tiene conto dell'attitudine del bene a produrre futuri vantaggi, e quindi la valutazione del bene esclude che possano ulteriormente rilevare i futuri vantaggi di cui il danneggiato è privato. In altri casi, invece, la lesione attuale determina il semplice pericolo del futuro verificarsi di un danno o la perdita della semplice probabilità di un futuro vantaggio. La questione se il danneggiato possa fare valere la sua pretesa risarcitoria trova soluzione positiva se sussiste in atto la lesione di un suo interesse giuridicamente tutelato, e se la pretesa risarcitoria non abbia ad oggetto il danno futuro (non certo) ma il danno presente rappresentato dall'esposizione al pericolo di un pregiudizio o dalla perdita di un'occasione favorevole. Nella valutazione di questo danno il punto di riferimento non è la ragionevole certezza del verificarsi di un evento bensì la *probabilità* che il danneggiato subisca il pregiudizio futuro o che senza l'illecito avrebbe realizzato l'occasione favorevole".

²⁷ Per A. LAZZARI, *Perdita di chance in giudizio: la responsabilità del sindacato per omesso appello da parte del lavoratore*, in *Danno e resp.*, 1999, p. 1125, "le perdite di chances sono spesso percepite quali danni effettivi, economicamente tangibili e, talora, più gravi del pregiudizio immediato e materiale".

²⁸ Cfr. C. SEVERI, *Perdita di chance e danno patrimoniale risarcibile*, in *Resp. civile e previdenza*, 2003, p. 296 ss.

²⁹ Cass. 19 novembre 1983, n. 6906, in *Giust. civ.* 1984, I, p. 1841; Cass. 22 aprile 1993, n. 4725, in *Dir. prat. lav.*, 1993, p. 26; Cass. 13 luglio 1996, n. 6366, in *Giust. civ.*, *Mass.*, 1996, p. 987.

Per Cass. 13 dicembre 2001, n. 15759, in *Danno e resp.*, 2002, p. 393, "il rapporto causale deve essere riconosciuto quando l'interesse perseguito con il contratto, in caso di inadempimento, si sarebbe realizzato non necessariamente in modo certo, ma anche solo ragionevolmente probabile non essendo dato esprimere, in relazione ad un evento esterno già verificatosi, oppure ormai non più suscettibile di verificarsi "certezza di sorta", nemmeno di segno morale, ma solo semplici probabilità di una eventuale diversa evoluzione della situazione stessa".

La natura stessa del danno conseguente all'inadempimento della società di *rating* può rendere estremamente difficile o addirittura impossibile una sua precisa quantificazione³⁰.

In tali casi il danneggiato potrà chiederne la determinazione in via equitativa ai sensi dell'art. 1226 c.c.³¹. Secondo la regola generale, infine, la società di *rating* potrà escludere o limitare la risarcibilità del danno, provando che il committente avrebbe potuto con l'ordinaria diligenza evitare il prodursi del danno e/o ridurne l'ammontare.

Al fine della quantificazione in concreto del danno risarcibile dovrà, infine, tenersi conto del criterio della *compensatio lucri cum damno* in forza del quale, per la determinazione del *quantum debeatur*, si avrà riguardo, oltre agli elementi che causano una diminuzione dell'attivo patrimoniale del danneggiato, anche di ogni eventuale vantaggio, inclusi quelli di carattere fiscale, che dalla vicenda complessivamente considerata possono derivare al danneggiato stesso.

³⁰ M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 76 ss., "In relazione a questa ipotesi si pone, sotto il profilo che qui interessa, un ulteriore problema nascente dal fatto che in molte delle ipotesi considerate l'inadempimento della società di revisione non incide su un elemento già esistente nel patrimonio della società revisionata, ma determina la perdita della *chance* di acquisire un vantaggio. Si pone, dunque, in relazione alla specificità della particolare materia in esame, il problema generale della risarcibilità del danno economico derivante dalla perdita di una *chance*. È, infatti, opinione comunemente condivisa che ai fini della risarcibilità del danno occorre, secondo l'espressa previsione dell'art. 1223 cod. civ., che esso sia certo e attuale e, dunque, il requisito di certezza del danno esclude il risarcimento del danno potenziale o possibile qual è quello da perdita di una *chance*. Parte della dottrina, preoccupata delle conseguenze sul sistema della responsabilità civile di un ampliamento dell'area del danno risarcibile, ha precisato che in realtà il danno da perdita di una *chance* non va considerato come decremento del patrimonio del danneggiato per il venir meno di una possibilità che già assume proprio rilievo come componente del patrimonio del danneggiato, ma come perdita della possibilità di conseguire un risultato favorevole. Intesa in quest'ultimo senso, la perdita di *chance* costituirebbe un danno attuale e non futuro poiché la *chance* verrebbe persa nel momento stesso in cui si verifica l'evento dannoso: in quel momento, infatti, l'utilità sarebbe già presente nel patrimonio del danneggiato, avrebbe un proprio valore economico la cui perdita concreterebbe il danno attuale. Il diverso requisito della certezza ed effettività del danno si realizzerebbe, invece, ogni volta che la possibilità di realizzare il risultato favorevole possa considerarsi superiore al 50 per cento. Secondo la regola generale, anche in questo caso la società di revisione potrà escludere o limitare la propria responsabilità, ai sensi dell'art. 1227 cod. civ., provando che la società cliente avrebbe potuto evitare il prodursi del danno o ridurne l'ammontare. Nell'ambito della sua responsabilità contrattuale la società di revisione risponderà del danno prevedibile nel momento in cui ha assunto l'obbligo di revisione alla stregua di indici oggettivi di valutazione".

³¹ Per C. M. BIANCA, *Diritto civile*, V, *La responsabilità*, cit., p. 161 ss., "Il giudizio probabilistico sull'occasione perduta non va confuso col giudizio che concerne il danno della perdita dell'occasione: secondo la regola generale questo danno dev'essere certo, ossia risultare che il danneggiato ha perduto un'occasione di cui si sarebbe avvalso con ragionevole certezza (...). La nozione di *chance* non è neppure utilizzabile ai fini di imputare al debitore una parte del danno".

Anche in questo caso, peraltro, l'analisi più dettagliata dei problemi che in concreto si manifestano nell'esperienza delle Corti evidenzia una complessa articolazione della regola operativa³².

La giurisprudenza prevalente ritiene, infatti, che l'operatività del principio della *compensatio lucri cum damno* ai fini della riduzione del *quantum* risarcibile debba essere subordinata al verificarsi di alcune circostanze:

a) che il vantaggio realizzato dal danneggiato derivi causalmente e direttamente - e non occasionalmente - dal fatto dannoso;

b) che il vantaggio derivi dalla stessa fattispecie produttiva di danno e che inerisca all'interesse leso;

c) che il vantaggio patrimoniale realizzato dal danneggiato sia definitivo, ossia tale da escludere qualsiasi obbligo di restituzione a carico del danneggiato.

³² V. CARBONE, *La compensatio lucri cum damno tra ambito del danno risarcibile e rapporto di causalità*, in *Danno e resp.*, 1996, p. 435 ss.

M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 100 ss., "A questo proposito la giurisprudenza ha introdotto criteri di controllo che muovono dall'utilizzazione del principio della *compensatio lucri cum damno* (...). Ragioni equitative hanno indotto la più recente dottrina e giurisprudenza a ricondurre il problema della *compensatio lucri cum damno* nell'ambito della quantificazione del danno, ossia nel campo di applicazione dell'art. 1223 cod. civ., al di fuori di ogni commistione col rapporto di causalità. Si è così ritenuto che, determinato l'ammontare del danno risarcibile nella misura della differenza tra la situazione patrimoniale conseguente al verificarsi dell'evento dannoso e quella <ideale> che si sarebbe verificata in assenza di quell'evento, tutte le conseguenze patrimoniali che si collegano all'illecito costituiscono conseguenza immediata e diretta di questo e rappresentano l'ammontare del risarcimento dovuto ove non intervengano altri fattori di riduzione".

5. Secondo un diffuso convincimento l'art. 1223 c.c., che racchiude il principio della consequenzialità diretta ed immediata, esprimerebbe la regola causale della condizione necessaria (*condicio sine qua non* o teoria dell'equivalenza delle condizioni).

Sotto questo aspetto ciascuna delle tradizionali teorie sul rapporto causale presenta profili non soddisfacenti³³.

Come si è osservato, infatti, l'art. 1223 c.c. non detta regole volte a risolvere il problema pratico dell'individuazione dell'autore dell'illecito, né delle concause cagionanti la produzione del danno; al contrario, esso attiene alla determinazione del danno risarcibile e alla sua quantificazione.

La sua utilizzazione in chiave di nesso causale porta, invece, ad un indiscriminato ampliamento dell'area della responsabilità: tutti gli antecedenti³⁴ che hanno concorso a produrre un determinato evento

³³ In materia di limitazione della responsabilità della banca si veda O. CAPOLINO, *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa: revoca degli affidamenti e ricorso abusivo al credito*, in AA.VV., *Studi in materia bancaria e finanziaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, 1997, n. 47, p. 66, secondo la quale "Considerata la variabilità delle situazioni e l'incertezza, in concreto, del confine delineabile tra temporanea difficoltà e stato di insolvenza, il comportamento delle banche non deve essere valutato *ex post*, ma alla luce del principio di buona fede nello svolgimento dell'attività imprenditoriale di erogazione del credito. In base a tale principio la banca che opera correttamente, nell'istruttoria degli affidamenti e nel monitoraggio successivo della situazione delle imprese affidate, dovrebbe essere esente da responsabilità (...). Ovviamente, l'adozione di corrette regole di selezione della clientela e di erogazione del credito non può impedire che si producano crisi delle imprese finanziate e perdite a carico delle banche finanziatrici: non è infatti pensabile che il rischio connaturato all'attività del banchiere venga del tutto eliminato".

In termini generali si veda V. ROPPO, *La responsabilità civile, e l'anima*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 102, "Certo c'è spazio per l'operare della responsabilità civile di fronte a molte vicende del mercato finanziario. Ma per identificare correttamente questo spazio, bisogna non adagiarsi meccanicamente su un pregiudizio: il pregiudizio per cui se un risparmiatore-investitore perde denaro perché i suoi investimenti vanno male, egli abbia sempre e comunque, per indiscutibile automatismo, il diritto di recuperarne il valore; e che l'unico problema sia individuare contro chi può agire per recuperarlo".

³⁴ G. VALCAVI, *Sulla causalità giuridica nella responsabilità civile da inadempimento e da illecito*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 409 ss., "È infatti diffusa, anche nel civile, l'opinione che lega l'azione all'evento naturale che può spiegare al più *l'an debeatur* ma non lega il fatto (omissivo o commissivo) col danno, inteso nell'*an* e nel *quantum debeatur*. Alla base del dominante modo di vedere, vi è l'errore di ritenere che l'uomo possa uscire da sé medesimo ed entrare in contatto diretto con le cose ed i fenomeni naturali che si succedono nel tempo. Esso dimentica che la causalità non esiste *in rerum natura* ed è solo un modello della nostra mente, con cui siamo soliti legare un antecedente ad un conseguente, sulla base della frequenza, con cui l'uno anticipa l'altro. Dalla continua osservazione dei fenomeni e dalle loro rappresentazioni che si succedono nel tempo, noi ricaviamo infatti un principio induttivo, che spiega codesta successione. Procedendo a ritroso, noi formuliamo delle ipotesi e delle diagnosi plausibili concernenti l'antecedente causale, che verifichiamo con l'impiego del metodo deduttivo. La congruenza dei loro risultati ci

dannoso sarebbero condizioni necessarie di quell'evento; con la conseguenza, ad esempio, che qualora il fatto commissivo od omissivo, pur non producendo di per sé, in via diretta ed immediata, quelle determinate conseguenze pregiudizievoli, abbia tuttavia prodotto una situazione senza la quale il danno non si sarebbe verificato, dovrebbe ritenersi dovuto anche il risarcimento di questo, secondo il noto principio <causa causae est causa causati>^{35 36}.

confermerà o escluderà l'ipotesi iniziale. La causalità, così intesa come modello mentale, si applicherà pertanto alle successioni in genere dei fenomeni più diversi, naturali, economici, sociali, giuridici e così via (...). La confusione tra causalità giuridica e quella materiale e delle rispettive regole, è alla base del recente dibattito nelle aule di giustizia, se occorre fare riferimento per entrambe alle leggi scientifiche o a quelle probabilistiche. La teoria della *condicio sine qua non* o della equivalenza delle condizioni, come espressione del metodo scientifico, è applicabile alla causalità materiale, ma non lo è altrettanto per quella giuridica, dove ampliamente a dismisura il numero dei fattori causali. A quest'ultima potrebbe in teoria apparire più corrispondente il criterio della adeguatezza o della normalità, che poggia sulle regole probabilistiche e previsionali e tuttavia ad un esame approfondito, si rivela pure non immune da critiche”.

³⁵ In materia di limitazione della responsabilità da parte della Co.n.so.b. si veda M. CLARICH, *La responsabilità della Consob nell'esercizio della funzione di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/99*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 227, “Tuttavia, il tema della responsabilità della Pubblica Amministrazione connessa all'esercizio di funzioni di vigilanza richiede una considerazione attenta dei possibili inconvenienti che possono insorgere. Infatti l'arma della responsabilità, impiegata oltre un certo limite fisiologico, può compromettere il conseguimento delle finalità di interesse pubblico in relazione ai quali vengono istituite le Autorità di vigilanza. Uno dei rischi è cioè quello dell'eccesso di deterrenza (*overdeterrence*) nei confronti dei funzionari esposti alla responsabilità personale i quali tendono a reagire assumendo comportamenti dilatori e formalistici, che contrastano con l'obiettivo di un'amministrazione efficiente, attiva, capace di assumere decisioni anche in condizioni difficili”.

³⁶ Nello stesso senso D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 136 ss., “L'equivoco consiste nel ritenere che in tutti i casi nei quali occorre stabilire se un dato evento (danno) sia conseguenza giuridicamente rilevante di un determinato fatto dell'uomo (azione od omissione), si dovrebbe vedere se l'evento sia <conseguenza immediata e diretta> del fatto stesso. In altre parole, dovrebbe trovare applicazione l'art. 1223 c.c., che stabilisce che <il risarcimento del danno per l'inadempimento o per il ritardo deve comprendere così la perdita subita dal creditore come il mancato guadagno, in quanto ne siano conseguenza immediata e diretta>. In questo modo l'art. 1223 viene ad assumere valenza generale, nel senso che la <causalità giuridica> ivi prevista (conseguenza immediata e diretta) viene estesa a tutto il processo dei fatti, azioni e conseguenze, a cominciare dallo stesso <fatto dell'uomo> (azione od omissione): la questione di determinare il <fatto> fonte di responsabilità e la diversa questione di determinare il <contenuto> dell'obbligo risarcitorio (di quali danni si debba rispondere) vengono ad essere la medesima questione. Si tratta di operazioni intellettuali diverse: l'art. 1223 presuppone già risolto il problema della verifica della sussistenza del nesso di causalità, cioè presuppone che si sia già accertato, in base a regole diverse da quelle poste dalla norma, che un soggetto debba rispondere delle conseguenze di un determinato fatto (fonte di danno); l'art. 1223 serve per selezionare, limitandoli, i risultati della causalità, così da non porre a carico del responsabile tutte le <conseguenze> che, altrimenti, potrebbero andare all'infinito. Dunque <fatto> e <conseguenze> vanno tenuti distinti”.

Ciò sembra confermare la tesi di chi, constatata la diffusione nel sistema di norme disciplinanti fattispecie di responsabilità civile contenenti formulazioni generiche sulla causalità, *ex se* inidonee a fornire un preciso criterio di giudizio sull'esistenza in concreto del rapporto di causalità tra conseguenze pregiudizievoli per il danneggiato e condotta del danneggiante, ritiene che il giudizio sulla causalità implichi necessariamente una valutazione in concreto del fatto dannoso alla stregua degli *standards* più adeguati al contesto sociale e al momento storico in cui il soggetto ha subito il danno^{37 38}.

Il nodo della questione risiede nell'idea³⁹, ampiamente condivisa, che i suddetti principi e procedure rappresentino una sorta di <soglia minima> del comportamento dovuto, la cui mancata osservanza determina un difetto di diligenza, senza possibilità di prova contraria, a fronte di quanti vi attribuiscono invece, ai fini della formazione del convincimento giudiziale, mero valore di indizio⁴⁰.

³⁷ La giurisprudenza, nell'applicazione del criterio probabilistico, è oscillata fra quello statistico (Cass. 3 giugno 1980, n. 3622), quello fondato su regole di esperienza (Cass. 3 marzo 1987, n. 1228) e quello della probabilità verosimile (Cass. 16 novembre 1993, n. 11287).

³⁸ A. VIOLANTE, *Responsabilità oggettiva e causalità flessibile*, Napoli, 1999, p. 59 ss.

³⁹ M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 67 ss., nota 30, "Nell'ipotesi specificamente studiata nel testo, potrebbe ritenersi che qualora la società di revisione non provveda ad esempio a pianificare il lavoro tenendo conto del tipo particolare di attività svolta dalla società cliente o del peculiare settore in cui la stessa svolge la sua attività, il danno prodotto dall'omissione dell'operazione di pianificazione del lavoro potrebbe esser ricollegato causalmente al comportamento della società di revisione, poiché sarebbe conseguenza dell'inosservanza degli *standards* valutativi considerati ottimali nella realtà sociale per prevenire l'altrui danno, *standards* che appunto prescrivono il compimento dell'operazione di pianificazione".

B. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, in *Riv. dott. comm.*, p. 468 ss., "Non a caso anche la normativa di vigilanza in materia di valutazione del merito creditizio è divenuta ancor più specifica. L'operazione di concessione del credito si accompagna ad una articolata serie di *standards* di diligenza e istruttori che spesso discendono dalla disciplina di vigilanza in materia di affidamento. Il compito professionale del banchiere concerne, in particolare, la valutazione del merito creditizio dell'impresa richiedente".

⁴⁰ A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, cit., p. 358.

Per M. FRANZONI, *op. ult. cit.*, p. 111, "Queste valutazioni sono correttamente svolte, quando trovino adeguata motivazione tecnica: la vicenda non è concettualmente diversa dalla motivazione alla quale è tenuto il giudice quando impiega l'equità o quando applica una clausola generale per decidere una controversia. Quando il *dictum* sia sorretto da idonea motivazione, l'impiego dell'equità, di una clausola generale o lo stesso giudizio equitativo divengono incensurabili. Questo ragionamento mi sembra proponibile anche per l'attività del revisore, una volta che questi abbia espresso un parere che sia sufficientemente motivato sul piano tecnico riesce difficile ravvisare un inadempimento o un fatto illecito".

Per converso, potrebbe affermarsi che l'utilizzazione di tali *standards* sarebbe idonea ad esimere da responsabilità pur in presenza di una sequenza causale tra condotta e danno.

Sez. II - La responsabilità nei confronti dei terzi

1. La responsabilità aquiliana.- 2. L'ingiustizia del danno.- 3. L'elemento soggettivo.- 4. Il danno risarcibile e l'onere probatorio.- 5. Il nesso eziologico.- 6. Il concorso di colpa degli amministratori, dei sindaci e dei risparmiatori.

1. È opinione diffusa in dottrina e in giurisprudenza che le valutazioni espresse da 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 o di regole tecniche della professione, genera responsabilità da parte dell'operatore¹.

La natura di tale responsabilità è discussa: parte della dottrina la qualifica, infatti, come responsabilità contrattuale; altra come responsabilità extracontrattuale².

¹ V. CARBONE, *La responsabilità degli intermediari*, cit., p. 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 V. ROPPO, *La responsabilità civile, e l'anima*, cit., p. 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 subregimi 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".

² Secondo A. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001, p. 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

La costante evoluzione di dottrina e giurisprudenza in materia ha provocato notevoli punti di contatto tra le diverse tipologie di responsabilità, sia di ordine classificatorio, sia sotto il profilo dei rimedi³.

Il carattere professionale della valutazione svolta dalla società di *rating* fa sì che la stessa, durante l'esercizio della propria attività, si attenga a parametri di perizia e diligenza pertinenti al proprio *status*.

Tali requisiti dovranno, comunque, essere commisurati agli *standards* uniformi previsti dal settore di appartenenza⁴.

Si è visto, infatti, che le agenzie sono chiamate a formulare un giudizio prospettico su dati ed elementi forniti dal soggetto valutato.

Il necessario e reciproco rapporto di fiducia che si instaura durante la fase di attribuzione, nonché nella non meno importante fase del monitoraggio periodico del giudizio, mette i *raters* a conoscenza di una molteplicità di informazioni riservate, con conseguente obbligo al segreto professionale.

Tali notizie riservate, pur non potendo essere divulgate in pubblico, 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.

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”.

³ Per A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, cit., p. 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 G. VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 241 ss.

⁴ L'art. 2, comma 1, lett. b), del regolamento Co.n.so.b. 2 novembre 1999, n. 12175, testualmente recita: “sia prevista, per ciascuna fase in cui si articola la valutazione 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 (il corsivo è nostro)”.

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.s.v., ecc.).

Appare intuitivo come tutte queste notizie, pur non 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*⁵, al termine di un complesso *iter* endoprocedimentale ed avvalendosi della documentazione e delle notizie fornitegli dal committente, 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 bancari⁶, presenta elevati margini di discrezionalità; tali

⁵ V. CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, cit., p. 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".

⁶ Per B. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, cit., p. 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 profittabilità, 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

criteri, in ogni caso, debbono risultare conformi, secondo la normativa secondaria, a procedure predeterminate ed alle prassi internazionali, nonché alle regole deontologiche stabilite dai codici di autoregolamentazione del settore.

Il rispetto degli *standards* prefissati, quindi, potrebbe essere foriero di ulteriori conseguenze:

a) sul piano probatorio ciò comporta che il dolo e la colpa del valutatore dovrebbero essere dimostrati dagli eventuali terzi danneggiati, avvalendosi del ricorso ad una serie di presunzioni *juris tantum*;

b) il rispetto di tali prescrizioni non esonera da responsabilità l'agenzia, qualora la medesima addivenga in modo intempestivo alla revisione del giudizio emanato in precedenza.

Gli ulteriori obblighi che determinano la prestazione del valutatore, infatti, debbono essere enucleati facendo ricorso ai principi generali di correttezza e buona fede, allo scopo di evitare che l'attività del medesimo si sostanzi nel rigoroso rispetto di criteri puramente formali⁷.

Il ricorso alla buona fede con funzione integrativa, inoltre, può contribuire all'ampliamento della tutela apprestata dal contratto, estendendo i propri effetti anche alle posizioni giuridiche dei terzi risparmiatori e creditori, titolari di particolari obblighi di protezione ricompresi all'interno di una nozione estensiva della prestazione⁸.

La natura complessa dell'attività svolta dalla società di *rating*, inoltre, potrebbe astrattamente configurare una fattispecie 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".

⁷ In materia di società di revisione si veda M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 40 ss.

⁸ La distinzione tra i *leistunginteresse* e i *schutzinteresse* è opera di H. STOLL, *Abschied von der lehre von der positiven vertragsverletzung*, in *Arch. cit. pr.*, 1932, p. 288 ss.

Si vedano anche, nella letteratura germanica, le opere di C. W. CANARIS, *Ansprüche wegen <positiven Vertragsverletzung> und <Schutzwirkung für Dritte> bei nichtigen Verträgen*, in *Jz*, 1965, p. 475 ss. e di K. LARENZ, *Lehrbuch des schuldrechts*, Monaco, 1976, p. 93 ss.

Fondamentale importanza rivestono le opere di E. BETTI, *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, p. 91 ss.; L. MENGONI, *Obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1954, p. 185 ss.; F. BENATTI, *Osservazioni in tema di doveri di protezione*, in *Studi in onore di B. Biondi*, IV, Milano, 1964, p. 463 ss.; C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Jus*, 1976, p. 145 ss.; A. DI MAJO, *Obbligazioni in generale*, Bologna, 1985, p. 116 ss.

responsabilità da <contatto>, qualora un danno economico risulti arrecato a terzi con cui non sussista alcun rapporto di affari⁹.

Autorevole dottrina¹⁰ ha, infatti, rilevato che la responsabilità del danneggiante, sul quale incombono peculiari obblighi di diligenza¹¹, non è conseguenza della violazione del dovere generale di *neminem laedere* gravante sul *quisque de populo*; essa deriva, invece, dalla violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti ad un soggetto a causa del ruolo o dello *status* professionale ricoperti.

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:

Secondo M. RONCHI, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2000, p. 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 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".

⁹ C. CASTRONOVO, *Le frontiere nobili della responsabilità civile*, in *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1991, p. 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 si veda G. FERRARINI, *Investment banking, prospetti informativi e culpa in contrahendo*, nota a Trib. Milano, 11 gennaio 1988, in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 601 ss., dal momento che 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".

¹⁰ C. CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, cit., p. 150 ss.

¹¹ Per M. ATELLI, *La revisione contabile obbligatoria come professione specialistica*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1996, p. 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".

Le predette considerazioni risultano, a mio parere, estensibili in via analogica anche per le società di *rating*.

a) che tutte le fattispecie in esame sono caratterizzate da uno specifico <contatto sociale>, se non giuridico, in forza del quale si qualifica l'affidamento del terzo e la cui lesione genera responsabilità¹²;

b) che la dottrina ha da tempo elaborato la categoria del rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione, derivante da contatto sociale, nel quale l'interesse giuridicamente protetto non è quello all'esatta prestazione ma quello a non subire un pregiudizio economico nella propria sfera giuridica.

Si osserva, infine, che la qualificazione della responsabilità come contrattuale dà più effettività alla tutela dell'interesse dei terzi danneggiati, che possono utilizzare le regole di prescrizione, di colpevolezza ed eziologiche caratterizzanti tale tipo di responsabilità, liberandosi da un onere probatorio quasi impossibile.

Altra 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 contrattuale, qualificando, perciò, quelle fattispecie come ricadenti nell'alveo della responsabilità extracontrattuale.

In questa stessa prospettiva^{13 14} si è poi 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 di non recare danno ad altri.

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 figure¹⁵, non va sottovalutato il fatto che la responsabilità dell'agenzia di *rating* assume,

¹² K. LARENZ, *Lehrbuch des schuldrechts*, Monaco, 1987, I, p. 104, nota 11, definisce la fattispecie in oggetto quale "rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione derivante da contatto negoziale". Si veda anche C. CASTRONOVO, *op. ult. cit.*, p. 151.

¹³ C. W. CANARIS, *Norme di protezione. Obblighi del traffico, doveri di protezione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1983, p. 567 ss.

¹⁴ A. DI MAIO, *La responsabilità contrattuale*, *cit.*, p. 25 ss.

¹⁵ Si vedano, a tale riguardo, A. PALMIERI-R. PARDOLESI, nota a Cass., Sezioni Unite, 22 luglio 1999, n. 500, in *Foro it.*, 1999, c. 2487 ss. Per le ipotesi di responsabilità a carico degli intermediari professionali e dell'Autorità di vigilanza per omesso controllo si vedano *ex plurimis*: M. ROBLES, *Erogazione "abusiva" di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovvenuto*, nota a Cass. 9 ottobre 2001, n. 12368, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, p. 274 ss.;

indipendentemente dalla sua collocazione sistematica, caratteristiche di indubbia originalità^{16 17}.

V. SALAFIA, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danno a terzi*, nota a Cass. 18 luglio 2002, n. 10403, in *Le società*, 2002, p. 1519 ss.;

O. SCOTTI, *Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza*, nota a Cass. 3 marzo 2001, n. 3132, in *Giur. comm.*, 2002, p. 12 ss.

¹⁶ Per G. ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Riv. not.*, 1977, I, p. 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”.

¹⁷ D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 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’organizzazione), 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 (il corsivo è nostro)*”.

2. Nella realtà operativa delle nostre Corti la risarcibilità del danno derivante da false e/o inesatte informazioni prescinde dalla qualificazione della situazione giuridica soggettiva pregiudicata dal comportamento del danneggiante¹⁸.

Si ribadisce, comunque, il carattere di norma primaria¹⁹ rivestito dall'art. 2043 c.c.²⁰, in virtù del quale è ingiusto il danno conseguente alla lesione di interessi - anche innominati - cui l'ordinamento giuridico attribuisce specifica rilevanza²¹, considerandoli meritevoli di tutela²².

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 gioco²³, alla stregua della specifica normativa di settore e delle

¹⁸ M. RONCHI, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, cit., p. 598, nota 34, ha illustrato la motivazione contenuta nella sentenza della Cass. 9 giugno 1998, n. 5659:

“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 Costituzione) e <all'integrità del patrimonio>;

3) l'esistenza di tali diritti è stata criticata a ragione dalla dottrina più recente, che ritiene invece doversi 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”.

¹⁹ Si vedano F. D. BUSNELLI-S. PATTI, *Danno e responsabilità*, in *Studi di diritto privato*, Torino, 1997, p. 119 ss.

F. GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contr. e impresa*, 1985, p. 9 ss.

²⁰ A. DI MAJO, *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*, in *Giust. civ.*, 1982, I, p. 1743.

²¹ Cass., Sez. Unite, 22 luglio 1999, n. 500, cit.

²² Per G. ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979, p. 256, si verifica il fenomeno della necessità di “trascorrere dal piano dei diritti al piano degli interessi”.

Per P. G. MONATERI, *La responsabilità civile*, in *Trattato di dir. civ.* diretto da R. Sacco, *Le fonti dell'obbligazione*, Torino, 1998, p. 1, 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”.

²³ C. MIRABILE, *Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false od errate informazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, p. 401 ss.

caratteristiche della fattispecie concreta²⁴; ciò consentirà di stabilire se il risparmiatore risulti titolare di una mera aspettativa, come tale non tutelabile, oppure di una situazione suscettibile di determinare un effettivo affidamento circa la sua conclusione positiva e, quindi, giuridicamente protetta²⁵.

F. D. BUSNELLI, *Dopo la sentenza n. 500. La responsabilità civile oltre <il muro> degli interessi legittimi*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 335 ss.

²⁴ M. SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, *cit.*, p. 228, "In tal senso, l'interesse degli intermediari e del sistema bancario e finanziario si contrappone 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.)".

²⁵ In senso difforme D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 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 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

A tale stregua dovrà ritenersi ingiusto il danno provocato dalla società di *rating* che, violando i doveri di diligenza professionale alla stessa pertinenti, determini la produzione di un danno a terzi risparmiatori e creditori che in buona fede avevano fatto affidamento sull'attendibilità della relativa valutazione, intraprendendo investimenti o concedendo finanziamenti che non avrebbero effettuato - o avrebbero effettuato a diverse condizioni - se avessero realmente conosciuto l'effettiva situazione economico-patrimoniale della società valutata²⁶.

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".

²⁶ Per M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 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".

3. Pur in presenza di <frontiere mobili> di tutela²⁷, pregnanti esigenze di equità²⁸ e di allocazione del rischio economico²⁹ 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 professionali³⁰.

La funzione sostanzialmente <pubblicistica> svolta dalle società di *rating* e la particolare qualificazione professionale delle medesime risultano, in analogia con le attività esercitate dagli istituti di credito e dalle società di revisione³¹, suscettibili di ingenerare un affidamento incolpevole da parte dei risparmiatori e dei terzi creditori.

La responsabilità civile delle agenzie di *rating*, pertanto, viene così ricondotta nell'alveo della responsabilità derivante dalla circolazione di inesatte informazioni economiche (o da affidamento)³², la quale ha

²⁷ A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, cit., p. 88, "l'applicazione di regole contrattuali o extracontrattuali di responsabilità corre lungo un confine mobile. A seconda delle esigenze si assiste allo <straripamento> 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 <straripamento> dell'una (disciplina) verso l'altra".

²⁸ Per D. RUSSO, *Sull'equità dei contratti*, Napoli, 2001, p. 79 ss., il principio di equità pervade tutti i contratti conclusi non negoziabili nel contenuto, ovvero con <contenuto imposto>.

²⁹ Si rinvia in proposito all'opera di F. MODIGLIANI-M. MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *Am. economic rev.*, 1958, p. 261 ss.

³⁰ Per G. SCHIANO DI PEPE, *Insolvenza e gestione del credito bancario*, in *Il dir. fall. e delle soc. comm.*, 2001, p. 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)".

³¹ In ordine alla responsabilità extracontrattuale delle banche per abusiva concessione del credito si rinvia a Cass. 13 gennaio 1993, n. 343, Cass. 9 gennaio 1997, n. 72, Cass. 9 giugno 1998, n. 5659. Sulla responsabilità aquiliana delle società di revisione per danni arrecati a terzi si veda, *ex plurimis*, Cass. 18 luglio 2002, n. 10403.

³² Per F. BONELLI, *Responsabilità della società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1979, p. 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".

M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 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

conosciuto significativi sviluppi nell'evoluzione della giurisprudenza più recente³³.

La revisione ingiustificata e/o erronea di una valutazione, nonché la sua omissione comportano, oltre ad una eventuale abusiva utilizzazione del proprio diritto³⁴, anche una responsabilità da parte dell'agenzia nei confronti di una generalità indifferenziata di risparmiatori, non legati alla stessa da alcun vincolo contrattuale.

Il relativo pregiudizio economico arrecato deve essere risarcibile, in mancanza di una specifica disciplina di settore, in base ai criteri generali stabiliti dall'art. 2043 c.c.³⁵.

dare efficiente risposta ad esigenze di giustizia sostanziale volte, in presenza di una perdita 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". Cfr. F. D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 1991, p. 554 ss.

³³ Si vedano la storica sentenza della Cass. Sez. Un., 22 luglio 1999, n. 500, *cit.*, e, in materia di responsabilità della Co.n.so.b. per diffusione di informazioni inesatte derivanti da omessa vigilanza, Cass. 3 marzo 2001, n. 3132, *cit.*

³⁴ F. DI CIOMMO, *Recesso dal contratto di apertura di credito e abuso del diritto*, in *I contratti*, 2000, p. 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 aquiliano renda necessario, quando vi siano disposizioni precise applicabili, il ricorso a formule generali capaci di sopperire 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 relazionalità -, 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, all'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".

³⁵ Per P. G. MONATERI, *La responsabilità civile*, *cit.*, p. 573, esiste "un intero settore della responsabilità civile (...) destinato a proteggere *gli interessi meramente economici* (...) in cui in

La conseguente responsabilità deriva, infatti, dal peculiare *status* professionale di cui è investita la società di *rating*, nonché dalla particolare natura delle informazioni dalla medesima fornite³⁶.

Lo specifico riferimento alla responsabilità da circolazione di false informazioni fornisce anche utili criteri per la selezione dei danni risarcibili, atti ad evitare che l'esigenza di tutela dell'affidamento incolpevole degli investitori si risolva in una diffusione incontrollata delle relative pretese.

Divengono a tal fine centrali i problemi relativi al nesso di causalità, alla individuazione del danno risarcibile e al concorso del danneggiato nella produzione del danno.

Per ciò che concerne l'elemento intenzionale, si ritiene di aderire alle conclusioni cui è pervenuta l'elaborazione giurisprudenziale in materia di concessione abusiva del credito da parte degli istituti bancari³⁷.

assenza di un danno fisico ad un bene della vittima, questa è tuttavia incorsa in un peggioramento economico della propria posizione”.

³⁶ Si veda D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 90 ss., “D’altro canto, il diritto soggettivo presuppone un bene giuridico 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’inadempimento 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* (il corsivo è nostro). 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”.

³⁷ N. MARZONA, *Lo status (professionalità e responsabilità) dell’impresa bancaria in una recente sentenza della Cassazione*, nota a Cass. 13 gennaio 1993, n. 343, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, II, p. 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

L'erogazione del credito a soggetti non meritevoli, oltre ad aggravare il dissesto economico dei sovvenuti 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, creando i presupposti per una situazione di insolvenza a catena.

Non esistendo una norma specifica che sanzioni il comportamento della banca sul piano della responsabilità civile, tale obiettivo può essere raggiunto applicando sia i doveri di correttezza che disciplinano l'adempimento delle obbligazioni (articoli 1175, 1374, 1375 c.c.), sia i doveri di solidarietà sociale di cui all'art. 2 della Costituzione.

La banca risulterà responsabile quando, venendo meno alle necessarie cautele che presidono lo svolgimento della propria attività ed alla diligenza professionale pertinente il proprio *status*, conceda credito a soggetti non meritevoli.

Tale situazione, oltre a risultare in contrasto con i doveri del *bonus argentarius*, - ispirati ai principi di sana e prudente gestione³⁸ - risulta lesiva dell'affidamento ingenerato nei confronti dei terzi creditori, i quali 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 *standards* professionali elevati³⁹, a riporre una

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".

³⁸ B. INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, cit., p. 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".

³⁹ A. PERRONE, *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, nota a Cass. 3 marzo 2001, n. 3132, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, p. 19 ss. In massima si legge che "Nella sua qualità di organo informativo preposto ad assicurare l'effettività di minimi *standards* 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

fiducia incolpevole nella valutazione qualificata⁴⁰, 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, risultano in grado di influenzare gli equilibri del mercato, deve essere effettuata in base ai criteri stabiliti dall'art. 1176, comma 2, c.c. e dalla specifica disciplina normativa e regolamentare di settore.

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 richiesta 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*⁴¹.

Tale parametro di valutazione sul comportamento delle agenzie⁴², pur rivestendo i necessari caratteri della generalità ed elasticità, non deve essere inteso nel senso di esonerare i terzi investitori e/o creditori dall'onere di effettuare con la necessaria diligenza le indagini che debbono ritenersi pertinenti alla natura dell'investimento oppure ai criteri di erogazione del credito.

In ogni caso la società di *rating* è chiamata a rispondere in via diretta, per le considerazioni sopra esposte, anche dell'illecito commesso dai

richiesto livello di veridica informazione. In mancanza, è civilmente responsabile nei confronti degli investitori che da tale omessa vigilanza abbiano patito un danno patrimoniale”.

⁴⁰ M. ROBLES, *Erogazione “abusiva” di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovenuto*, cit., p. 278, traccia una sorta di parallelismo tra tale forma di responsabilità e il *tort of detrimental reliance*, fattispecie tipica degli ordinamenti di *Common Law*.

⁴¹ Articolo 2.3.1. del regolamento citato.

⁴² In materia di responsabilità dell'impresa bancaria si veda M. SERRA, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, cit., p. 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, esaustivamente descritto in termini di <oggetto 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 *abitualità* 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, secondo comma, c.c., con il superamento della soglia della malafede per l'affermazione della responsabilità”.

propri dipendenti nell'esercizio delle rispettive funzioni, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2049 c.c.⁴³.

L'ambito risarcitorio non costituisce, comunque, rimedio esaustivo per la tutela degli equilibri presenti sul mercato finanziario.

Recenti studi di *law & economics*⁴⁴ hanno dimostrato che 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 affermazioni hanno trovato, purtroppo, puntuale conferma nei recenti accadimenti di cronaca finanziaria⁴⁵.

⁴³ Nello stesso senso, in materia di società di revisione, si veda D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 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".

M. BUSSOLETTI, *La società di revisione, cit.*, p. 320 ss.

⁴⁴ R. J. GILSON-R. KRAAKMAN, *The mechanism of market efficiency*, in *Va. Law Rev.*, 1984, p. 597 ss.;

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

⁴⁵ 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.

4. L'illecito commesso dalla società di *rating*, oltre ad essere causativo di un danno patrimoniale nei confronti dei terzi investitori (sotto forma di perdita, diminuzione e/o insufficiente rendimento del capitale investito) e creditori (consistente nella perdita e/o deterioramento delle garanzie conseguenti al peggioramento del merito creditizio dell'emittente), è suscettivo di arrecare ai medesimi soggetti un ulteriore pregiudizio, connesso alla perdita di occasioni più favorevoli dal punto di vista economico⁴⁶.

I risparmiatori, infatti, avrebbero potuto dirottare i propri investimenti verso forme di impiego maggiormente remunerative, mentre i creditori del patrimonio separato avrebbero potuto finanziare altre o analoghe

⁴⁶ Per le società di revisione si veda M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 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 scaturente 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 si veda B. INZITARI, *op. ult. cit.*, p. 500 ss., "La responsabilità della banca che finanzia l'imprenditore immeritevole e cagiona con questo danni 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 immeritamento credito (...). Per i creditori sociali il pregiudizio consiste nel verificarsi della insufficienza della garanzia patrimoniale e, cioè, nella incapacità 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".

iniziative, caratterizzate da maggiore consistenza dei relativi flussi di cassa.

Risulta, in ogni caso, piuttosto arduo quantificare con la dovuta precisione le singole voci di danno, in modo da provvedere al ripristino dello *status quo ante*⁴⁷.

Le conseguenze patrimoniali derivanti dalla perdita di *chance*, infatti, debbono essere analizzate sotto un profilo probabilistico, allo scopo di ricomprendere alcune conseguenze pregiudizievoli che si presentano connesse, secondo l'*id quod plerumque accidit*, con lo specifico fatto dannoso.

L'applicazione concreta di tale criterio, inoltre, potrebbe ampliare l'ambito del danno risarcibile cagionato da atto doloso, allo scopo di includervi anche i danni indiretti ed imprevedibili⁴⁸.

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 patrimoniali⁴⁹.

In virtù di tale criterio la suddetta determinazione dovrebbe essere parametrata alla natura dell'investitore e/o del creditore, effettuando le necessarie distinzioni fra lo *status* di investitore professionale, di imprenditore o di semplice risparmiatore, nonché alle rispettive scelte effettuate ordinariamente in materia di investimenti.

⁴⁷ D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 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 *chances* 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 *chances* di comportamento (*lucro cessante*)".

⁴⁸ Per M. GAMBARO, *Ancora in tema di falsa luce agli occhi del pubblico*, in *Quadrimestre*, 1988, p. 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 lesa 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".

⁴⁹ M. FRANZONI, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario Scialoja-Branca*, sub art. 2043, Bologna-Roma, 1993, p. 105 ss.

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

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.

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

Per ciò che concerne il regime probatorio, infine, lo stesso risulta attenuato rispetto al regime <ordinario> della responsabilità civile⁵⁰.

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 l'omissione od il ritardo nella revisione dei giudizi si fondano sopra un sistema di presunzioni *juris tantum*, qualora le stesse risultino intervenute successivamente oppure in prossimità del *default* da parte dell'emittente.

La società di *rating*, quindi, sarà tenuta a provare che le false informazioni fornite dall'emittente non erano riconoscibili 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, oltre alla non rilevabilità, mediante l'uso

⁵⁰ In tema di responsabilità da prospetto A. GIACOMANTONIO, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Diritto ed econ. ass.*, 2001, p. 1112 ss., "in considerazione della clausola generale rappresentata dall'art. 94, comma 2, del 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)".

della diligenza professionale, delle false informazioni reperite dallo stesso committente o da terzi.

In quest'ultima ipotesi, secondo parte della dottrina⁵¹ sviluppatasi in tema di società di revisione, "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 (oltreché 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 quesito non può, a mio avviso, essere univoca.

L'esistenza di un positivo giudizio sul bilancio può certamente assumere rilievo di indizio della non rilevabilità 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 cod. civ., 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

⁵¹ Testualmente M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 91 ss.

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”.

5. La verifica sull'esistenza del nesso di causalità tra il danno subito dai terzi investitori e creditori ed il comportamento tenuto dalla società di *rating* pone problemi soggettivamente complessi⁵².

Ciò significa che la sussistenza del criterio della causalità efficiente tra l'informazione proveniente dall'unico soggetto legittimato a fornirla - obbligato a fornirla esatta - da un lato, e il danno che lamenta l'utente dell'informazione inesatta, dall'altro, è già previsto dalla legge indipendentemente dall'affidamento che in concreto l'utente ha riposto, o era legittimato a riporre, sulla veridicità dell'informazione.

L'applicazione del principio della causalità efficiente⁵³, quindi, comporta che l'inesatta informazione proveniente dal *rater* rappresenterebbe sempre la *condicio sine qua non* dei danni provocati agli utenti.

Non è utile, ove anche fosse ipotizzabile, 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.

⁵² Per spunti in questo senso in relazione ad un tema che presenta problemi analoghi si veda B. INZITARI, *op. ult. cit.*, p. 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 termine 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".

⁵³ Per l'applicazione del principio della causalità efficiente in tema di responsabilità extracontrattuale delle società di revisione si veda M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 98 ss.

Risulta sempre possibile, invece, la dimostrazione che l'informazione inesatta non poteva essere utilizzata in concreto dal danneggiato per modellare il proprio comportamento⁵⁴.

La regola sopra enunciata, utilizzata in un'accezione eziologica, conduce ad un indiscriminato ampliamento della sfera di responsabilità, dal momento che tutti gli antecedenti logici che hanno concorso alla formazione di un determinato evento dannoso sarebbero condizioni necessarie dell'evento medesimo.

Da ciò consegue l'esigenza di apportare alcuni temperamenti ai criteri sopra enunciati, al fine di dimostrare che il comportamento del *rater* abbia costituito causa esclusiva ed assorbente nella produzione del danno, mentre tutti gli altri fattori degradano al rango di mere occasioni, non legate eziologicamente al risultato finale.

In via di principio, comunque, il nesso non sarebbe interrotto neanche 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 fatto idoneo ad interrompere il nesso causale⁵⁵.

Anche questa ipotesi ricostruttiva presenta alcuni limiti operativi: essa 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, esso 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'agente⁵⁶.

Ciò sembra confermare 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

⁵⁴ D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 154 ss.

⁵⁵ D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 152 ss.

⁵⁶ M. V. COZZI, *op. ult. cit.*, p. 62 ss.

le conseguenze pregiudizievoli per il danneggiato e la condotta del danneggiante, ritengono che il giudizio sulla causalità implichi necessariamente una valutazione in concreto del fatto dannoso alla stregua degli *standards* più adeguati al contesto storico-sociale in cui il soggetto ha subito il danno⁵⁷.

Solo se si raggiunge la prova che il soggetto non ha 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.

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> 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.

Occorre contemperare le esigenze del singolo investitore che, in presenza di un soggetto qualificato ed istituzionalmente preposto ad un'attività di controllo, non è tenuto ad intraprendere onerose indagini, unitamente alla 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 frode⁵⁸.

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 omesso di modificare precedenti giudizi non attenendosi, nello svolgimento della propria attività, al rispetto degli *standards* valutativi esistenti all'interno del proprio specifico settore di riferimento⁵⁹.

In tal caso non rileva la circostanza che il risparmiatore avrebbe comunque effettuato l'operazione, oppure che lo stesso - insensibile a

⁵⁷ Per A. VIOLANTE, *Responsabilità oggettiva e causalità flessibile*, cit., p. 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".

⁵⁸ A. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, cit., p. 366.

⁵⁹ Per A. VIOLANTE, *op. ult. cit.*, p. 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".

qualsiasi tipologia di informazione - si sarebbe effettivamente determinato all'investimento per altre ragioni.

A tal fine, infatti, il danneggiato può servirsi di un sistema di presunzioni *juris tantum* e, precisamente:

- la presunzione della qualità di utente da parte del soggetto il cui comportamento si è astrattamente modellato sull'informazione ricevuta;
- la presunzione di sussistenza del nesso causale tra l'informazione inesatta ed il danno provocato all'utente.

6. Rimane da analizzare se, nell'ambito della responsabilità extracontrattuale, possa trovare spazio l'ipotesi di concorso tra l'illecito compiuto dagli amministratori e quello posto in essere dalla società di *rating*, escluso con riferimento alla responsabilità contrattuale.

Occorre premettere, tuttavia, che dottrina e giurisprudenza prevalenti hanno ritenuto sussumibile, in tema di società di revisione, l'art. 164, comma 2, T.U.F. all'interno del diritto comune, ovvero nell'alveo della generale disciplina del *neminem laedere*⁶⁰.

Da ciò consegue che la società di revisione è 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 ai sensi dell'art. 2049 c.c. .

Tali danni possono essere cagionati anche 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 possono scaturire da un comportamento meramente omissivo.

L'art. 164 T.U.F., invece, non estende il proprio ambito di applicazione alle ipotesi previste nell'art. 2407, comma 2, c.c., dal momento che la società di revisione e gli amministratori 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"⁶¹.

Le predette considerazioni acquistano fondamentale rilevanza anche in relazione 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.

In primo luogo deve essere analiticamente preso in considerazione il particolare *status* soggettivo rivestito dal terzo investitore e/o creditore.

⁶⁰ A. ADDANTE, *Responsabilità civile delle società di revisione e solidarietà*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 543, "L'esame del comma 2 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 TUIF nell'alveo della disciplina generale del *neminem laedere*, ai sensi dell'art. 2043 c.c."

⁶¹ Testualmente M. NUZZO, *op. ult. cit.*, p. 1509.

Quest'ultimo, qualora risulti munito dei necessari requisiti di professionalità, non potrebbe affermare di aver orientato le proprie scelte finanziarie e/o creditizie esclusivamente e/o prevalentemente in funzione del giudizio emesso dai *raters*.

Gli stessi 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 fraudolenti⁶².

La qualifica di investitore istituzionale, infatti, pone il soggetto in esame sopra 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 che presentano elevati margini di rischio.

In secondo luogo, inoltre, deve essere posto in adeguato rilievo il fatto che gli organi della società valutata e la società di *rating* 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, appare più idoneo, stante la diversità strutturale dell'illecito in esame rispetto a quello previsto dall'art. 2055 c.c.⁶³.

⁶² F. VELLA, *I controlli interni e la revisione contabile nella riforma delle società non quotate*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2001, p. 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* (il corsivo è nostro), 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.

⁶³ Secondo Cass. 18 luglio 2002, n. 10403, in *Foro it.*, 2003, c. 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".

Si veda anche Cass. 4 giugno 2001, n. 7507, in *Foro it.*, Rep. 2001, voce *Responsabilità civile*, n. 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.

L'erronea, omessa, ritardata e/o insufficiente 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 l'illecito commesso dagli amministratori e sindaci della società valutata riverbera i propri effetti in altre direzioni, arrecando un danno distinto ed ulteriore.

Altra parte della dottrina, invece, attribuisce importanza preponderante al nesso di causalità tra la condotta del valutatore 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 propri obblighi, al di fuori di ogni concorso nell'illecito degli obblighi immanenti agli amministratori e sindaci, comporta rilevanti conseguenze anche sul piano pratico.

Da essa deriva infatti:

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

b) che deve ritenersi non configurabile una responsabilità solidale tra l'*advisor* e gli amministratori e sindaci della società committente, mancando il concorso di cause che costituisce presupposto per l'applicazione dell'art. 2055 c.c.⁶⁴.

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".

⁶⁴ A. FABRIZIO-SALVATORE, *Responsabilità extracontrattuale di società di revisione per danni a terzo causati da negligente certificazione*, nota a Cass. 18 luglio 2002, n. 10403, *cit.*, in *Foro it.*, 2003, c. 2147 ss.

Altra parte della dottrina, invece, propende, pur con alcune limitazioni, per l'applicabilità del regime di responsabilità solidale⁶⁵.

L'agenzia di *rating*, secondo tale impostazione, qualora risulti chiamata in causa dagli investitori per un'inesatta e/o erronea valutazione, potrebbe esercitare l'azione di regresso nei confronti del committente e degli altri partecipanti all'operazione di *securitization*, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2055, comma 2, c.c.⁶⁶.

Le medesime considerazioni possono essere riproposte, *mutatis mutandis*, qualora concorrano, unitamente all'*advisor*, terzi investitori e/o creditori nella causazione dell'illecito.

⁶⁵ B. QUATRARO, *La responsabilità civile della società di revisione e la responsabilità penale del revisore contabile*, in *Controllo legale dei conti*, 1997, p. 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.

⁶⁶ D. CASADEI, *op. ult. cit.*, p. 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 qual 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* (il corsivo è nostro)".

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia: i vantaggi per le banche e per il mercato finanziario, le tecniche e gli strumenti giuridici da adottare*, Roma, 1995.
- AA.VV., *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, a cura di S. Pivato, Milano, 1995.
- AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995.
- AA.VV., *Practical introduction to securitization*, Euromoney publications, 1996.
- AA.VV., *Analisi di bilancio, rating e simulazioni*, Milano, 1997.
- AA.VV., *Studi in materia bancaria e finanziaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, Roma, 1997, n. 47.
- AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: caratteristiche tecniche, aspetti legali e fiscali e vantaggi per le banche e per le imprese*, Roma, 1999.
- AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Padoleski, Milano, 1999.
- AA.VV., *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, p. 997 ss.
- AA.VV., *Aspetti metodologici dell'implementazione di un sistema di internal rating*, a cura dell'A.B.I., Roma, 2000.
- AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, a cura della Banca d'Italia, Roma, 2000.
- AA.VV., *Cartolarizzazione: aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, Torino, 2002.
- AA.VV., *Banca e finanza immobiliare. Valorizzazione dei patrimoni e innovazione finanziaria: spin-off, fondi e cartolarizzazione*, a cura di F. Cesarini, Roma, 2003.
- AA.VV., *Il rischio immobiliare: una soluzione di rating dell'investimento immobiliare*, a cura di C. Cacciamani, Milano, 2003.
- ADDANTE A., *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 353 ss.
- ADDANTE A., *Responsabilità civile delle società di revisione e solidarietà*, in *Danno e resp.*, 2003, p. 540 ss.

ADDIS F., *Fonti legali della proprietà privata e decentramento normativo*, in *Riv. dir. civ.*, II, 1994, p. 18 ss.

ALBISETTI R., *Finanza strutturata*, Milano, 2000.

ALDERIGHI S., *Vecchie e nuove in materia di cartolarizzazione di crediti futuri*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 973 ss.

ALPA G., *Il danno da informazione economica*, in *Riv. not.*, 1977, I, p. 1103 ss.

ALPA G., *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979.

ALPA G.-LECCESE R., voce *Responsabilità d'impresa*, in *Dig. civ.*, XVII, Torino, 1998, p. 274 ss.

ANDREOLI E., *Lo smobilizzo di un portafoglio di crediti presenti e futuri quale mezzo di autofinanziamento delle imprese italiane sul mercato dei capitali (prime note in merito all'operazione di <securitisation>)*, in *Quadrimestre*, 1993, p. 47 ss.

ANOLLI M., *La securitization: considerazioni per lo sviluppo di un mercato secondario di asset backed securities*, in *Banca notizie*, 1/2000, p. 1 ss.

ARTALE G.-A. PAMPANA-C. RAJOLA, *Guida alla securitization: i vantaggi, gli strumenti e gli adempimenti della nuova legge*, Roma, 2000.

ATELLI M., *La revisione contabile obbligatoria come professione specialistica*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1996, p. 98 ss.

BARMAT J., *Securitization an Overview*, in *The handbook of asset-backed securities*, New York institute of finance, 1990.

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, “*Credit risk modeling: current practices and applications*”, 1999.

BENATTI F., *Osservazioni in tema di doveri di protezione*, in *Studi in onore di B. Biondi*, IV, Milano, 1964, p. 463 ss.

BESSONE M., *Cartolarizzazione dei crediti. <Soggetti>, disciplina delle attività, garanzie di pubblica vigilanza*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, p. 9 ss.

BETTI E., *Teoria generale delle obbligazioni*, I, Milano, 1953, p. 91 ss.

BIANCA C.M., *Inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario del Codice Civile a cura di A. Scialoja e G. Branca*, Bologna-Roma, 1979.

- BIANCA C.M.**, *Diritto civile, V, La responsabilità*, Milano, 1994.
- BLACK B.S.**, *The legal and institutional preconditions for strong securities markets*, in *UCLA. Law Rev.*, 2001, p. 786 ss.
- BOCHICCHIO F.**, *La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare*, in *Dir. fall.*, 2000, p. 989 ss.
- BONELLI F.**, *Responsabilità della società di revisione nella certificazione obbligatoria e volontaria dei bilanci*, in *Riv. soc.*, 1979, p. 983 ss.
- BONTEMPI P.- SCAGLIARINI G.**, *La securitization*, Milano, 1999.
- BUFACCHI I.**, *L'enigma dei bond senza rating*, in *Il Sole 24 Ore* dell'11 aprile 2002.
- BUFACCHI I.**, *Un anno nero per i rating europei*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 marzo 2003.
- BUSNELLI F.D.**, *Itinerari europei nella "terra di nessuno tra contratto e fatto illecito": la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contratto e impresa*, 1991, p. 554 ss.
- BUSNELLI F.D.-PATTI S.**, *Danno e responsabilità*, in *Studi di diritto privato*, Torino, 1997.
- BUSNELLI F.D.**, *Dopo la sentenza n. 500. La responsabilità civile oltre <il muro> degli interessi legittimi*, in *Riv. dir. civ.*, 2000, II, p. 335 ss.
- BUSSOLETTI M.**, *La società di revisione*, Milano, 1985.
- CAFAGGI C.**, *La responsabilità del professionista*, in *Dig. disc. priv.*, XVII, Torino, 1998, p. 12 ss.
- CALLEGARO F.**, *La cartolarizzazione dei crediti: le società, i contratti, la vigilanza*, Milano, 2003.
- CALLEGARO F.**, *Securitization, tasse solo sui redditi residui*, in *Il Sole 24Ore* del 16 gennaio 2003.
- CANARIS C.W.**, *Anspruche wegen <positiven Vertragsverletzung> und <Schutzwirkung fur Dritte> bei nichtigen Vertragen*, in *Jz*, 1965, p. 475 ss.
- CANARIS C.W.**, *Norme di protezione. Obblighi del traffico, doveri di protezione*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1983, p. 567 ss.
- CANNATA F.**, *La componente quantitativa dei rating delle agenzie: alcune evidenze empiriche*, Roma, 2002.
- CANTINO V.**, *Valore d'impresa e merito creditizio - Il rating*, Milano, 2002.

CANTOR R.-PACKER F., *The credit rating industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Summer Fall, 1994, p. 11 ss.

CAPOLINO O., *Responsabilità delle banche nell'insolvenza dell'impresa: revoca degli affidamenti e ricorso abusivo al credito*, in AA.VV., *Studi in materia bancaria e finanziaria*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale*, 1997, n. 47, p. 66 ss.

CAPUTO NASSETTI F., *I contratti derivati di credito*, Milano, 1998.

CAPUTO NASSETTI F.-FABBRI A., *Trattato sui contratti derivati di credito*, Milano, 2000.

CARBONE V., *La compensatio lucri cum danno tra ambito del danno risarcibile e rapporto di causalità*, in *Danno e resp.*, 1996, p. 435 ss.

CARBONE V., *Il pregiudizio all'immagine ed alla credibilità di una s.p.a. costituisce danno non patrimoniale e non danno morale*, in *Danno e resp.*, 2000, p. 491 ss.

CARBONE V., *La responsabilità degli intermediari*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 109 ss.

CARFIZZI S., *La securitization: un approccio operativo*, in *Rass. econ.*, 1993, p. 686 ss.

CAROSIO G., in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, a cura della Banca d'Italia, Roma, 2000, p. 10 ss.

CAROTA L., *Della cartolarizzazione dei crediti*, Padova, 2002.

CAROTA L., *Le operazioni di cartolarizzazione relative agli immobili pubblici*, in *Contratto e impresa*, 2003, p. 784 ss.

CASADEI D., *La responsabilità delle società di revisione*, Milano, 2000.

CASSESE S., *La crisi dello Stato*, Bari, 2002.

CASTRONOVO C., *Obblighi di protezione*, in *Jus*, 1976, p. 145 ss.

CASTRONOVO C., *Le frontiere nobili della responsabilità civile*, in *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1991, p. 55 ss.

CAVANNA M., *A proposito della responsabilità della banca: osservazioni sul tema*, in *Giur. it.*, 2002, p. 101 ss.

CECCATELLI A., *Presentazione*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia: i vantaggi per le banche e per il mercato finanziario, le tecniche e gli strumenti giuridici da adottare*, Roma, 1995, p. 7 ss.

CELIO C., *Più liquidità sui titoli Abs*, in *Il Sole 24Ore* del 25 marzo 2003.

- CERCONE R.**, *Cessione di rapporti giuridici a banche*, in *La nuova legge bancaria*, Commentario a cura di P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi, Milano, 1996, p. 971 ss.
- CHIARLO M.**, *Un particolare aspetto della nuova finanza: la cartolarizzazione dei rischi assicurativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2001, p. 105 ss.
- CHINÉ, G.**, *Il collegamento contrattuale tra tipicità ed atipicità*, in *Giust. civ.*, 1996, I, p. 1096 ss.
- CLARICH M.**, *La responsabilità della Consob nell'esercizio della funzione di vigilanza: due passi oltre la sentenza della Cassazione n. 500/99*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 227 ss.
- CLARIZIA R.**, *La causa di finanziamento*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1982, p. 614 ss.
- COLAGRANDE F.-FIORE L.F.-GRIMALDI M.-PRANDINA D.**, *Le operazioni di securitization*, Milano, 1999.
- COLOMBO C.**, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999.
- CONTINO E.**, *Contratti misti, contratti collegati e meritevolezza degli interessi*, in *Giust. civ.*, 2001, I, p. 1897 ss.
- CORBO N.**, *Autonomia privata e causa di finanziamento*, Milano, 1990.
- COZZI M.V.**, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Napoli, 2001.
- DAMILANO M.**, *La securitisation dei crediti*, Torino, 2000.
- D'AURIA C.-MARANGONI M.**, *Le proposte di Basilea su asset securitization: differenze con la normativa italiana e riflessi per la supervisione*, in *Bancaria*, 9/2001, p. 68 ss.
- DEACON J.**, *Securitisation: principles, markets and terms*, Hong Kong, 1998.
- DE LISA R.**, *I sistemi interni di credit rating*, Milano, 2002.
- DE NOVA G.-LEO C.**, *La securitization in Italia*, in *Contratti*, 1999, p. 712 ss.
- DEZZANI F.**, *Il rating*, in *Impresa c.i.*, 1997, p. 223 ss.
- DEZZANI F.**, *Securitization: il bilancio della "società veicolo"*, in *Consulente dell'impresa commerciale industriale*, 2002, p. 949 ss.
- DI CIOMMO F.**, *I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, (a cura di) R. Pardolesi, Milano, 1999, p. 74 ss.

DI CIOMMO F., *Recesso dal contratto di apertura di credito e abuso del diritto*, in *I contratti*, 2000, p. 1121 ss.

DI MAJO A., *Ingiustizia del danno e diritti non nominati*, in *Giust. civ.*, 1982, I, p. 1743. ss.

DI MAJO A., *Obbligazioni in generale*, Bologna, 1985, p. 116 ss.

DI MAJO A., *La responsabilità contrattuale*, Torino, 1997.

DI MAJO A., *La tutela civile dei diritti*, Milano, 2001.

DI NANNI C., *Collegamento negoziale e funzione complessa*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, p. 279 ss.

DI NEPI A., *Problemi fiscali e di bilancio*, in AA.VV. *La cartolarizzazione dei crediti in Italia*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999, p. 177 ss.

ESMANECH A., in **MONTI E.-ESMANECH A.-TAMAGNINI A.**, *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996, p. 13 ss.

FABBRIO A., *Le synthetic securitization: struttura, caratteristiche economiche e logiche di valutazione*, in *Bancaria*, 1/2001 p. 54 ss.

FABBRIO A., *Le synthetic securitization: un confronto con le operazioni classiche*, in *Bancaria*, 3/2001 p. 53 ss.

FABRIZIO-SALVATORE A., *Responsabilità extracontrattuale di società di revisione per danni a terzo causati da negligente certificazione*, in *Foro it.*, 2003, c. 2147 ss.

FAUCEGLIA G., *La cartolarizzazione dei crediti: commento alla legge n. 130 del 1999*, Torino, 2002.

FERRARINI G., *Investment banking, prospetti informativi e culpa in contrahendo*, in *Giur. comm.*, 1988, II, p. 601 ss.

FERRO-LUZZI P., *La cartolarizzazione: riflessioni e spunti ricostruttivi*, in *Bancaria*, 1/2001, p. 24 ss.

FOGLIA A.-LAVIOLA S., in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, a cura della Banca d'Italia, Roma, 2000, p. 133 ss.

FORTINO M., *La responsabilità del professionista*, Milano, 1984.

FRANKEL E., *Securitization of loans, asset-backed securities and structured financing*, Irving publishing, 1997, p. 215 ss.

- FRANZONI M.**, *Dei fatti illeciti*, in *Commentario Scialoja-Branca*, sub art. 2043, Bologna-Roma, 1993.
- FRANZONI M.**, *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e responsabilità*, 2002, p. 111 ss.
- FRIGNANI A.**, *Contributo ad una ricerca sui profili dogmatici del Franchising (con particolare riferimento all'Italia)*, in *Factoring, Leasing, Franchising, Venture Capital, Concorrenza*, Torino, 1987.
- FRIGNANI A.**, *La securitization come strumento di smobilizzo dei crediti di massa*, in *Foro it.*, 1995, V, c. 295 ss.
- FRIGNANI A.**, *Trust e cartolarizzazione*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 21.
- GABRIELE P.**, *La cartolarizzazione dei crediti: tipizzazione normativa e spunti analitici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 516 ss.
- GALGANO F.**, *La società per azioni*, in *Tratt. dir. comm. dir. pubbl. econ.*, VII, Padova, 1984, p. 25 ss.
- GALGANO F.**, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contatto e impresa*, 1985, p. 9 ss.
- GALGANO F.**, *Lex mercatoria*, Bologna, 1993, p. 219 ss.
- GALIANI S.-POLIMENI F.-PROIETTI M.**, *Credit derivatives e cartolarizzazione: le diverse tipologie, le tecniche e i modelli, i metodi di valutazione, l'analisi dei rischi*, Milano, 2003.
- GALLETTI D.-GUERRIERI G.**, *La cartolarizzazione dei crediti*, Bologna, 2002.
- GALLETTI D.**, *Sub art. 2*, in *Legge 30 aprile 1999, n. 130. Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, 2000, p. 1028 ss.
- GAMBARO M.**, *Ancora in tema di falsa luce agli occhi del pubblico*, in *Quadrimestre*, 1988, p. 348 ss.
- GAMBARO M.**, *La titolarizzazione dei crediti: come realizzare un'operazione in Italia*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995, p. 28 ss.
- GASPERONI N.**, *Collegamento e connessione tra negozi*, in *Riv. dir. comm.*, 1955, I, p. 357 ss.

- GENTILE G.**, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2000, II, p. 763 ss.
- GIACOMANTONIO A.**, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Diritto ed econ. ass.*, 2001, p. 1112 ss.
- GILSON R.J.-KRAAKMAN R.**, *The mechanism of market efficiency*, in *Va. Law Rev.*, 1984, p. 597 ss.
- GIORGIANNI M.**, *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. sc. giur.*, 1937, p. 275 ss.
- GIRINO E.**, *Asset backed securities, quando i crediti cartolari si quotano in borsa*, in *Amministrazione e finanza*, 11/2000, p. 46 ss.
- GORLA G.**, *Sulla cosiddetta causalità giuridica: <fatto dannoso e conseguenze>*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, p. 405 ss.
- GRANIERI M.**, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in *Riv. dir. impr.*, 2001, p. 11 ss.
- GRANIERI M.-RENDA A.**, *Introduzione. La securitization tra diritto ed economia, tra normativa nazionale e modelli stranieri*, in *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999, p. 6 ss.
- GRANIERI M.**, *La disciplina della cartolarizzazione dei crediti. Appunti di analisi economica e comparata*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 11 ss.
- GROSSI C.**, *La cartolarizzazione dei crediti futuri*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 256 ss.
- GUERRIERI G.**, *Commento all'art. 1*, in *Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*, a cura di A. Maffei Alberti, 2000, p. 1007 ss.
- IMPERATORI G.**, *Ripensare al rating per <Basilea 2>*, in *Il Sole 24 Ore* del 12 marzo 2003.
- INZITARI B.**, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, in *Riv. dott. comm.*, p. 460 ss.
- KAPLAN R.-URWITZ G.**, *Statistical model of bonds rating: a methodological inquiry*, in *Journal of business*, n. 2, 1979.
- KRAAKMAN R.**, *Gatekeepers: the anatomy of a third party enforcement strategy*, in *J.L. Econ. & Org.*, 1986, p. 53 ss.

- KRAVITT J.H.P.**, *Securitisation of financial assets*, New York, 2001.
- LARENZ K.**, *Lehrbuch des schuldrechts*, Monaco, 1987.
- LA TORRE M.**, *L'asset-backed securitisation*, in *Banche e banchieri*, 1998, p. 75 ss.
- LAZZARI A.**, *Perdita di chance in giudizio: la responsabilità del sindacato per omesso appello da parte del lavoratore*, in *Danno e resp.*, 1999, p. 1125 ss.
- LONGO M.**, *Italia, sale la voglia di rating*, in *Il Sole 24 Ore* del 26 gennaio 2002.
- LONGO M.**, *Società italiane verso il rating*, in *Il Sole 24 Ore* dell'11 marzo 2003.
- LONGO M.**, *Wind cartolarizza le bollette*, in *Il Sole 24 Ore* del 16 aprile 2003.
- LONGO M.**, *Passera, <stop ai senza rating>*, in *Il Sole 24 Ore* del 17 luglio 2003.
- LUPI R.**, *Profili fiscali delle operazioni di cartolarizzazione*, in *Rass. trib.*, 2000, p. 386 ss.
- LUPOI M.**, *Sistemi giuridici comparati*, Genova, 2000, p. 46 ss.
- MACARIO F.**, *Aspetti civilistici della cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. priv.*, 2002, I, p. 23 ss.
- MAIMERI F.**, *Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1999, I, p. 239 ss.
- MALATESTA A.**, *La legge sulla cartolarizzazione e la cessione di crediti <esteri>*, in *Banca e borsa*, 2002, I, p. 101 ss.
- MANES P.**, *La segregazione patrimoniale nelle operazioni finanziarie*, in *Contratto e impresa*, 2001, p. 1381 ss.
- MARASÀ G.**, *Le società senza scopo di lucro*, Milano, 1984.
- MARCHESINI E.**, *Fondi immobiliari, ok ai regolamenti*, in *Il Sole 24 Ore* del 17 gennaio 2003.
- MARZONA N.**, *Lo status (professionalità e responsabilità) dell'impresa bancaria in una recente sentenza della Cassazione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1994, II, p. 266 ss.
- MASNADA M.**, *Nuove norme in tema di società di cartolarizzazione dei crediti*, in *Impresa c.i.*, 2001, p. 977 ss.
- MENCONI L.**, *Obbligazioni di risultato e obbligazioni di mezzi*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1954, p. 185 ss.;

- MENZIONI L.**, *Responsabilità contrattuale (diritto vigente)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, p. 1072 ss.
- MERLI A.**, *Da Fitch allarme per i derivati*, in *Il Sole 24Ore* dell'11 marzo 2003.
- MESSINA P.**, *Sulla causa nel contratto di factoring*, in *Contr. imp.*, 1997, p. 1062 ss.
- MESSINETTI D.**, *Il concetto di patrimonio separato e la c.d. <cartolarizzazione> dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, II, p. 101 ss.
- MIRABILE C.**, *Responsabilità aquiliana della banca per divulgazione di false od errate informazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1990, I, p. 401 ss.
- MODIGLIANI F.-MILLER M.**, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in *Am. economic rev.*, 1958, p. 261 ss.
- MODULO F.-ZACCAGNINI C.**, *Brevi riflessioni sulle nuove disposizioni in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2000, p. 73 ss.
- MONATERI P.G.**, *La responsabilità civile*, in *Trattato di dir. civ.* diretto da R. Sacco, *Le fonti dell'obbligazione*, Torino, 1998.
- MONTALENTI P.**, *Responsabilità extracontrattuale della società di revisione per negligente certificazione*, in *Giur. it.*, 1993, I, sez. II, p. 7 ss.
- MONTI E.**, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, Roma, 1995, p. 83 ss.
- MONTI E.-ESMANECH A.-TAMAGNINI A.**, *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE**, New York, 1998.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE**, *Il rating delle operazioni di cartolarizzazione*, Milano, 2001.
- MURATORI F.**, *Aspetti giuridici e fiscali delle operazioni di securitisation*, in *Resp. comunicazione, impresa*, 1997, p. 360 ss.
- NADOTTI L.M.**, *Rischio di credito e rating interno*, Milano, 2002.
- NATOLI U.**, *In tema di collegamento funzionale fra contratti*, in *Giur. comm. Cass. civ.*, 1943, II, 1, p. 328 ss.;
- NAVONE C.**, *I profili fiscali della securitization*, in *Rass. trib.*, 2002, p. 22 ss.
- NIERI L.**, *L'applicazione del rating alle banche: problemi e prospettive*, Milano, 1996.

NUZZO M., in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (a cura di G. Alpa - F. Capriglione), II, Padova, 1998, p. 1507 ss.

ONADO M., *Dal <market abuse> sfida ai comunicatori*, in *Il Sole 24Ore* dell'8 novembre 2003.

ORLANDO CASCIO S.-ARGIROFFI C., *Contratti misti e contratti collegati*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988, IX.

PALMIERI A.-PARDOLESI R., nota a Cass., Sez. Unite, 22 luglio 1999, n. 500, in *Foro it.*, 1999, c. 2487 ss.

PANUCCIO V., voce *Cessione dei crediti*, in *Enc. dir.*, 1960, Milano, VI, p. 849 ss.

PARDOLESI R., *Presentazione*, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, 1999, p. XVIII ss.

PARISOTTO R., *<Esentasse> le cartolarizzazioni*, in *Il Sole 24Ore* del 7 febbraio 2003.

PEASLEE M.-NIRENBERG D.Z., *Federal Income Taxation of Securitisation Transactions*, New Hope, Pennsylvania, 2001, p. 1 ss.

PERRONE A., *Falsità del prospetto e responsabilità civile della Consob*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, II, p. 19 ss.

PETERSON J.R., *Basel 2: mixed bag for securitization*, in *ABA banking journal*, 9/2001, p. 59 ss.

PETRAGLIA A., *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti: brevi riflessioni*, in *Corriere giur.*, 1999, p. 1072 ss.

PINCHES G.-MINGO K., *A multivariate analysis of industrial bond rating*, in *Journal of finance*, n. 3, 1973.

PINI G., *La securitization: rischi e ruolo del rating*, in AA.VV., *Lo sviluppo della securitization in Italia*, Roma, 1995, p. 95 ss.

PIVATO S., in AA.VV., *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, Milano, 1995, p. 18 ss.

PIZZUTILO F., *Aspetti finanziari delle operazioni di securitisation*, Milano, 2002.

PLAIA A., *La cartolarizzazione dei crediti nella legge italiana 30 aprile 1999, n. 130: profili comparatistici*, in *Giur. merito*, 2000, IV, p. 493 ss.

- POGGI C.**, *Rating, agenzie nel mirino Sec*, in *Il Sole 24Ore* del 10 luglio 2003.
- PONZANELLI G.**, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 99 ss.
- PORZIO C.-SPOTORNO L.-ZORZOLI S.-FAUCEGLIA G.**, *Securitization e crediti in sofferenza: problemi gestionali, contabili e normativi nella recente esperienza italiana*, Roma, 2001.
- PROTO C.**, *La nuova legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fallimento*, 1999, p. 1177 ss.
- QUATRARO B.**, *La responsabilità civile della società di revisione e la responsabilità penale del revisore contabile*, in *Controllo legale dei conti*, 1997, p. 21 ss.
- RABITTI G.L.**, *Project finance e collegamento contrattuale*, in *Trattato* diretto da F. Galgano, 1997, p. 198 ss.
- ROBLES M.**, *Erogazione "abusiva" di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore fallimentare del sovvenuto*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, p. 274 ss.
- RODOTÀ S.**, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967.
- RONCHI M.**, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 2000, p. 593 ss.
- ROPPO V.**, *La responsabilità civile, e l'anima*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 100 ss.
- RORDORF R.**, *Cartolarizzazione dei crediti e tutela del risparmio*, in *Società*, 2000, p. 1166 ss.
- RORDORF R.**, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, I, 2002, p. 774 ss.
- ROSSIA A.**, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, Milano, 1985.
- RUCELLAI C.**, *La legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 411 ss.
- RUCELLAI C.**, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia a due anni dall'entrata in vigore della L. 30 aprile 1999 n. 130*, in *Giur. comm.*, 2001, I, p. 392 ss.
- RUCELLAI C.**, *Nuove opportunità per le assicurazioni*, in *Il Sole 24 Ore* del 6 dicembre 2002.

- RUCELLAI C.**, *Cartolarizzazione e tutela del mercato*, in AA.VV., *Cartolarizzazione. Aspetti teorici e applicazione pratica*, a cura di G. Morbidelli, 2002, p. 13 ss.
- RUCELLAI C.**, *Nessun timore per le securitization*, in *Il Sole 24 Ore* del 7 novembre 2003.
- RUCELLAI C.**, *E sul leasing c'è il nodo-emendamento*, in *Il Sole 24 Ore* dell'11 novembre 2003.
- RUMI G.**, *Securitisatio in Italia. La legge 130/1999 sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, I, 2000, p. 440 ss.
- RUMI G.**, *Securitisatio*, Milano, 2001.
- RUSSO D.**, *Sull'equità dei contratti*, Napoli, 2001.
- SABBATINI R.**, *Più spazio per il rating*, in *Il Sole 24 Ore* del 22 luglio 2003.
- SACCHI LODISPOTO G.**, *Cessione dei crediti futuri e mercato delle cartolarizzazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2003, II, p. 541 ss.
- SACCO R.**, *La qualificazione*, in R. SACCO-G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, II, 1993, p. 468 ss.
- SALA M.**, in AA.VV., *Analisi di bilancio, rating e simulazioni*, Milano, 1997, p. 168 ss.
- SALAFIA V.**, *Responsabilità extracontrattuale delle società di revisione per danni a terzi*, in *Le società*, 2002, p. 1519 ss.
- SALVATORI R.-LUSCHI G.**, *Prime riflessioni in merito alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti*, in *Il fisco*, 1999, p. 10651 ss.
- SANTINI G.**, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, in *Riv. dir. civ.*, 1973, I, p. 151 ss.
- SAUNDERS A.**, *Credit risk measurement*, New York, 1999.
- SCHIANO DI PEPE G.**, *Le società di professionisti*, Milano, 1977.
- SCHIANO DI PEPE G.**, *Insolvenza e gestione del credito bancario*, in *Il dir. fall. e delle soc. comm.*, 2001, p. 701 ss.
- SCHLESINGER P.**, *La cartolarizzazione dei crediti*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 265 ss.
- SCOGNAMIGLIO R.**, *Collegamento negoziale*, in *Enc. Dir.*, 1960, p. 375 ss.

- SCOTTI F.**, *Le principali applicazioni e i relativi criteri di valutazione*, in *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, a cura di S. Pivato, Milano, 1995, p. 97 ss.
- SCOTTI O.**, *Diffusione di informazioni inesatte e tutela degli investitori: configurazione della responsabilità della Consob per omessa vigilanza*, in *Giur. comm.*, 2002, p. 12 ss.
- SCOTTI GALLETTA A.**, *Negozi collegati e negozio di collegamento*, in *Dir. giur.*, 1968, p. 837 ss.;
- SERRA M.**, *Segnalazioni erronee alla Centrale dei rischi e responsabilità dell'intermediario*, in *Giur. comm.*, I, 2003, p. 227 ss.
- SEVERI C.**, *Perdita di chance e danno patrimoniale risarcibile*, in *Resp. civile e previdenza*, 2003, p. 296 ss.
- SHAW Z.**, *Introduction and the issuer's perspective*, in AA.VV., *Practical introduction to securitization*, Euromoney publications, 1996, p. 16 ss.
- SIMONE R.**, *Cessione in garanzia di crediti futuri: la Cassazione ci ripensa*, in *Foro it.* 1991, I, c. 2490 ss.
- SIRONI A.**, in AA.VV., *Modelli per la gestione del rischio di credito. I "ratings" interni*, a cura della Banca d'Italia, Roma, 2000, p. 94 ss.
- SPANO E.**, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, p. 436 ss.
- SPAVENTA L.**, *Relazione sull'attività della Consob nel 2001*, in *Il Sole 24 Ore* del 9 aprile 2002.
- SQUILLACE N.**, in AA.VV., *La cartolarizzazione dei crediti in Italia: commentario alla legge 30 aprile 1999, n. 130*, a cura di R. Pardolesi, Milano, 1999, p. 102 ss.
- STANDARD & POOR'S**, *Corporate rating criteria*, New York, 2000.
- STANDARD & POOR'S**, *Corporate rating criteria*, New York, 2001.
- STEINHERR A.**, *The new european financial marketplace*, London-New York, 1992, p. 165 ss.
- STIGLITZ J.E.**, *La globalizzazione ed i suoi oppositori*, Torino, 2002.
- STOLL H.**, *Abschied von der lehre von der positiven vetragsverletzung*, in *Arch. cit. pr.*, 1932, p. 288 ss.

- TAMAGNINI A.**, in **MONTI E.-ESMANECH A.-TAMAGNINI A.**, *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996, p. 34 ss.
- TONETTI S.**, *La cartolarizzazione dei crediti ex lege n. 130 del 30 aprile 1999: limiti oggettivi, crediti futuri, crediti verso la pubblica amministrazione*, in *Riv. dir. impresa*, 2000, p. 586 ss.
- TREACY W.-CAREY M.**, *Credit risk rating at large U.S. banks*, in *Federal Reserve Bulletin*, 1998, n. 84.
- TRIPP C.**, *Securitisation: a beginners' guide-part two*, in *Finance law focus*, 1997.
- TROIANO V.**, *Le operazioni di cartolarizzazione: profili generali*, Padova, 2003.
- VALCAVI G.**, *Sulla causalità giuridica nella responsabilità civile da inadempimento e da illecito*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 409 ss.
- VALENTINO D.**, *Le cessioni dei crediti, il factoring e la cartolarizzazione*, Napoli, 2003.
- VELLA R.**, *I controlli interni e la revisione contabile nella riforma delle società non quotate*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2001, p. 19 ss.
- VENTURA R.**, *La cartolarizzazione dei crediti nell'ordinamento giuridico italiano: un primo commento alla L. 30 aprile 1999, n. 130*, in *Giur. it.*, 1999, p. 1994 ss.
- VERONELLI A.**, *Contributo allo studio della cartolarizzazione dei crediti*, Brescia, 2000.
- VETTORI G.**, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, p. 241 ss.
- VICARI A.**, *Cartolarizzazione dei crediti e credit linked notes: oscillando tra trust e contratto*, in *Trusts e attività fiduciarie*, 2000, p. 535 ss.
- VITALE S.**, *Il regime giuridico delle operazioni internazionali di securitization*, Padova, 1999.
- VIOLANTE A.**, *Responsabilità oggettiva e causalità flessibile*, Napoli, 1999.
- WAKEMAN L.M.**, *The real function of bond rating agencies*, in *Chase financial quarterly*, Fall, 1981, p. 19 ss.
- WANSLEY J.W.-GLASCOCK J.L.-CLAURETIE T.M.**, *Institutional bond pricing and information the case of bond rating changes*, in *Journal of business, finance and accounting*, 1992, p. 733 ss.

ZADRA G.-CYBO OTTONE A., *Agenzie di rating, banche e mercati finanziari. Il caso del mercato finanziario italiano alla luce delle esperienze estere*, in *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, a cura di S. Pivato, Milano, 1995, p. 184 ss.

ZOPPINI A., *Autonomia e separazione del patrimonio, nella prospettiva dei patrimoni separati della s.p.a.*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2002, p. 546 ss.