



Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating

Marco Marianello

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

SINTESI

a) La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti del committente

In un contesto economico sempre più diretto verso forme di sviluppo «market oriented», la ragione che induce gli emittenti strumenti finanziari a porre in essere operazioni a struttura complessa consiste principalmente nella necessità di procedere ad una diversificazione delle fonti di raccolta, finalizzata al riequilibrio dei propri assetti patrimoniali. La valutazione effettuata dall'agenzia di rating, pertanto, appare prodromica al conseguimento della predetta finalità, dal momento che attribuisce all'emittente la fruizione di una rilevante reputazione sul mercato domestico e/o internazionale delle transazioni finanziarie, permettendo altresì agli investitori di valutare preventivamente gli eventuali rischi di ritardo nei pagamenti e/o di insolvenza collegati all'emittente stesso oppure ai titoli oggetto di valutazione. Ne consegue che le valutazioni erranee, intempestive e/o inesatte formulate dall'agenzia – a causa della rilevante affidabilità attribuita a tali giudizi da parte degli investitori privati e/o istituzionali – provocano notevoli ripercussioni anche sul patrimonio del soggetto committente, dando luogo a correlative fattispecie di responsabilità. L'inadempimento dell'agenzia, la cui diligenza deve essere valutata – trattandosi di prestazione professionale – alla stregua dei parametri pre-

visti nell'art. 1176, 2° co., c.c., provoca la risoluzione del contratto di rating e, quindi, la conseguente restituzione al committente di tutti i compensi percepiti.

b) La responsabilità aquiliana nei confronti dei terzi risparmiatori e creditori

L'indagine sui profili di responsabilità extracontrattuale derivanti dall'attività di valutazione del merito creditizio deve essere condotta facendo riferimento agli elementi costitutivi dell'illecito, con particolare riguardo agli aspetti afferenti ai criteri di imputazione ed il conseguente regime probatorio. Le agenzie sono chiamate, in virtù del proprio status e dell'elevata capacità professionale, ad osservare nel concreto esercizio dell'attività valutativa i parametri (c.d. «standards») qualitativi e quantitativi pertinenti allo specifico settore di riferimento, la cui mancata osservanza può essere provata anche facendo riferimento a presunzioni *juris tantum*. L'agenzia, quindi, dovrebbe essere tenuta a fornire la prova della non imputabilità dell'inadempimento, ovvero dimostrare 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 sofisticate.

Tribunale Milano, sezione VI, 1 luglio 2011, n. 8790

Giud. Brat – Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. c. The McGraw-Hill Companies e altri

Agenzia di rating – Operatore qualificato – Diligenza professionale – Inadempimento da parte dell'agenzia – Sussistenza – Risoluzione del contratto – Risarcimento dei danni nei confronti dell'emittente

L'agenzia di rating che incorre, nell'espletamento dell'attività professionale, in una serie di plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a proprie regole metodologiche, ma anche, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe concretamente dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti, è tenuta a restituire al committente i compensi dallo stesso percepiti ai sensi e per gli effetti degli artt. 1455 e 1458 c.c.

» SOMMARIO

1. La fattispecie – 2. Il contratto di rating: natura giuridica – 3. I doveri di informazione ed indipendenza da parte dell'advisor – 4. Il procedimento di attribuzione del rating: i molteplici inadempimenti dell'agenzia – 5. La responsabilità contrattuale nei confronti del committente: la domanda di restituzione del corrispettivo e la risoluzione del contratto – 6. Il risarcimento del danno nei confronti dei terzi danneggiati: nesso causale e quantificazione – 7. Considerazioni conclusive

Il fatto

Con atto di citazione in data 26.9.2005, le società Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a., in persona dell'amministratore straordinario dott. Enrico Bondi, convenivano innanzi al Tribunale di Milano le società The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill s.a., rispettivamente, divisione italiana e divisione francese della società di rating Standard & Poor's, chiedendone la condanna al risarcimento dei danni derivati ad esse società ed alla massa creditoria a causa dell'inadempimento, da parte delle convenute, alle obbligazioni contrattuali scaturenti dai contratti di rating stipulati tra il 2.6.2000 ed il 13.2.2003; in particolare, chiedevano il risarcimento dei danni procurati: a) ai creditori ed agli obbligazionisti di Parmalat i quali, se correttamente informati, si sarebbero astenuti dall'acquistare le obbligazioni emesse da varie società del gruppo Parmalat negli anni 2001-2003 e rimaste insolte, per un importo pari a euro 4.073.200.000,00, oltre interessi e rivalutazione; b) a Parmalat Finanziaria s.p.a. per il pagamento di corrispettivi del tutto ingiustificati, pari a euro 784.120,00, oltre interessi e rivalutazione; c) ad entrambe le società attrici, per aver S&P contribuito in maniera determinante all'aggravamento del loro dissesto ed all'esposizione debitoria nei confronti degli obbligazionisti, per una somma pari a euro 4.073.200.000,00, oltre interessi e rivalutazione. Deducevano, infatti, che S&P, pur essendo a conoscenza che il rating assegnato a Parmalat fosse ben più favorevole di quanto avrebbe dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente e corretta, avevano continuato a rendere a Parmalat un rating ampiamente positivo, in contrasto con le regole di valutazione da esse stesse elaborate e ciò persino pochissimi giorni prima del fallimento del 2003. Osservavano le attrici come l'inadempimento di S&P fosse connotato addirittura dall'elemento soggettivo del dolo, essendo l'agenzia di rating assolutamente consapevole della necessità stringente dell'assegnazione del rating, in vista del rilevante programma di emissioni obbligazionarie. Le società convenute si costituivano con comparsa del 16.3.2006, chiedendo, in via preliminare, di essere autorizzate a chiamare in causa Calisto Tanzi, Fausto Tonna, Luciano Del Soldato, Deloitte & Touche s.p.a., Italaudit s.p.a. in liquidazione; in via pregiudiziale, instavano per la declaratoria di difetto di legittimazione ad agire delle attrici; in via pregiudiziale subordinata, chiedevano dichiararsi l'inammissibilità e l'improcedibilità delle spiegate domande per ragioni di litispendenza o continenza in relazione ai giudizi promossi dalle attrici nei confronti dei sopra indicati terzi chiamati e, sempre in via pregiudiziale ulteriormente subordinata, la sospensione del processo ai sensi dell'art. 295 c.p.c. sino alla definizione dei sopra elencati processi e di quelli nei confronti dei soggetti sottoposti ad indagini penali. Nel merito, instavano per la reiezione delle domande, rilevando, in primo luogo, come il danno lamentato dalle società Parmalat non fosse addebitabile a Standard & Poor's, bensì al management, alle banche collocatrici ed ai revisori, già chiamati a rispondere in altri giudizi. Osservavano, in secondo luogo, come l'attività di assegnazione del rating nel corso degli anni fosse sempre stata diligente, giustificata e conforme alle indagini e procedure effettuate dal team di analisti di S&P e approvate dal comitato interno. In via subordinata, insistevano per l'accertamento del concorso di colpa delle stesse attrici, individuabile nell'aver queste fornito dati non rispondenti alla realtà economico-finanziaria dell'azienda. Chiedevano, infine, che fossero adeguatamente valutati anche quegli importi che le controparti avessero ottenuto con transazioni giudiziali o stragiudiziali con altri soggetti ritenuti responsabili. Per l'ipotesi di anche parziale accoglimento delle domande attoree, chiedevano di essere manlevate per l'intero danno dai terzi chiamati in causa. In via riconvenzionale, formulavano declaratoria di inadempimento contrattuale di Parmalat s.p.a. e di Parmalat Finanziaria s.p.a. in ragione della condotta tenuta da queste nel corso dell'esecuzione dei contratti e la conseguente condanna delle stesse al risarcimento dei danni all'immagine ed alla reputazione economica e professionale subiti *Omissis*.

La motivazione

I – Le questioni pregiudiziali. *Omissis*.

A) Il difetto di legittimazione attiva di Parmalat S.p.a. *Omissis*; B) Il difetto di legittimazione passiva di The McGraw-Hill s.a. *Omissis*; C) L'improponibilità delle domande attoree. *Omissis*; D) L'ammissibilità del-

l'intervento di Parmalat Pacific Ltd. *Omissis*; E) La sospensione del giudizio e la litispendenza. *Omissis*.

II – Il merito: a) Il rating. *Omissis*; b) I rilievi critici del CTP delle parti convenute. *Omissis*;

c) L'inadempimento e la domanda di restituzione del corrispettivo.

Così delineato il quadro istruttorio scaturente dalla consulenza tecnica d'ufficio, è necessario ora chiedersi, in primo luogo, se l'agenzia abbia fornito in modo diligente e perito la propria prestazione professionale, avuto riguardo, essenzialmente, alle proprie regole metodologiche e tecniche e senza alcuna pretesa di addebitare, a carico della stessa, l'obbligo di verifica – non sussistente dal punto di vista giuridico – circa la veridicità dei dati forniti dalla committenza. È, in altri termini, necessario verificare se siano state rispettate quelle basilari regole in ordine alla completa acquisizione dei dati necessari alla corretta elaborazione del rating ed alla trasparente comunicazione del giudizio formato. In secondo luogo, occorre chiedersi se l'aver fornito, da parte dei dirigenti di Parmalat, dati falsati sia suscettibile di escludere l'inadempimento. Con riguardo al primo profilo, la risposta è senz'altro negativa. Ed, inverso, con riferimento a tutti i sei rilasci di rating, l'attività di S&P è stata caratterizzata da condotte inadempienti, concretizzatesi in continui disallineamenti delle elaborazioni rispetto alle regole tecniche contenute nei criteri di attribuzione del rating, sia quanto al calcolo degli indici finanziari, i key ratios, sia quanto alla ricomprensione degli indici nelle relative classi di appartenenza, sulla base delle cd. mediane costruite dalla stessa S&P, nonché in rilevanti carenze informative. In aggiunta a ciò, i continui disallineamenti rispetto alle mediane, le frequenti modifiche del metodo di calcolo degli indici non sono stati affatto giustificati dalle odierne convenute, con la conseguenza che tutta l'attività è stata contraddistinta dalla ripetuta, macroscopica e consapevole violazione delle regole tecniche di cui ai predetti criteri, come è emerso dal materiale istruttorio sopra esposto. In particolare, incongruenze metodologiche sono riscontrabili, in occasione del primo rating del 15.11.2000 (v. par. a1), laddove S&P non aveva incluso tra i debiti la voce «debiti verso altri finanziatori», non aveva apportato le rettifiche relative alle operazioni di cartolarizzazione ed agli effetti dello sconto, nonostante essa stessa avesse indicato nei propri criteri l'importanza delle rettifiche rispetto a tali voci costituenti veri e propri finanziamenti fuori bilancio; non aveva incluso nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie (sull'importanza delle rettifiche, v. par. a1). Ulteriori, significative variazioni di metodo sono rilevabili in occasione del secondo rating del 2.8.2001 (v. par. a2), laddove S&P era pervenuta ad una posizione finanziaria netta inferiore rispetto a quella calcolata dai C.T.U., poiché, in assenza della benché minima giustificazione, come anche per l'anno precedente, non aveva incluso tra i debiti la voce «debiti verso altri finanziatori», non aveva apportato le rettifiche per le operazioni di cartolarizzazione e di anticipazione di effetti, né per le locazioni operative, contrariamente a quanto fatto nel 1999, provvedendo, invece, ad includere nelle disponibilità liquide l'importo delle immobilizzazioni finanziarie, contrariamente a quanto fatto nel 1999. Quanto, invece, all'indice FFO/indebitamento finanziario netto, S&P aveva rideterminato l'indice relativo al 1999, ottenendo, in tal modo, un valore diverso, con conseguente miglioramento dell'indice per l'anno successivo, ossia per il 2000. Stessa condotta non giustificata è stata tenuta da S&P in occasione dell'attribuzione del terzo rating del 13.6.2002 (v. par. a3), con l'esclusione, come per gli anni precedenti, dai debiti della voce «debiti verso altri finanziatori», con la mancata rettifica relativa agli effetti dello sconto, con l'introduzione della rettifica relativa alla cartolarizzazione contrariamente a quanto fatto negli anni 1999 e 2000, con l'esclusione della rettifica per le locazioni operative diversamente da quanto fatto nel 1999 ed analogamente a quanto effettuato nell'anno 2000; ed, ancora, con l'incremento dei debiti per i ratei passivi per l'esercizio 2001, diversamente dagli anni 1999 e 2000 e con l'inclusione nelle disponibilità liquide dell'importo delle immobilizzazioni finanziarie, diversamente da come operato nel 1999 ed analogamente a come elaborato nel 2000. In sostanza, dalla prima assegnazione del rating sino a tutte quelle successive S&P ha mutato continuamente le metodologie di calcolo dei ratios adattandole, ora, alle sue stesse preoccupazioni, ora alle esigenze del gruppo Parmalat, ora a quelle del mercato. Significativo,

a tale proposito, è l'impatto sugli indici finanziari scaturente dalle rettifiche per capitalizzazione dei leasing operativi, per il valore delle RI.BA, per la cartolarizzazione sottolineato dai CTP delle attrici (v. pag. 39 della prima memoria). In ordine a tali continue modifiche dei metodi di calcolo dei key ratios, i CTP non hanno svolto alcuna osservazione, essendosi limitati a rilevare che, se è vero che le pubblicazioni sui criteri di assegnazione del rating contengono principi generali, «è tuttavia possibile che, alla luce delle peculiarità delle singole società oggetto di rating, le regole di calcolo vengano affinate per rendere maggiormente affidabili ed omogenei i risultati. Per gli stessi motivi, è possibile che vengano riviste e modificate nel tempo ove necessario, le modalità di calcolo e di aggiustamento dell'indice adottate per una medesima società. In generale, ciò non è necessariamente un sintomo di volatilità o di incostanza, ma può al contrario rappresentare una dimostrazione di professionalità e diligenza da parte dell'analista» (v. pag. 22 della prima memoria del CTP delle convenute). In particolare, con riferimento alle rettifiche sulle anticipazioni, il CTP di S&P, partendo dal presupposto che le anticipazioni su ricevute bancarie sono completamente diverse dal generico scoperto di conto corrente – in virtù della garanzia scaturente dai relativi documenti commerciali emessi ai clienti di Parmalat – ha posto in risalto il fatto che in ordine alle stesse è del tutto ragionevole un'aspettativa di pagamento, mentre in rari casi sussistono problemi di incasso (v. pag. 21 della replica del CTP delle convenute alla seconda memoria delle attrici): ora, è di tutta evidenza la superficialità di tali considerazioni ed, anzi, la sottovalutazione del fenomeno del mancato incasso degli effetti; con l'ulteriore conseguenza che tale sottovalutazione non giustifica affatto la mancata rettifica, come, invece, avrebbe dovuto essere effettuato sulla base degli stessi rating criteria. Se, pertanto, l'affermazione circa la necessità di modifiche nel calcolo degli indici è in linea teorica facilmente condivisibile, è pur vero che la modifica, specie se continua, delle modalità di calcolo di un determinato indice, alla luce delle peculiarità delle singole società, deve essere, appunto, rigorosamente giustificata sulla base di circostanze fattuali sopravvenute, sia interne, sia esterne alla società; diversamente, la ripetuta modifica delle modalità di calcolo rischia di essere e, di fatto, è del tutto arbitraria e per ciò solo incomprensibile per la stessa società soggetta a rating. Ciò vale anche con riguardo all'inclusione o meno di determinate voci nel debito, come, ad esempio, la voce «debiti verso altri finanziatori», la cui esclusione è stata frutto di una scelta soggettiva di S&P, «ma non ipso facto censurabile» (v. pag. 11 della replica del CTP delle convenute rispetto alla prima memoria dei CTP delle attrici), ma oggettivamente ingiustificata. Ancora, a maggior ragione, priva di giustificazione è l'apportare solo talvolta le rettifiche da leasing operativi, da anticipazione di effetti e da cartolarizzazione. Significativamente, per il valore che può assegnarsi *de iure condendo*, si osserva che il Reg. CE 1060/2009 del Parlamento europeo del 16.9.2009, nel sottolineare il ruolo fondamentale delle agenzie di rating sui mercati mobiliari e bancari mondiali e nel privilegiare il profilo della stabilità dei mercati, ha enucleato alcune regole metodologiche che, se non applicabili ai fatti di causa, sono comunque illuminanti. Tali regole riguardano il rigore, la sistematicità e la continuità nelle metodologie di rating, con la conseguenza che l'attribuzione del rating dovrebbe essere fondata su basi solide, al fine di evitare soluzioni di compromesso, frutto di indebite permeabilizzazioni da parte della committenza. In particolare, poi, le agenzie di rating dovrebbero rendere pubbliche le informazioni relative alle metodologie, ai modelli ed alle ipotesi principali di rating utilizzati nella loro attività, in modo tale anche da consentire agli utilizzatori del rating un autonomo giudizio in merito all'attendibilità della valutazione *de qua*. Sempre dal punto di vista metodologico, lo stesso regolamento ha previsto possibili e periodiche revisioni della metodologia, in considerazione della normale variabilità dei mercati, invitando, peraltro, le agenzie a comunicare preventivamente qualsiasi modifica metodologica e ciò al fine di garantirne la trasparenza, a meno che non ricorrano condizioni del tutto eccezionali che rendano necessaria un'immediata modifica del rating. Con riguardo, poi, alla non corretta attribuzione del rating in rapporto agli indici in concreto disponibili, è continuamente riscontrabile il discostamento dalle mediane in occasione delle varie assegnazioni e ciò nonostante una valutazione degli indici in modo favorevole per l'azienda

(come posto in rilievo dai C.T.U.). Un tale disallineamento, se è stato ridimensionato dalle odierne parti convenute, alla luce del valore puramente statistico delle mediane (v. pagg. 22 e 23 della prima memoria del CTP delle convenute), non è stato, peraltro, minimamente giustificato. Sul punto, i C.T.U. hanno richiamato la particolare prudenza che dovrebbe essere adottata nell'effettuare confronti tra società di stati diversi, date le differenze nei principi contabili, nelle pratiche finanziarie e nei contesti imprenditoriali, proprio in ossequio a quanto esposto nei rating criteria: pertanto, del tutto ininfluenza rispetto al caso in esame è la tabella 4 a pag. 23 della prima memoria del CTP delle convenute, laddove sono indicati i valori dell'IC ratio per le società classificate BBB, valori inferiori a 4,3, alla luce dei quali anche il valore 3,8 dello stesso indice Parmalat in sede di prima assegnazione non sarebbe apparso così inconsueto. Il continuo disallineamento rispetto alle mediane assume, poi, contorni ben più inquietanti se inserito nel contesto conoscitivo degli analisti, contesto gravemente lacunoso e contraddistinto da una costante sottovalutazione di dati sospetti ed anomali. In particolare, nella fase di prima assegnazione e di successivo monitoraggio, l'agenzia di rating non aveva effettuato un sufficiente approfondimento del profilo finanziario del gruppo, con riguardo all'indebitamento, alle obbligazioni emesse, alla composizione ed all'impiego della rilevante liquidità emergente dai bilanci. Ora, pur non essendo paragonabile l'attività dell'agenzia di rating a quella della società di revisione – non essendo compito di S&P verificare e certificare l'ammontare della liquidità, del debito, degli interessi attivi e passivi – è, tuttavia, indubbio che, proprio alla stregua dei criteri operativi elaborati dalle odierne convenute, era specifico dovere delle stesse ottenere sufficienti informazioni al fine di formarsi un'opinione credibile, con riguardo sia all'emittente, sia alle singole emissioni. È, infatti, essenziale per un'agenzia di rating conoscere la composizione del debito dell'emittente in generale, il profilo delle scadenze, nonché, nel caso dell'esistenza di prestiti obbligazionari, l'esatta identificazione dei bond in circolazione e di tutte le problematiche e le caratteristiche ad essi inerenti. In particolare, poi, nel caso di nuove emissioni di prestiti obbligazionari, questi dati sono indispensabili per la valutazione circa la capacità dell'emittente di rimborsare tale ulteriore debito a scadenza. La stessa S&P, invece, ha ammesso (come, del resto, risulta dal tenore delle comunicazioni di posta elettronica successive, con particolare riguardo alla fine dell'anno 2002 ed agli inizi del 2003, a seguito delle notizie apprese da JP Morgan sui bonds riacquistati) che nel 2000 non aveva affatto intuito «la prassi di Parmalat di riacquistare proprie obbligazioni senza annullarle e iscrivendo in bilancio il saldo tra importi lordi e ammontari riacquistati» (v. pag. 20 della prima memoria di parte convenuta). Anche con riferimento alla liquidità, S&P non aveva effettuato alcuna valutazione e ciò nonostante la continua crescita, non correlata ad operazioni di dismissione ed, invece, accompagnata da un sistematico ricorso all'indebitamento mediante emissioni obbligazionarie e private placement, giustificate con la volontà di poter approfittare di opportunità di importanti acquisizioni; tali disponibilità, peraltro, poi, non erano giustificate, posto che gli interessi passivi non erano deducibili in Italia, in quanto maturati in prevalenza su emissioni delle società maltesi, lussemburghesi e olandesi (v. pag. 4 della replica dei CTP di Parmalat alla prima memoria del CTP delle convenute). Non solo, ma talvolta S&P aveva fatto ricorso ad informazioni confidenziali, non suffragate da adeguati riscontri documentali e se tale riscontro, ovviamente, non era richiesto in modo espresso – non avendo l'agenzia né i doveri, né i poteri propri del revisore – lo stesso rispondeva a quei doveri di prudenza e di diligenza assolutamente esigibili in una tale attività valutativa, in quanto funzionale a saggiare l'attendibilità della committenza nel fornire i dati, di così dirimente rilevanza. Conseguentemente, anche il rendimento della liquidità era stato talvolta valutato in modo forfettario, talaltra in modo analitico e desunto dagli indici di bilancio. A questo proposito, sempre *de iure condendo* rispetto ai fatti di causa, la Consob con comunicazione n. DME/6027054 del 28 marzo 2006, ha, tra le altre direttive, chiaramente precisato l'importanza sia per l'emittente, sia per il mercato, di comprendere gli elementi chiave su cui si fonda il rating e l'approfondito dettaglio delle informazioni da richiedere in occasione del rating e ciò proprio al fine di evitare quelle valutazioni discrezionali, non trasparenti per il mercato, in quanto non ancorate

a dati oggettivi, in coerenza con quanto previsto dal Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies elaborato dalla IOSCO e dal Technical Advice del CESR in materia di agenzie di rating. Una tale acquisizione di dati non si limita, ovviamente, all'occasione della prima assegnazione di rating, ma informa tutta la successiva attività di monitoraggio anche in vista della facoltà, per l'agenzia, di inserire il rating nelle liste di CreditWatch nel caso di informazioni insufficienti o non coerenti con quelle iniziali. Sul punto, i C.T.U. hanno posto in risalto quale fosse il dettaglio delle informazioni necessarie per l'agenzia di rating, in occasione della prima emissione, con l'elenco delle domande di cui ai questionari del 1997 inviati da Giuliana Furno, commerciale di S&P, all'allora rating advisor Vince Dolan della banca d'affari SBC Warburg (v. pagg. 87-88 della consulenza). A tali domande erano, poi, seguiti ulteriori approfondimenti inviati successivamente dalla direttrice del Corporate rating di S&P, approfondimenti concernenti, tra l'altro, gli affidamenti bancari, con richiesta di indicazione puntuale circa l'effettivo utilizzo e le relative garanzie, le emissioni obbligazionarie in USA ed altrove, l'utilizzo di impegni fuori bilancio quali leasing operativi e fidejussioni, lo scadenziario di maturazione del debito (v. pag. 89 della C.T.U.). In modo niente affatto coerente con tali richieste – di cui, tra l'altro, la direttrice del Corporate rating di S&P aveva sottolineato il carattere non esaustivo – le comunicazioni intervenute tra il 2000 ed il 2002 appaiono contraddistinte da risposte sommarie ed incomplete, come emerge dal tenore delle informazioni fornite da Luciano Del Soldato quanto all'anno 2000. Informazioni che non sono state seguite da richieste di ulteriori approfondimenti da parte di S&P con riferimento ad elementi basilari quali: la dislocazione della liquidità presso i vari istituti di credito e l'attribuzione specifica delle stesse a singole società del gruppo ed, ancora, l'indicazione dello stato emittente i titoli di stato detenuti, posto che ad ogni rendimento è correlato uno specifico rischio. Non solo, ma la carenza informativa dimostrata è ulteriormente aggravata, da un lato, da sempre più consistenti sospetti negli analisti di S&P rispetto ai dati societari forniti sin dall'inizio e, di poi, negli anni successivi e, dall'altro, dall'intento degli stessi di andare incontro alla volontà espressa da Parmalat in ordine all'assegnazione di un rating compreso nella categoria investment grade. Tale contesto denota, pertanto, non solo una superficialità grossolana nell'espletamento dell'attività professionale, ma anche un consapevole discostamento dal *modus procedendi*, influenzato da pressioni di Parmalat e non ancorato esclusivamente alle ordinarie regole metodologiche. Una tale propensione ad accondiscendere all'azienda è percepibile sin dall'assegnazione del primo rating, allorché l'analista capo, in occasione del RAMP del luglio 2000, aveva manifestato al comitato di rating la coerenza dei principali indici (quali l'EBITDA a 3,8 e ricavi di gestione/indebitamento netto al 20%) con la classe BB; con la conseguenza che l'attribuzione della tripla BBB era stata ingiustificatamente ancorata alle aspettative di miglioramento quanto a redditività e ad indebitamento del gruppo Parmalat. Che nella sostanza gli analisti non fossero convinti dei dati riportati in bilancio è emerso anche dalle dichiarazioni rese dallo stesso Hugues De La Presle davanti al Pubblico Ministero in data 16.1.2006, laddove lo stesso ha dichiarato: «fin dall'inizio il rating che intendevamo attribuire a Parmalat Finanziaria era BBB-. Volevamo invece attribuire il rating BB+ ai bond di Parmalat Finanziaria già in essere, che non abbiamo reso pubblico. La decisione di non rendere pubblico il rating dei bond di Parfin fu presa per ragioni aziendali. Fu deciso di non pubblicare il rating BB+ ma di pubblicare, nel comunicato stampa 15.11.2000, la frase che chiariva che il debito di Parfin era subordinato al debito di Parmalat s.p.a. rispetto ai creditori» (v. doc. n. 67 delle attrici); ed, ancora, l'analista ha posto in risalto come la decisione di pubblicare solo il rating BBB- con l'indicazione della subordinazione del debito Parfin a Parmalat fosse nella sostanza equivalente alla pubblicazione del doppio rating e fosse stata presa per ragioni aziendali, ovvero a causa delle pressioni di Tonna; ed, ancora, l'accondiscendenza di S&P a Parmalat si manifestava in ordine all'IC ratio, calcolato su dati riservati dell'azienda non rilevabili in bilancio. Hugues De La Presle ha, poi, tentato di giustificare tale accondiscendenza, facendo leva sull'interazione tra il financial risk ed il business risk e precisando, a titolo esemplificativo, che al business risk debole deve necessariamente corrispondere un key ratio sul rischio finanziario molto alto, vicino alla

categoria A; laddove, se il business risk fosse molto forte, come valutato per Parmalat, S&P sarebbe disponibile ad accettare anche indici più bassi al fine dell'attribuzione della tripla B. Ora, come spiegato dai C.T.U. e come sintetizzato dall'analista, la valutazione del business risk richiedeva un approccio qualitativo, concernente la posizione sul mercato, la diversificazione geografica e per prodotto, la strategia seguita, la forza del marchio, la capacità di innovazione e la stabilità del consumo del latte: ovvero una simile valutazione era certamente molto più discrezionale, in quanto non ancorata a dati contabili, ma l'interazione con il financial risk era pur sempre prevista entro determinati parametri, come evidenziato dai C.T.U. nella tabella a pag. 28 della consulenza. Il tutto, ovviamente senza considerare che anche gli indici compresi nel financial risk erano alterati in ragione dei frequenti mutamenti di metodologia sopra descritti. L'influenza dei dirigenti di Parmalat risulta chiarissima anche nelle dichiarazioni rilasciate in data 11.1.2006 e 23.2.2006 davanti al P.M. da Fausto Tonna e da Agnes, Marie, Sylvie De Petigny: il primo ha precisato «so che inizialmente S&P rilasciò il rating BB+ per Parmalat Finanziaria e BBB- per Parmalat spa. Poiché a questo punto dissi che in tal caso non saremo stati interessati al rating, S&P mutò il rating su Parmalat Finanziaria portandolo a BBB-. Capii perciò che S&P dovesse aver cambiato idea per intervento di qualcuno, non so dire chi» (v. doc. n. 68 di parte attorea); la seconda ha confermato che, dopo le rimostranze da parte di Tonna in merito ad un'attribuzione di BB+ al debito Parfin, al fine di evitare «inutili polemiche», S&P eliminò il riferimento al rating BB+, illustrando la scelta negli stessi termini indicati da De La Presle e motivando l'esclusione dell'indice ICR dal comunicato definitivo con il fatto che lo stesso era stato poi esposto con riferimento alla previsione futura del rating sotto la voce outlook, posto che ciò che interessa gli investitori è l'outlook. Tali caratteristiche di estrema superficialità permanevano nel corso dell'anno 2002, ove ancora in una mail del 10.4.2002 (v. allegato n. 52 della C.T.U.), l'analista capo chiedeva a Del Soldato un dettaglio completo degli interessi attivi e passivi, con ciò dimostrando di non esserne ancora a conoscenza a tale epoca, successiva alla conclusione del secondo contratto dell'agosto 2001 relativo alla tariffa per emittenti frequenti e, dunque, in un momento in cui ormai la conoscenza approfondita di Parmalat avrebbe dovuto essere, per S&P, un fatto acquisito. Le risposte fornite dai dirigenti della committente a tali richieste sono esposte alle pagg. 92 e 93 della relazione tecnica ufficiale e, significativamente, è stato osservato dai C.T.U. che, nel total liquid assets, con riguardo alla liquidità costituita da investimenti, Parmalat aveva evidenziato che tutti gli investimenti erano dotati di rating superiore alla tripla B e che la maggior parte dei titoli di stato erano italiani. Correttamente, i consulenti del tribunale hanno considerato tali indicazioni non esaustive per un operatore qualificato, soprattutto tenuto conto dell'importo complessivo della liquidità, pari a circa euro 3 miliardi. Ancora, nell'agosto del 2002, in previsione del terzo rating, l'agenzia non era perfettamente a conoscenza della situazione di fatturato e di esposizione del gruppo in Brasile, come documentato dalla e-mail di Cochelin a Rospigliosi (v. allegato n. 59 della C.T.U. e come illustrato *sub* a3). Lo stesso De La Presle, davanti al P.M., ha dichiarato di aver, nella sostanza, calcolato gli indici sulla base di dati confidenziali forniti dall'azienda, pur non sentendosi a suo agio nell'operare in questi termini. In particolare, con riferimento al tema della liquidità, è fortemente censurabile l'acquiescenza di S&P in merito alle informazioni ricevute sempre in modo frammentario, parziale, opaco, come ulteriormente risulta dalle dichiarazioni rilasciate dagli analisti Benedetta Rospigliosi e Guy Joel Pierre Luc Deslondes in sede di sommarie informazioni. La prima ha riferito, infatti, di essere venuta a conoscenza del fondo Epicurum solo in data 10.11.2003 (dopo l'attribuzione di tutti i sei rating) tramite notizie di stampa e dalla relazione di Deloitte & Touche rinvenuta sul sito Parmalat; che, in tale occasione, Del Soldato, richiesto dalla stessa in merito a detto fondo, aveva risposto che lo stesso era stato costituito prima della fine del 2002. A seguito di tali notizie, dunque – si ribadisce dopo ben sei attribuzioni di rating – sorgevano negli analisti seri dubbi sulla qualità dei conti di Parmalat e sull'utilizzo della liquidità, elementi tutti che inducevano a porre Parmalat in CreditWatch (sotto osservazione) con le ovvie conseguenze negative. Solo in data 18.11.2003, S&P si decise ad inviare un questionario molto dettagliato, con richiesta di indi-

cazione di tutte le liquidità, con aggiornamento dell'indebitamento bancario, compresi i bond acquistati e private placement (v. doc. n. 79 delle attrici). Anche l'altro analista Deslondes aveva avuto dubbi sull'eccessiva liquidità del gruppo, giustificata da motivi fiscali da parte di Fausto Tonna, nel senso che gli interessi passivi consentivano di ridurre le tasse, mentre gli interessi attivi, pervenendo da società con regimi fiscali agevolati, permettevano di pagare meno tasse e che complessivamente la disponibilità era effettiva, gestita in modo prudente, in bonds di alta qualità. A tale riguardo vale solo la pena di rilevare che non sono affatto credibili, in quanto meramente ipotetiche e non suffragate da riscontri, le risposte date dal CTP delle convenute al tema dell'eccessiva liquidità e del riacquisto dei propri bonds (v. pag. 18 della prima memoria tecnica delle convenute). Né, infine, la dedotta sottovalutazione dei bonds riacquistati da parte della stessa Consob – come esposto nella terza memoria delle convenute a pag. 6 – può assumere alcuna valenza assolutoria nei confronti delle convenute, anche esse professioniste dotate di solide conoscenze e di adeguata struttura idonea a comprendere la realtà finanziaria delle società. Ancora nel 2003, S&P chiedeva notizie circa aspetti che avrebbe da tempo dovuto ben conoscere, domande che lasciano trasparire la poca conoscenza del gruppo Parmalat e, di conseguenza, della politica finanziaria e della struttura del debito e ciò con riferimento alla struttura del debito lordo, alle disponibilità liquide, ai bonds riacquistati (v. iter relativo al rilascio del quarto rating *sub a4*). In particolare, le conoscenze di S&P erano, inoltre, talmente carenti che solo nel 2003 l'agenzia si era preoccupata di verificare sui dati Bloomberg l'ammontare delle obbligazioni Parmalat in circolazione, dopo aver ricevuto un'allarmante telefonata da parte di JP Morgan, che aveva segnalato la discrepanza tra i titoli Parmalat in circolazione ed il debito lordo iscritto a bilancio. A tale riguardo, De La Presle, in sede di interrogatorio davanti al P.M. in data 16.1.2006, ha ammesso di essere venuto a conoscenza di tale differenza, appunto, solo nel 2003, di essere rimasto molto stupito della notizia e di aver chiesto spiegazioni a Del Soldato, il quale trasmise il dettaglio il 7.2.2003. Significativamente, però, non chiese ulteriori informazioni dopo che ebbe saputo da Tonna che l'importo dei bond riacquistati era stato sottratto dal debito lordo; né si preoccupò di chiedere quali società del gruppo avessero proceduto ai riacquisti e con quale denaro, né le motivazioni per le quali dette operazioni non fossero state rese note al mercato. In generale, le comunicazioni tra gli analisti, anche in occasione del sesto rating, dimostrano la consapevolezza delle questioni irrisolte, prima fra tutte, quella della gestione della liquidità (v. par. a6). Ulteriori elementi istruttori a supporto della grave carenza di dati a carico delle società odierne convenute, scaturiscono dalle dichiarazioni rese in sede di sommarie informazioni davanti al Nucleo regionale di polizia tributaria dell'Emilia Romagna, in data 24.3.2005, da Giulio Felice Silvio Giuseppe Lombardi Galli Della Loggia, il quale, riferendosi ad un incontro avuto unitamente al proprio capo ed al rating advisor presso la sede della società Parmalat, con alcuni dirigenti della stessa, nel giugno 2000, ha specificato che si era reso conto che nel bilancio non vi era una specifica voce riservata ai bond in circolazione, nonostante nel book di presentazione fosse indicata una lista contenente i singoli bond rilevati da Bloomberg. Tale anomalia venne da Parmalat spiegata negli stessi termini proposti a S&P, ossia che l'esclusione era dovuta al fatto che i bond erano gestiti, in termini di pagamento delle cedole e di custodia, da parte di istituti bancari. L'analista ritenne convincente tale spiegazione, tra l'altro non censurata dai revisori, «nell'ambito della poca trasparenza che ordinariamente contraddistingue i bilanci delle società italiane» (v. doc. n. 66 delle attrici). Altri rilievi furono fatti in tale occasione e riguardavano specificatamente la liquidità, ritenuta eccessiva e la voce «debiti verso banche», dal momento che questa, sommata al debito per emissioni obbligazionarie, rilevate dai dati di Bloomberg, non si conciliava con i dati di bilancio. Vero è che i dirigenti di Parmalat, in particolare nella persona di Fausto Tonna, fornirono spiegazioni, con riferimento alla questione della liquidità presentata come necessaria al fine di far fronte ad eventuali necessità acquisitive, come per il passato, necessità che, peraltro, non erano prevedibili per il futuro, posto che la politica acquisitiva del gruppo si sarebbe ridotta; con riferimento alla discrepanza tra i dati del debito, con il rilievo che alcuni bond erano stati riacquistati, anche se

degli stessi non venne fornito un prospetto, né indicato l'ammontare. Altrettanto vero è che, nonostante Lombardi Galli Della Loggia avesse raccomandato per Parfin e per Parmalat s.p.a. un rating BBB-, in quanto il gruppo appariva buono dal punto di vista operativo, il comitato di rating, invece, votò BB+ ed a tale conclusione pervenne proprio in ragione della scarsa trasparenza nei dati forniti. Significativo è, però, il fatto che Fitch, quanto meno, aveva effettuato la comparazione tra i dati forniti dall'azienda e le rilevazioni da Bloomberg e che, sulla scorta di tali discrepanze, aveva proceduto con ulteriori approfondimenti, traendone, poi, le debite conclusioni. Così evidenziando i plurimi inadempimenti a carico di S&P, occorre ora chiedersi se la condotta tenuta dalla società Parmalat con riferimento all'indicazione di tutti i dati di bilancio necessari possa incidere al punto tale da escludere e neutralizzare la condotta della controparte, avuto riguardo alle domande attoree. La prima delle quali concerne la restituzione dell'importo versato dalle attrici a titolo di corrispettivo e pari ad euro 784.120,00 (ovvero euro 655.000,00 oltre IVA). Una simile richiesta deve essere letta nell'ottica restitutoria tipica dell'art. 1458 c.c., scaturente dalla risoluzione contrattuale ex artt. 1453 e 1455 c.c. Sul punto si rileva che «la volontà di risolvere un contratto per inadempimento non deve necessariamente risultare da una domanda espressamente proposta dalla parte in giudizio, ben potendo implicitamente essere contenuta in altra domanda, eccezione o richiesta, sia pure di diverso contenuto, che presupponga una domanda di risoluzione» (nella specie, la domanda di risoluzione è stata giudicata implicita in quella di restituzione della somma corrisposta per una prestazione inadempita) (v. Cass. n. 21230/2009; v. anche Cass. n. 7518/1992; Cass. n. 4591/1980). Nel caso in esame, la domanda di restituzione del corrispettivo si inquadra, quindi, nella richiesta di risoluzione, che, ancorché non formulata in modo espresso, ne costituisce l'antecedente logico-giuridico. Sul versante della risoluzione contrattuale, l'art. 1455 c.c. ancora tale rimedio alla valutazione sia della gravità dell'inadempimento, sia dell'interesse della controparte. Ora, come detto, alla luce degli elementi istruttori sopra illustrati, è acclarato che, nell'espletamento dell'attività professionale di attribuzione del rating, S&P incorse in plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a sue proprie regole metodologiche, ma, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe dovuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti, dato, questo, pacificamente ammesso dalla stessa difesa attorea. In tale contesto, l'agenzia di rating avrebbe dovuto rifiutare la prestazione, come, peraltro, previsto dalle sue stesse prassi codificate, che consentono l'elaborazione dell'opinione sul merito creditizio solo in presenza di informazioni sufficienti, come appunto specificate nel dettaglio del documento n. 7 delle convenute. La stessa direttrice generale dell'agenzia di S&P in Italia, Maria Pierdicchi, sentita in sede di sommarie informazioni in data 19.10.2005, ha posto in rilievo come, laddove le informazioni non siano ritenute sufficienti a formare un giudizio di rating, indipendentemente dalla verifica contabile dei dati forniti dall'azienda, l'agenzia non possa procedere all'emissione del rating. Gli inadempimenti addebitabili a S&P appaiono decisamente gravi, posto che l'acquisizione di dati opachi, per di più in via confidenziale, sulla base di report interni e non riscontrabili nei bilanci, le mancate richieste di spiegazioni circa l'eccessiva liquidità correlata al massiccio ricorso ad emissioni obbligazionarie, i mancati riscontri dei dati acquisiti con i dati rilevabili da Bloomberg, la mancata richiesta di approfondimenti in ordine alle operazioni di riacquisto delle obbligazioni non rese note al mercato, né comunicate durante la vigenza dei contratti – pur in presenza di elementi diversi ricavabili da Bloomberg – costituiscono violazione del più generale dovere di rigore e prudenza certamente esigibile da un operatore professionalmente qualificato. Anzi, proprio il carattere frammentario e parziale delle informazioni fornite ed inspiegabilmente detenute, per certi aspetti, solo da alcune specifiche figure manageriali e non di dominio comune all'interno della società avrebbe dovuto suscitare sospetti non privi di conseguenze. Non disponendo, pertanto, l'agenzia di rating di poteri ispettivi e, tanto meno, coercitivi, la logica conseguenza di tali lacune conoscitive, ove non colmate da proprie indagini, sarebbe stata la non esecuzione della prestazione. L'alternativa al rifiuto di eseguire la prestazione professionale era quella di assegnare la categoria inferiore, allo stesso modo di come aveva operato

Fitch, categoria inferiore che, però, declassava il debito nella classe speculativa non gradita e non interessante per Parmalat; evenienza, questa, che, con ogni verosimiglianza, avrebbe condotto all'interruzione del rapporto negoziale. Non solo, alla luce dei criteri di attribuzione del rating, oltre a tale rifiuto, erano percorribili altre soluzioni, quali l'inserimento del rating nel CreditWatch. Al contrario, in tale contesto, l'agenzia di rating, pur avvedendosi di tutte tali anomalie ed essendo ragionevolmente in grado di soppesarne l'importanza, provide sempre ad andare incontro alle esigenze dell'azienda, ora diversificando i metodi di calcolo degli indici, ora trascurando i dati enucleabili dalle mediane senza alcuna giustificazione, ora sottacendo circostanze di assoluto rilievo per gli operatori di mercato, in modo che non trasparissero elementi incoerenti con l'attribuzione dell'investment grade. Sulla base di tutte tali considerazioni, la gravità dell'inadempimento rileva sotto il profilo sia qualitativo, sia quantitativo. Occorre, poi, valutare, alla stregua dell'art. 1455 c.c., l'interesse della controparte rispetto alla ritenuta gravità dell'inadempimento. A tale proposito, non può rilevare la condotta, anche dolosa, della controparte Parmalat, per due diversi ordini di ragioni, tra loro intersecatesi nell'ambito dell'ordinario programma contrattuale intessuto dalle parti. In primo luogo, occorre incentrare l'attenzione sul fatto che, se è vero che il giudice, al fine della risoluzione, deve procedere alla valutazione del comportamento di entrambe le parti (v. Cass. n. 1187/1987), è anche vero che le parti dell'odierno giudizio non sono collocate *ab origine* su di un piano di parità: l'una è un'azienda che può o meno avere i bilanci e la contabilità in regola, l'altra è un professionista altamente specializzato, dotato di una specifica struttura organizzativa, in grado di leggere i bilanci civili e consolidati, di elaborarne i relativi indici e di effettuare le conseguenti valutazioni, disponendo anche di personale specializzato nel settore merceologico di volta in volta considerato. Nel caso di specie, proprio la specifica professionalità di S&P – che disponeva di molteplici figure di altissimo profilo specialistico – poneva l'agenzia di rating in una posizione non paritaria rispetto al gruppo Parmalat, posizione non condizionabile e non influenzabile da eventuali dati economico-finanziari distorti. E ciò anche perché S&P disponeva, tramite i propri criteri di rating, di tutti gli strumenti idonei a rendere la propria attività professionale impermeabile rispetto ad eventuali comunicazioni non corrette da parte del gruppo Parmalat. In secondo luogo, il riferimento all'interesse dell'altra parte, costituente, secondo il legislatore, uno dei parametri valutativi della risoluzione, deve essere inteso come interesse al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale e può essere interesse tanto materiale, quanto ideale. Non può, in ogni caso, essere inteso in termini di interesse ad ottenere una prestazione professionale non corretta nei limiti in cui essa sia anche vantaggiosa da altri punti prospettici, come, ad esempio, nel caso in esame, dal punto di vista del successo dell'emissione obbligazionaria e di maggiori vantaggi all'interno del complessivo circuito bancario-finanziario. Ciò non certo per le conseguenze verificatesi, ossia il default – in quanto si tratta di un inutile giudizio *ex post* – ma, piuttosto, per quello che il legislatore ha inteso come normale e ragionevole interesse all'adempimento della prestazione commissionata, secondo l'*id quod plerumque accidit*. Ovvero, il committente doveva attendersi che il professionista operasse correttamente, anche laddove ciò comportasse uno svantaggio nell'immediato: quindi, con riguardo al caso in esame, l'azienda doveva avere interesse ad una corretta valutazione del business risk e del financial risk quale risultante dai propri dati di bilancio, anche laddove una corretta valutazione implicasse minori vantaggi e pur con la facoltà di rifiutare la prestazione, ove, per interne ragioni aziendali, anche non trasparenti, non la ritenesse più conveniente. Pertanto, l'interesse di Parmalat ad ottenere l'inserimento nella categoria investment grade non costituisce quell'interesse apprezzabile che il legislatore ha selezionato al fine della risoluzione contrattuale; interesse che, al contrario, avrebbe dovuto concretizzarsi nella regolare e diligente attività valutativa, con l'auspicio – questo sì comprensibile – di ottenere una valutazione il più positiva possibile, alla stregua delle regole operative e metodologiche usualmente seguite dall'agenzia, proprio perché in questo modo il vantaggio non sarebbe stato solo immediato, ma si sarebbe consolidato nel tempo. Pare, dunque, che i plurimi e gravi inadempimenti delle odierne convenute, rapportati all'in-

teresse della controparte e tenuto conto dell'asimmetria di posizione delle due parti, non possano che far ritenere la risoluzione dei contratti conclusi, con condanna delle convenute alla restituzione della complessiva somma di euro 784.120,00 – oltre interessi legali dalla notifica della citazione al saldo.

d) Il risarcimento del danno: nesso causale e quantificazione.

La difesa delle attrici ha anche chiesto la condanna delle parti convenute al risarcimento del danno quantificato nella somma risultante dalla differenza tra euro 4.073.200.000,00 (importo totale delle obbligazioni emesse) oltre interessi e rivalutazione e l'equivalente in euro di 149.000.000 dollari al cambio alla data del 12.1.2007, pari alla quota transatta con le società Deloitte & Touche s.p.a. e Dianthus s.p.a. Ha argomentato, sul punto, la difesa attorea che «se S&P non avesse dolosamente elargito a Parmalat un rating che essa non meritava tout court, e che non meritava comunque nel livello investment grade, il management Parmalat non avrebbe potuto continuare – negli anni rilevanti ai fini della presente contesa: novembre 2000/dicembre 2003 – a perpetrare i propri illeciti a danno della società e dei suoi soci, nonché a danno del ceto creditorio» (v. pag. 97 della comparsa conclusoriale). La difesa attorea ha, peraltro, riconosciuto che S&P non è stata certo l'unica responsabile dei misfatti in questione, posto che a cagionare gli enormi danni al patrimonio sociale di Parmalat, ai suoi soci, ai suoi creditori hanno concorso, con diversi ruoli e a diverso titolo, in primo luogo, lo stesso management Parmalat e, in secondo luogo, i revisori dei conti, le banche che hanno collocato i titoli e che hanno concesso un immeritato credito, con ulteriore aggravio del dissesto. Secondo Parmalat, tuttavia, con il contributo causale di S&P è stata distrutta ricchezza nella misura in cui sono state emesse obbligazioni per euro 4.073.200.000,00, poi non rimborsate. La difesa delle società convenute ha sottolineato come Calisto Tanzi sia stato condannato, con sentenza del Tribunale di Milano in data 18.12.2008, per i reati di aggrottaggio e bancarotta fraudolenta, in quanto, come dallo stesso affermato, era il vero regista del sistema di falsificazioni su cui si era retto il gruppo Parmalat per oltre dieci anni (v. doc. n. 159 delle convenute) e aveva ordinato a Tonna di falsificare i bilanci delle società del gruppo e di porre in essere tutte le manovre fraudolente a ciò necessarie. Lo stesso Tonna, in sede di interrogatorio davanti al P.M. in data 23.12.2003, ha dichiarato che in veste di direttore amministrativo dal 1987 e dedito anche ad attività di finanza internazionale del gruppo Parmalat sin dal 1991 e con il ruolo di direttore finanziario dal 2001, teneva un rapporto diretto con Calisto Tanzi, il quale, ben a conoscenza di tutti i problemi del gruppo, aveva anche deciso di occultarli, ordinandogli di attivarsi in tal senso. Significativamente, Tonna ha dichiarato: «in buona sostanza mi ha sempre ordinato di occultare quella che è poi diventata una voragine finanziaria. Preciso che sono stato io a studiare e creare gli strumenti tecnici illeciti e fraudolenti che abbiamo utilizzato per mascherare la situazione. Il Tanzi mi ha anche invitato a non riferire mai al cda e agli organi di controllo la gravità della situazione negli esatti termini e le tecniche utilizzate per dissimularla» (v. pagg. 3-4 del doc. n. 150 delle convenute). Né, come è emerso dalle relazioni della Consob e dalla relazione dei consulenti tecnici della Procura della Repubblica del Tribunale di Parma, la condotta di Deloitte & Touche e di Grant Thornton è andata certamente esente da responsabilità (v. docc. nn. 126, 137, 143 delle convenute). In questa sede, non è, tuttavia, necessario valutare la condotta degli altri soggetti sopra indicati, posto che era onere specifico della difesa attorea dimostrare che l'attività professionalmente scorretta svolta dall'agenzia di rating aveva provocato un aggravamento del dissesto autonomamente enucleabile in una situazione di voragine finanziaria senza precedenti e già ben consolidata. Ed, invero, in tale contesto, la difesa attorea non ha dimostrato, neppure in forza di indizi precisi ed univoci, che l'attività svolta dall'agenzia di rating abbia determinato quell'ulteriore dissesto a tale attività esclusivamente riconducibile; con la conseguenza che il supposto aggravio ben avrebbe potuto essere determinato anche da altri fattori causalmente rilevanti e, tra l'altro, anche ammessi dalla stessa attrice. In particolare, la Parmalat s.p.a. non ha dimostrato che, anteriormente ai contratti di prestazione di rating, le precedenti emissioni obbligazio-

narie avessero avuto un minore successo: tale circostanza, infatti, avrebbe potuto costituire un significativo indice del vantaggio e, quindi, dell'univoca efficienza causale attribuibile all'attività prestata dalle convenute, con riguardo all'importo richiesto. Al contrario, come emerge dall'estratto della C.T.U. della Dott.ssa Stefania Chiaruttini nel procedimento penale davanti al Tribunale di Milano (v. doc. n. 110 di parte attorea), «i prestiti obbligazionari emessi dal gruppo Parmalat dal 1994 sono complessivamente n. 50 per un totale di euro/mln 9.445,8»: di questi euro/mln 516,0 è l'importo complessivo dei prestiti obbligazionari regolati dalla legge italiana ed emessi da Parfin, mentre n. 45 sono i bonds emessi da società straniere del gruppo, quasi tutti quotati in Lussemburgo e garantiti da Parmalat o da Parfin. Del resto, gli stessi consulenti della difesa attorea hanno sottolineato che il gruppo Parmalat aveva la necessità, nell'anno 2000, di continuare ad emettere bond e raccogliere in tal modo nuove risorse sul mercato «pari, a partire dal 2000, ad un importo medio mensile di circa 125 milioni di euro» (v. pag. 20 della prima memoria dei CTP di Parmalat): significativamente, però, dalla tabella a pag. 20 della predetta relazione emerge come il gruppo avesse emesso obbligazioni anche in misura decisamente massiccia, proprio negli anni immediatamente anteriori la conclusione dei contratti di rating. Ora, proprio in presenza di siffatto quadro istruttorio, non è desumibile una qualche differenziazione tra le emissioni obbligazionarie antecedenti ai contratti di rating e quelle successive: con la conseguenza che non è provata un'autonoma incidenza dell'attività svolta da S&P nell'aggravare il dissesto ovvero nell'essere stata essa sola od anche in parte la causa del mancato rimborso delle obbligazioni emesse sotto la vigenza dei contratti *de quibus*. Né, conseguentemente, la difesa attorea ha fornito una minima indicazione in ordine al *quantum* del preteso danno che ha tout court identificato con l'importo complessivo delle obbligazioni in questione, con decurtazione della quota riconducibile alla responsabilità di Deloitte & Touche e di Dianthus, in forza dell'intervenuta transazione. Per tali ragioni, la domanda di condanna delle convenute al risarcimento dei danni va respinta. Da tale conclusione segue l'irrilevanza di ulteriore consulenza e dei relativi ordini di esibizione di cui *sub* D) ed E) della precisazione delle conclusioni delle parti convenute.

e) La domanda riconvenzionale, l'ordine di cancellazione ex art. 89 c.p.c. e le domande di manleva.

La domanda riconvenzionale spiegata dalle convenute e volta all'accertamento della responsabilità della controparte, per avere questa fornito dati non veritieri, non merita accoglimento, in ragione di quanto esposto *sub* c) in punto di inadempimento. Ed, infatti, come già detto, le parti protagoniste dei contratti si trovavano su piani diversi e dovevano agire su differenti livelli: se, certamente, il gruppo Parmalat si era impegnato a fornire dati corretti, è altrettanto vero che S&P doveva agire nel rispetto della metodologia da essa stessa elaborata e con particolare prudenza, tanto che, nel caso in esame, avrebbe dovuto o astenersi dall'affettuare la prestazione o assegnare un rating speculative grade, proprio per la sostanziale mancanza di trasparenza della controparte. Considerate, quindi, le ragioni dell'inadempimento come esposte *sub* c), la domanda svolta dalle convenute, tesa ad accertare l'inadempimento delle controparti e la condanna di queste al risarcimento del danno

all'immagine subito, va respinta, posto che l'eventuale danno all'immagine ed alla reputazione professionale è dipeso non dai dati non corretti trasmessi da Parmalat, ma dallo stesso operato di S&P, non adeguato in rapporto al materiale conoscitivo acquisito. Non merita accoglimento l'ordine di cancellazione ex art. 89 c.p.c. richiesto dalla difesa della convenuta rispetto alla memoria attorea del 15.11.2006, posto che, nella stessa, Parmalat s.p.a. ha semplicemente ribadito le proprie posizioni, contestando l'operato della controparte mediante il ricorso a metafore, che costituiscono libera estrinsecazione della linea difensiva; allo stesso modo debbono essere valutati i riferimenti ai profili penalistici della vicenda, che hanno interessato anche esponenti di S&P. Il rigetto della domanda di condanna al risarcimento dei danni proposta dalla difesa attorea comporta l'assorbimento delle domande di manleva formulate dalle convenute nei confronti di Calisto Tanzi, Fausto Tonna, Luciano Del Soldato, Italaudit spa in liquidazione *Omissis*.

P.Q.M.

Il giudice, definitivamente decidendo nella causa n. 64077/05 R.G., ogni diversa istanza, eccezione e difesa disattesa e respinta, dato atto dell'intervenuta estinzione del giudizio limitatamente alle domande svolte da The McGraw-Hill Companies s.r.l. e da The McGraw-Hill Companies s.a. nei confronti di Deloitte & Touche s.p.a. e di Dianthus s.p.a., come da ordinanza in data 4.1.2010, così provvede:

- 1) condanna in solido The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a. al pagamento, in favore di Parmalat s.p.a., della somma di euro 784.120,00 – oltre interessi come specificato in motivazione;
- 2) respinge la domanda di risarcimento dei danni formulata da Parmalat s.p.a. contro The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a.;
- 3) respinge la domanda riconvenzionale proposta da The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a. contro Parmalat s.p.a.;
- 4) dichiara assorbite le domande di manleva proposte da The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a. contro Calisto Tanzi, Fausto Tonna, Luciano Del Soldato, Italaudit s.p.a. in liquidazione;
- 5) respinge la richiesta ex art. 89 c.p.c. formulata da The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a.;
- 6) dichiara inammissibile l'intervento di Parmalat Pacific Ltd ai sensi dell'art. 105, 1° co., c.p.c.;
- 7) condanna in solido The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a. a rimborsare, in favore di Parmalat s.p.a., le spese processuali, che liquida in complessivi euro 47.390,00 – di cui euro 41.500,00 per onorari, euro 3.890,00 per diritti, euro 2.000,00 per spese – oltre rimborso delle spese di C.T.U. ed accessori come per legge;
- 8) dispone l'integrale compensazione delle spese di lite tra, da un lato, Parmalat Pacific Ltd e, dall'altro, The McGraw-Hill Companies s.r.l. e The McGraw-Hill Companies s.a.;
- 9) condanna Parmalat s.p.a. a rifondere, in favore di Fausto Tonna, le spese processuali, che, già operata la compensazione per , liquida in complessivi euro 53.187,28 – di cui euro 50.342,28 per onorari, euro 2.760,00 per diritti, euro 85,00 per spese – oltre accessori come per legge.

1. La fattispecie

La sentenza oggetto del presente commento costituisce il primo precedente in materia di responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dell'emittente⁽¹⁾.

La vicenda processuale origina da un'azione intrapresa dall'am-

ministratore straordinario di Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. nei confronti della divisione italiana e francese della società di rating Standard & Poor's, chiedendone la condanna al risarcimento dei danni derivati alle società attrici ed alla massa creditoria a causa dell'inadempimento delle convenute alle ob-

⁽¹⁾ Il testo integrale della sentenza è disponibile in www.ilcaso.it; e in www.ipsoa.it/lesocieta.

Per la recente letteratura in *subiecta materia* si rinvia a L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 713 ss.; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, 65 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa*, 2010, 459 ss.; MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'a-*

genzia di rating nei confronti del committente, in *Obbl. e contr.*, 2010, 289 ss.; ENRIQUES e GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, 475 ss.; PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2011, 179 ss.; SCARONI, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2011, 764 ss.

bligazioni contrattuali contenute nei sei contratti stipulati tra il 2.6.2000 ed il 13.2.2003⁽²⁾.

Le convenute, oltre che sollevare numerose questioni pregiudiziali, chiedevano nel merito la reiezione delle domande, rilevando, in primo luogo, come il danno lamentato dalle società Parmalat non fosse addebitabile a Standard & Poor's, bensì al management, alle banche collocatrici ed ai revisori. Osservavano, in secondo luogo, come l'attività di assegnazione del rating nel corso degli anni fosse sempre stata diligente, giustificata e conforme alle indagini e procedure effettuate dal team di analisti di S&P e approvate dal comitato interno.

In via subordinata, insistevano per l'accertamento del concorso di colpa delle stesse attrici, individuabile nell'aver queste ultime fornito dati non rispondenti alla realtà economico-finanziaria dell'azienda. Le stesse chiedevano, inoltre, che fossero adeguatamente valutati anche quegli importi che le controparti avessero ottenuto con transazioni giudiziali o stragiudiziali con altri soggetti ritenuti responsabili. Per l'ipotesi di anche parziale accoglimento delle domande attoree, chiedevano di essere manlevate per l'intero danno dai terzi chiamati in causa. In via riconvenzionale, formulavano declaratoria di inadempimento contrattuale di Parmalat s.p.a. e di Parmalat Finanziaria s.p.a. in ragione della condotta tenuta da queste nel corso dell'esecuzione dei contratti e la conseguente condanna delle stesse al risarcimento dei danni all'immagine ed alla reputazione economica e professionale subiti⁽³⁾.

Tale linea difensiva – assolutamente non condivisibile – appariva sottesa ad equiparare i giudizi forniti dalle agenzie a delle semplici opinioni, protette, in quanto tali, dal primo Emendamento della Costituzione statunitense in materia di libertà di parola e di stampa⁽⁴⁾.

Il Giudice di merito non accoglieva le tesi difensive formulate dalle agenzie e dichiarava risolti i contratti stipulati con le committenti, atteso che le convenute erano incorse in plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo alle proprie regole metodologiche, ma, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbero dovuto tenere pur in presenza di comportamenti scarsamente trasparenti da parte dei committenti.

⁽²⁾ Per un primo commento della decisione in epigrafe si rinvia a P. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, in *Soc.*, 2011, 1444 ss.

⁽³⁾ GOMMELLINI, *Gli scandali dei mercati finanziari, l'attività di rating e i modelli di prevenzione dei reati*, in *Dir. banca e mercato fin.*, 2004, 599, evidenzia come il rating non rappresenti «una semplice informazione diretta al mercato ma un punto di riferimento di larga utilizzazione sia a livello normativo (come certification) che negoziale (come benchmark)».

⁽⁴⁾ Per l'analisi di alcuni leading cases si rinvia al lavoro di DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 503 ss.

Particolare rilievo assumono, nella dottrina statunitense, le ricostruzioni operate da SCHWARZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, in *Minnesota L.R.*, 2008, 93 ss.; HUNT, *Credit Rating Agencies And The Worldwide Credit Crisis: The Limits Of Reputation, The Insufficiency Of Reform, And A Proposal For Improvement*, in *Columbia Bus. L.R.*, 2009, 109 ss.

⁽⁵⁾ FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ.*, 2007, 682: «Si tenga presente, comunque, che la giurisprudenza è solita affermare la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico e già questo potrebbe essere un indice da cui desumere la prevalenza dell'interesse del risparmiatore». MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, *ivi*, 2008, 638, secondo cui «Pur se la qualificazione giuridica relativa al titolo della responsabilità assume notevole importanza, seppure in un contesto caratterizzato dalla progressiva erosione dei tratti distintivi tra le due figure, non va sottovalutato il fatto che la responsabilità dell'agenzia di rating

Ne sarebbe derivato, come logico corollario, che Standard & Poor's avrebbe dovuto essere condannata sia alla restituzione dei compensi percepiti che al risarcimento dei danni diretti e/o indiretti derivati ai terzi risparmiatori e/o creditori, ma la Corte ha deciso diversamente, facendo ricorso ad argomentazioni non del tutto convincenti⁽⁵⁾.

2. Il contratto di rating: natura giuridica

Il Tribunale di Milano, rifacendosi alle valutazioni contenute nella relazione peritale redatta dai C.T.U., definisce il rating come «l'opinione espressa da un'organizzazione indipendente, detta agenzia di rating, sulla capacità di un emittente o di un'emissione di far fronte ai propri impegni finanziari (pagamento di interessi e rimborso del capitale). Secondo la CONSOB, il rating consiste in una valutazione dell'idoneità di un emittente a provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi ad una o più emissioni di titoli di debito. In base ad una definizione della stessa S&P il rating è l'opinione sulla capacità e volontà di un soggetto economico di pagare puntualmente alla scadenza il debito contratto, fornendo per estensione una informazione aggiornata sulla solvibilità del debitore⁽⁶⁾».

Ne deriva che 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⁽⁷⁾.

Tale valutazione risulta teleologicamente orientata all'attribuzione – a beneficio dell'emittente – di una rilevante reputazione sul mercato domestico e/o internazionale delle transazioni finanziarie, nonché permette – al tempo stesso – agli investitori di analizzare indirettamente sia la struttura economica dell'operazione sia di valutare preventivamente gli eventuali rischi d'insolvenza e/o di ritardo nel pagamento dei titoli⁽⁸⁾.

Appare d'indubbia evidenza, infatti, che la concreta esigenza di

assume, indipendentemente dalla sua collocazione sistematica, caratteristiche di indubbia originalità».

⁽⁶⁾ L'art. 3, 1° co, lett. a, Reg. CE 16.10.2009, n. 1060, definisce il rating come «un parere relativo al merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito».

Per la disamina di tale regolamento si rinvia a MAU, DE BELLIS, *La nuova disciplina europea delle agenzie di rating*, in *Giornale dir. amm.*, 2010, 453 ss.; SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Leggi civ. comm.*, 2010, 291 ss.

⁽⁷⁾ MARIANELLO, *Cartolarizzazione e responsabilità della società di rating*, Roma, 2004, 40 ss.

⁽⁸⁾ E. MONTI, in *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996, 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 produr-

addivenire ad una sempre più completa trasparenza dei mercati rappresenta un aspetto di rilevante importanza in un contesto finanziario globalizzato, nel quale 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-risparmiatori⁽⁹⁾. Ne consegue l'assoluta indispensabilità del rating all'interno delle operazioni di finanza strutturata, dal momento che l'idoneità del giudizio valutativo trae il proprio fondamento mediante previsioni statistico-attuariali fondate su parametri di natura prospettica, caratterizzati dall'analisi minuziosa di indici qualitativi (business risk) e/o quantitativi (financial risk) presi a riferimento⁽¹⁰⁾.

Il Tribunale di Milano definisce il business risk come la posizione relativa dell'azienda nel suo settore di riferimento e sul mercato, mentre il financial risk rappresenta la valutazione della posizione finanziaria attuale e prospettica dell'azienda stessa. La valutazione del business risk è un'analisi prettamente qualitativa e statica, ancorata al contesto economico e di mercato nel quale opera l'impresa, al fine della determinazione del livello di rischio operativo dell'azienda. L'analisi del financial risk si fonda soprattutto

sull'uso di strumenti quantitativi, ed in particolar modo di indici finanziari, tra i quali: l'analisi dei principi contabili; l'analisi della politica finanziaria; l'analisi della redditività; l'analisi della struttura del capitale e dell'indebitamento finanziario; l'analisi della struttura del cash flow.

I contratti intercorsi tra i committenti e la società di rating sollecitano, pertanto, una riflessione volta a stabilire se tali fattispecie debbano essere ricondotte nell'alveo della tipicità negoziale oppure se le medesime presentino peculiari caratteristiche di atipicità.

In relazione a tale profilo, il giudice ha correttamente ricondotto il contratto di rating all'interno della prestazione d'opera professionale.

La predetta qualificazione si fonda sulla sussistenza di un rapporto di carattere fiduciario tra il committente e l'agenzia incaricata, la quale è tenuta al rispetto, nell'esercizio della propria discrezionalità tecnica, di una serie di regole di settore (c.d. «standards») e delle relative norme deontologiche⁽¹¹⁾.

La forma societaria, anche in conseguenza di intervenute modifiche legislative⁽¹²⁾, non può ritenersi incompatibile con l'esercizio di una professione intellettuale perché non si pone in aperto contrasto con il fondamentale principio della personalità della prestazione⁽¹³⁾.

re notizie per il mercato senza essere in nessun caso coinvolti nel processo di finanziamento».

PIVATO, in *Il rating: la valutazione del debito e la stabilità dei mercati finanziari in Italia*, Milano, 1995, 18 ss.: «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».

⁽⁹⁾ M. SALA, *Analisi di bilancio, rating e valutazioni*, Milano, 1997, 163 ss.: «È assai importante che il potenziale finanziatore imposti 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; 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».

⁽¹⁰⁾ R. ALBISETTI, *Finanza strutturata*, Milano, 2000, 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».

⁽¹¹⁾ FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 323, riconosce che «le agenzie di rating esulano dall'ambito delle tradizionali professioni protette, considerando tra l'altro che l'attività degli analisti finanziari è una professione libera; tuttavia è indubbio che le agenzie possiedono uno *status* particolare che genera un notevole affidamento nei terzi sulla corretta esecuzione della prestazione. In questo senso, depone non solo il carattere fortemente oligopolistico dell'industria del rating, ma anche il fatto che la sopravvivenza di un'agenzia – come si è già rilevato – dipende proprio dalla reputazione che si è conquistata sul mercato per l'attendibilità e l'affidabilità del suo operare; senza contare, poi, il ruolo istituzionale delle agenzie di rating, in considerazione della crescente importanza del mercato delle obbligazioni private e del fatto che, ai giudizi delle agenzie, è riconosciuto un sempre più esteso riconoscimento all'interno delle regolamentazioni, oltre che delle prassi, dei mercati finanziari».

⁽¹²⁾ La l. 11.2.1994, n. 109 (c.d. «legge Merloni») consente la costituzione, anche sotto forma di società di capitali, di società di progettazione costituite tra professionisti (c.d. «società di engineering»). L'art. 24, l. 7.8.1997, n. 266 (c.d. «legge Bersani») ha abrogato l'art. 2, l. 23.11.1939, n. 1815, che vietava l'esercizio dell'attività professionale in forma societaria.

⁽¹³⁾ Per D. CASADEI, *La responsabilità delle società di revisione*, Milano, 2000, 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 reinterpretata il concetto di

Risulta di indubbia evidenza, d'altra parte, che la sempre più articolata realtà dei moderni traffici commerciali richiede l'adozione di modelli operativi complessi, i quali comportano il possesso di cognizioni tecniche particolarmente qualificate nonché di strutture organizzative dimensionalmente estese e tra loro integrate⁽¹⁴⁾⁽¹⁵⁾.

Ne deriva che l'inadempimento dell'agenzia – qualora 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⁽¹⁶⁾ – deve essere valutato alla stregua dei doveri inerenti i doveri di diligenza e perizia mediamente esigibili dall'operatore qualificato ex art. 1176, 2° co., c.c.⁽¹⁷⁾.

D'altronde le prestazioni caratterizzanti l'operato dell'advisor si sostanziano in una pluralità di atti connessi ed inscindibili, consistendo nella predisposizione di servizi accessori, nella verifica e/o controllo di natura periodica su dati economico-contabili (allo scopo di pervenire ad un giudizio prospettico sul futuro sviluppo e sull'affidabilità creditizia del soggetto valutato) e nello svolgimento di operazioni di carattere ispettivo. Tali attività non debbono essere intese in un'accezione statica, essendo connaturate all'eventuale revisione dei giudizi ed alla predisposizione dei relativi warnings, emanati a tutela del committente, degli investitori e del mercato⁽¹⁸⁾.

L'individuazione delle regole applicabili al caso di specie per definire il grado di diligenza richiesto ai raters e le correlative ipotesi di responsabilità sono stati correttamente enucleati dall'organo giudicante mediante l'utilizzo degli strumenti elaborati in letteratura e nella prassi in casi analoghi⁽¹⁹⁾, considerato testualmente che «le parti dell'odierno giudizio non sono collocate

ab origine su di un piano di parità: l'una è un'azienda che può o meno avere i bilanci e la contabilità in regola, l'altra è un professionista altamente specializzato, dotato di una specifica struttura organizzativa, in grado di leggere i bilanci civili e consolidati, di elaborarne i relativi indici e di effettuare le conseguenti valutazioni, disponendo anche di personale specializzato nel settore merceologico di volta in volta considerato. Nel caso di specie, proprio la specifica professionalità di S&P – che disponeva di molteplici figure di altissimo profilo specialistico – poneva l'agenzia di rating in una posizione non paritaria rispetto al gruppo Parmalat, posizione non condizionabile e non influenzabile da eventuali dati economico-finanziari distorti. E ciò anche perché S&P disponeva, tramite i propri criteri di rating, di tutti gli strumenti idonei a rendere la propria attività professionale impermeabile rispetto ad eventuali comunicazioni non corrette da parte del gruppo Parmalat».

3. I doveri di informazione ed indipendenza da parte dell'advisor

La predetta indagine si rivela strumentale ad una corretta individuazione dei concreti doveri di comportamento facenti capo all'advisor, dal momento che le prestazioni oggetto del contratto si sostanziano in una serie di attività connesse ed inscindibili, specularmente riferibili ad una pluralità di doveri di comportamento⁽²⁰⁾.

Tra questi ultimi assumono peculiare rilevanza il dovere di informazione⁽²¹⁾, obbligo comune a tutti gli operatori economici che diffondono dati e/o notizie sul mercato dei capitali, nonché il dovere di indipendenza⁽²²⁾.

«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».

⁽¹⁴⁾ Sui requisiti di professionalità delle società di rating si rinvia all'art. 2, Reg. Consob, 2.11.1999, n. 12175.

⁽¹⁵⁾ In materia di società di revisione si veda Mar. NUZZO, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, II, Padova, 1998, 1507 ss.

Trib. Milano, 4.11.2008, in *Corriere merito*, 2009, 175 ss., con nota di G. VECCHIO, *La società di revisione è negligente? Risponde dei danni subiti dagli investitori*; e in *Corriere giur.*, 2009, 540 ss., con nota di SANGIOVANNI, *La responsabilità extracontrattuale della società di revisione nel caso Parmalat*: «si potrebbe ipotizzare la sussistenza, fra società di revisione e società revisionata, di un contratto di prestazione d'opera intellettuale ai sensi degli artt. 2229 ss. c.c. Altrimenti il rapporto potrebbe essere qualificato come appalto di servizi (artt. 1665 ss. c.c.) oppure come mandato (artt. 1703 ss. c.c.). In ogni caso è difficilmente negabile che esista un contratto fra le parti. Dalla sussistenza di un contratto deriva che la violazione delle pattuizioni contrattuali può far nascere la responsabilità civile della società di revisione».

⁽¹⁶⁾ Per ulteriori approfondimenti si rinvia a MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, cit., 2008, 635 ss.

⁽¹⁷⁾ PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 150 ss.

⁽¹⁸⁾ Per COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Napoli, 2001, 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. 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».

⁽¹⁹⁾ BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria della spa*, Torino, 2006.

Per CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 54 ss., «l'imputazione di responsabilità è collegata alla dimostrazione della mancata osservanza, da parte del soggetto valutatore, degli standards qualitativi e quantitativi richiesti dalla specifica realtà di riferimento. La società di rating risponde a titolo di responsabilità contrattuale, per cui eventuali esenzioni da imputazioni saranno rese possibili dalla prova che l'inadempimento è dovuto a cause non conosciute o conoscibili durante lo svolgimento dell'attività di cui trattasi».

⁽²⁰⁾ Tali obblighi, dapprima previsti a livello di autoregolamentazione, sono stati espressamente inseriti all'interno del Reg. CE 1060/2009 (artt. 6-13), per la cui analisi si rinvia a MAU, DE BELLIS, *op. cit.*, 457 ss.; e SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 317 ss.

Sull'eterno (e mai risolto) dibattito tra un mercato dominato da regole giuridiche o precetti di derivazione pattizia si rinvia a LEMMA, *Soft law e regolazione finanziaria*, in *Nuova giur. comm.*, 2006, II, 600 ss.

⁽²¹⁾ Sui doveri d'informazione dell'intermediario finanziario si rinvia al lavoro di FACCI, *op. ult. cit.*, 5, in cui siffatti obblighi vengono definiti come «un'applicazione dei canoni di diligenza, correttezza, nonché del principio di trasparenza».

ROPPO, *Sui contratti del mercato finanziario, prima e dopo la MIFID*, in *Riv. dir. privato*, 2008, 487, evidenzia la peculiare complessità della materia in oggetto, dal momento che «La disciplina del mercato finanziario e dei relativi contratti ha la fondamentale caratteristica di essere una disciplina multilivello, e cioè di risultare composta da una pluralità di fonti di natura diversa che convergono a coprire lo stesso oggetto di regolazione».

⁽²²⁾ Anche per ANTONUCCI e PARACAMPO, *Conflitti d'interesse e disciplina*

Il primo dovere assume una peculiare rilevanza ed assolve anche ad una funzione *lato sensu* pubblicistica, atteso che le regole di funzionamento dei mercati mobiliari costituiscono rimedi preposti al superamento delle numerose distorsioni ed asimmetrie attualmente presenti nella realtà dei traffici⁽²³⁾.

La scienza economica ha ampiamente dimostrato, infatti, come una corretta informazione fornita dagli operatori presenti sul mercato costituisca indispensabile corollario per il funzionale andamento di quest'ultimo⁽²⁴⁾.

In relazione a tali obiettivi la società di rating, oltre che svolgere con carattere di professionalità una preminente funzione di broker informativo, è chiamata ad eseguire una serie di prestazioni collaterali ed accessorie, quali l'attività di consulenza ed il correlativo dovere di riservatezza sui dati appresi nell'esercizio della specifica attività, dal momento che le informazioni fornite dal-

l'agenzia appaiono suscettive di condizionare le relative operazioni di asset allocation, riguardando situazioni in grado di influenzare sensibilmente le quotazioni dei titoli (c.d. «informazioni price sensitive»)⁽²⁵⁾.

Si manifesta così la continua tensione tra due diverse e contrapposte 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⁽²⁶⁾; dall'altro lato, invece, deve tenersi conto della specifica rilevanza dell'attività svolta dall'advisor, il quale ricopre una funzione che involge anche interessi di terzi soggetti, suscitando un affidamento non difforme, dal punto di vista qualitativo, rispetto a quello attribuito dagli operatori economici al sistema bancario

delle attività finanziarie: il titolo II della legge sul risparmio e le sue successive modifiche, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, I, 324, «Sarebbe invece più appropriato parlare di "indipendenza", in termini di principio generale che, unitamente alla correttezza, all'obiettività di giudizio ed alla diligenza, deve connotare il *modus agendi* dell'analista finanziario, quale soggetto professionale autonomamente considerato, sia che operi singolarmente, sia che presti la sua attività alle dipendenze di intermediari abilitati».

FIL. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 294 ss.; MAFFEIS, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. privato*, 2005, 576 ss.

⁽²³⁾ Secondo STIGLITZ, *La globalizzazione ed i suoi oppositori*, Torino, 2002, 96 ss., l'idea che i mercati operino autonomamente in modo efficiente ha determinato l'adozione di modelli erranei che solo una corretta economia della conoscenza è stata in grado di correggere.

L. PICARDI, *op. cit.*, 718 ss., rileva la funzione di gatekeepers assolta dalle agenzie, poiché un «rating elevato, cui corrisponde un rischio inferiore, consente all'emittente non soltanto di collocare i propri titoli anche sul mercato internazionale, ma soprattutto di offrire un tasso di interesse più basso o di chiedere un corrispettivo più alto per l'operazione di emissione, con una complessiva riduzione del costo di raccolta del capitale di credito. Questo effetto si deve, d'altronde, alla possibilità per gli emittenti interessati a dimostrare la migliore qualità della propria emissione di trasmettere informazioni "sensibili" alle agenzie di rating, le quali potranno verificarle e valutarle senza doverle comunicare pubblicamente e, soprattutto, senza rivelarle alle imprese concorrenti. Da quanto sin qui esposto dovrebbe risultare chiaro che le agenzie di rating agiscono quali "intermediari dell'informazione" fra emittenti ed investitori. Ciò posto, si comprende come il rating sia considerato alla stregua di un "bene pubblico", dato che la diffusione di contenuti informativi complessi per il tramite di un indicatore facile da comprendere, per un verso, riduce o elimina le duplicazioni nelle quali verosimilmente incorrerebbero gli investitori che pure volessero impegnarsi separatamente in singole ricerche, per l'altro, consente ai possessori di modeste quantità di strumenti finanziari di evitare i costi di un'autonoma attività di raccolta, elaborazione e verifica delle informazioni. Tanto premesso, si può intendere che il successo delle agenzie di rating è strettamente legato al livello di reputazione raggiunto e mantenuto presso gli investitori».

PER COFFEE JR., *Understanding Enron: It's about the Gatekeeper, Stupid*, in *Columbia Law School Working Paper*, n.207, 2002, 5, «Gatekeepers are reputational intermediaries, who provide verification and certification services to investors».

⁽²⁴⁾ RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 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».

Tali esigenze di allocazione del rischio economico sono paradigmaticamente analizzate nell'opera di MODIGLIANI e MILLER, *The Cost of Capital, Cor-*

poration Finance and the Theory of Investment, in *Am. Economic R.*, 1958, 261 ss.

⁽²⁵⁾ Secondo PONZANELLI, *Responsabilità civile e mercato finanziario, in Danno e resp.*, 2002, 99, «La crescita del mercato finanziario e i gravi scompensi dei corsi azionari collegati alla new-economy hanno creato, infatti, uno scenario radicalmente diverso e lontano da quello in breve qui illustrato: ormai, si è fuori, decisamente, dal quadro concorsuale cui l'osservatore era rimasto legato. Gli attori non sono più il curatore o il commissario liquidatore o una classe di creditori, ma sono azionisti, normalmente piccoli, che cercano di aggregare la più estesa rappresentanza (anche per problemi economici collegati all'ingente costo delle liti) di tutti coloro che hanno visto dissolversi quasi del tutto, e in un brevissimo arco di tempo, il valore economico del proprio investimento. Si tratta di quel grande numero di soggetti, la cui posizione di "azionisti di minoranza" viene giudicata di grande importanza negli assetti di corporate governance, ma che finiscono poi con il diventare, sfortunatamente, soltanto il solito e famoso "parco buoi". E cominciano a seconda dei casi a fioccare le cause contro analisti finanziari, società di rating, banche d'affari, promotori finanziari. Si denuncia una condotta gravemente non diligente: per esempio, non sono stati utilizzati i giusti criteri di valutazione delle azioni e/o di trasformazione delle informazioni nel prezzo delle azioni. A queste figure di "prestatori di servizi" dovrebbero applicarsi, in maniera conseguente, le regole seguite dalla nostra giurisprudenza in tema di professionisti intellettuali, nella cornice della clausola 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 deterrenza».

DALLOCCIO e A. SALVI, *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?*, in *Econ. e management*, 2006, 93: «sebbene i risultati circa l'efficienza informativa non siano univoci, è difficilmente negabile il valore segnalatico del rating».

Nello stesso senso EVERLING e T. SCHMIDT, *The role of mutual fund ratings for investment decision making*, in *Bancaria*, 2008, 75: «If interpreted correctly fund rating are one of the key elements in any fund selection process. To be really significant for investment decision making, fund ratings have to be forward looking. However, fund ratings are by no means an universal and ultimate criteria that can substitute all other elements of a keen portfolio selection process. Any investment decision has to start with the investor specific profile, risk and return preferences and a tailor-made asset allocation».

⁽²⁶⁾ W. VIRGA, *Le operazioni di cartolarizzazione tra tutela degli investitori ed esigenze del capitale finanziario*, in *Contratto e impresa*, 2007, 1035: «non è previsto da alcuna fonte internazionale, né tantomeno interna, che l'attività di rating debba basarsi su una specifica verifica in forma di due diligence sulle informazioni fornite dal soggetto sottoposto a valutazione; ed inoltre le agenzie non hanno alcun tipo di potere ispettivo nei confronti dei soggetti controllati e valutati».

INFRICCIOLI, *La responsabilità delle società di rating nelle operazioni di cartolarizzazione*, in *Mondo banc.*, 2008, 45: «La formulazione di tale giudizio, come sostenuto anche dalla Consob nell'art. 2 del Regolamento 2 novembre 1999, n. 12175, pur includendo elementi di discrezionalità, non può prescindere dall'osservazione delle prassi esistenti a livello internazionale, delle norme deontologiche e dei codici di autodisciplina».

Anche per PDERZINI, *L'informazione al pubblico e la tutela del mercato*, in *Leggi civ. comm.*, 2007, 993, «le agenzie di rating del credito dovrebbero valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i rating di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse comunichino al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro rating di credito si riferiscono».

(c.d. «concessione abusiva del credito»)(²⁷) ed alle società di revisione(²⁸).

Quest'ultimo aspetto, di rilevante interesse teorico-pratico, è stato affrontato dal Tribunale nelle questioni pregiudiziali, con l'intento di escludere la legittimazione attiva dell'amministratore straordinario a rappresentare gli obbligazionisti danneggiati dal default della Parmalat, ma non ha investito la problematica relativa alla responsabilità della società di rating nei confronti dei terzi investitori e/o creditori(²⁹).

Non ha formato, invece, oggetto della decisione in commento il dovere di indipendenza dell'advisor nei confronti dei committenti, seppure tale obbligo configuri un presupposto essenziale su cui si fonda l'autorevolezza e l'imparzialità del giudizio.

L'agenzia risulta, in ogni caso, tenuta a dichiarare preventivamente tutte le situazioni capaci di ingenerare ipotesi di conflitto di interessi, potenzialmente e/o effettivamente sussistenti fra gli emittenti ed i collocatori di strumenti finanziari(³⁰).

Quest'ultimo obbligo assume rilievo essenziale, in quanto la sua

rigorosa osservanza costituisce il fondamento dell'indipendenza del valutatore e, dunque, della sua completa affidabilità(³¹).

4. Il procedimento di attribuzione del rating: i molteplici inadempimenti dell'agenzia

La Corte di merito, prima di pervenire all'accertamento di eventuali ipotesi di responsabilità contrattuale da parte dell'advisor, provvede ad operare un'attenta ricostruzione dell'operato di quest'ultimo.

Tale *modus procedendi* appare assolutamente pertinente al caso di specie, atteso che l'attività svolta dall'agenzia consiste in una pluralità di prestazioni, a ciascuna delle quali si collegano specifici doveri di comportamento. Il giudizio valutativo finale, pertanto, costituisce la risultante di un complesso procedimento, fondato sulla valutazione prospettica di elementi soggettivi e/o oggettivi immanenti al committente nonché alla struttura economico-finanziaria dell'operazione e risulta divisibile in due grandi categorie: investment grade (rating variabile da BBB- a AAA) e speculative grade (rating variabile da BB+ a D).

(²⁷) INZITARI, *Le responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, II, 265 ss.; ID., *L'abusiva concessione di credito: pregiudizio per i creditori e per il patrimonio del destinatario del credito*, in *Soc.*, 2007, 462 ss.; ROLFI, *Curatore ed abusiva concessione di credito* (nota a Trib. Milano, 9.5.2001), in *Corriere giur.*, 2001, 1646 ss.; ID., *Fideiussione omnibus ed obblighi di buona fede del creditore* (nota a Cass., 22.10.2010, n. 21730), *ivi*, 2011, 512 ss.; RAGUSA MAGGIORE, *La concessione abusiva del credito e la dichiarazione di fallimento* (nota a Trib. Foggia, 7.5.2002), in *Dir. fall.*, 2002, II, 510 ss.; CASTIELLO D'ANTONIO, *La responsabilità della banca per «concessione abusiva di credito»*, *ivi*, 2002, I, 1077 ss.; ID., *La banca tra «concessione abusiva» e «interruzione brutale» del credito*, *ivi*, 2005, I, 765 ss.; ID., *Crisi d'impresa e responsabilità della banca: «revoca brutale» del fido, concessione abusiva di credito*, *ivi*, 2009, I, 290 ss.; TARANTINO, *Concessione abusiva del credito e legittimazione attiva del curatore all'azione risarcitoria* (nota a App. Bari, 17.6.2002), in *Riv. dir. comm.*, 2003, II, 183 ss.; MAT. NUZZO, *Concessione abusiva del credito e responsabilità extracontrattuale della banca* (nota a Trib. Foggia, 7.5.2002), in *Resp. civ. e prev.*, 2003, 839 ss.; F. DI MARZIO, *Abuso nella concessione del credito*, Napoli, 2004; ID., *Abuso e lesione della libertà contrattuale nel finanziamento all'impresa insolvente*, in *Riv. dir. privato*, 2004, 145 ss.; ID., *Sulla fattispecie «concessione abusiva di credito»* (nota a Trib. Monza, 31.7.2007), in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, II, 382 ss.; VISCUSI, *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Milano, 2004; ID., *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di responsabilità* (nota a App. Milano, 11.5.2004), in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, II, 648 ss.; FRANCHI, *Responsabilità della banca per concessione abusiva del credito* (nota a Cass., 25.9.2003, n. 14234), in *Contr.*, 2004, 151 ss.; PATINI, *Abusiva concessione del credito e poteri del curatore* (nota a App. Bari, 18.2.2003), in *Fallimento*, 2004, 430 ss.; ROBLES, *Abusivo finanziamento bancario e poteri di intervento del curatore fallimentare*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 2005, 949 ss.; C. ESPOSITO, *L'azione risarcitoria «di massa» per «concessione abusiva di credito»*, in *Fallimento*, 2005, 857 ss.; ID., *La legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio della azione danni per abusiva concessione di credito: una breve analisi dei percorsi possibili* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), *ivi*, 2006, 1128 ss.; M. FABIANI, *In tema di danno da abusiva concessione del credito* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), in *Foro it.*, 2006, I, 3417 s.; L.A. RUSSO, *Legittimazione del curatore all'azione per «abusiva» concessione di credito* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), in *Dir. fall.*, 2006, I, 615 ss.; NARDECCHIA, *Abusiva concessione del credito e fallimento*, in *Giur. di Merito*, 2005, 115 ss.; ID., *L'abusiva concessione del credito all'esame delle sezioni unite* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), in *Dir. fall.*, 2006, I, 630 ss.; M. FERRARI, *Legittimazione del curatore per abusiva concessione del credito: plurioffensività dell'illecito al patrimonio e alla garanzia patrimoniale*, in *Corriere giur.*, 2006, 419 ss.; FAUCEGLIA, *Abusiva concessione di credito e legittimazione attiva del curatore: intervengono le sezioni unite* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030), *ivi*, 646 ss.; SPIOTTA, *Il curatore non è legittimato ad agire contro la banca per concessione abusiva di credito* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7029; Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7030; Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7031), in *Giur. it.*, 2006, 1193 ss.; ID., *Concessione abusiva di credito (con qualche riflessione a latere sull'art. 48 della c.d. «manovra correttiva estiva»)* (nota a Cass., 1.6.2010, n. 13413), *ivi*, 2011, 111 ss.; A. NIGRO, *La responsabilità della banca nell'erogazione del credito*, in *Soc.*, 2007, 437 ss.; ID., *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in crisi*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 305 ss.; PAGNI, *La concessione abusiva di credito, tra diritti dei creditori e azioni della curatela*, in *Soc.*,

2007, 442 ss.; E. GRANATA, *Il fenomeno della concessione di credito*, *ivi*, 449 ss.; ARATO, *La responsabilità della banca nelle crisi di impresa*, in *Fallimento*, 2007, 252 ss.; CENNERAZZO, *Azione di responsabilità per concessione abusiva di credito: gli spazi di legittimazione del curatore fallimentare dopo la sentenza delle Sezioni Unite* (nota a Cass., S.U., 28.3.2006, n. 7031), in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 2 ss.; ALLEGRETTI, *La concessione abusiva di credito: evoluzioni e prospettive anche alla luce della riforma della legge fallimentare*, in *Dir. fall.*, 2007, I, 563 ss.; CERRONE, *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare* (nota a Trib. Monza, 12.9.2007), in *Danno e resp.*, 2008, 1164 ss.; S. FORTUNATO, *La concessione abusiva di credito dopo la riforma delle procedure concorsuali*, in *Fallimento*, 2009, 65 ss.; D. PULIATTI, *Abusiva concessione di credito, bancarotta fraudolenta per distrazione e risarcimento dei danni* (nota a Trib. Messina, 2.9.2008), in *Nuova giur. comm.*, 2009, I, 869 ss.; M. BRUNO, *Gli accordi di salvataggio nella riforma del diritto fallimentare e la responsabilità per concessione abusiva del credito*, in *Dir. fall.*, 2010, I, 258 ss.; PISCITELLO, *Concessione abusiva del credito e patrimonio dell'imprenditore*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, I, 655 ss.; G. ALESSI, *Revocatoria fallimentare dei pagamenti ai creditori con garanzie reali secondo la cassazione e violazione dell'art. 2741 c.c.*, in *Dir. fall.*, 2011, I, 113 ss.; R. FAVA, *Abusiva concessione di credito e legittimazione ad agire del curatore fallimentare: verso l'azione risarcitoria di «massa»* (nota a Cass., 1.6.2010, n. 13413), in *Dir. fall.*, 2011, II, 405 ss.; MARCINKIEWICZ, *Curatore fallimentare e danno dei creditori per abusiva concessione di credito* (nota a Cass., 23.7.2010, n. 17284; Cass., 1.6.2010, n. 13413), in *Fallimento*, 2011, 308 ss.

(²⁸) Adr. ADDANTE, *Responsabilità nell'esercizio della revisione contabile*, in *Danno e resp.*, 2003, 353 ss., ritiene che «l'attività svolta dalle società di revisione, pur rivestendo natura privatistica, assolve anche il compito di realizzare interessi trascendenti l'ambito relazionale tipico dell'autonomia negoziale, inserendosi all'interno del sistema pubblicistico di vigilanza».

SANGIOVANNI, *Il d.lgs. n. 39/2010 e la nuova responsabilità civile da revisione*, in *Danno e resp.*, 2011, 364: «Il regime di responsabilità del revisore è stato modificato dal d.lgs. n. 39/2010. È stato difatti abrogato l'art. 164, comma 1, d.lgs. n. 58/1998 (vigente all'epoca dei fatti di causa – il corsivo è nostro), che richiamava l'art. 2407 c.c. sulla responsabilità dei sindaci. Ora vi è una statuizione diretta della responsabilità: «i revisori legali e le società di revisione legale rispondono in solido tra loro e con gli amministratori nei confronti della società che ha conferito l'incarico di revisione legale, dei suoi soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento dei loro doveri» (art. 15, comma 1, d.lgs. n. 39/2010)».

(²⁹) P. GIUDICI, *op. cit.*, 1454; M.M. GAETA, *Responsabilità da inadempimento delle società di rating*, in www.diritto24.ilssole24ore.com.

(³⁰) V. CARBONE, *La responsabilità degli intermediari*, in *Danno e resp.*, 2002, 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».

(³¹) BOCCHI e LUSIGNANI, *L'impatto sul sistema bancario dell'avvio di Ba-silea 2: un'analisi empirica*, in *Banca impresa*, 2008, 193 ss.

In senso critico si veda MERUSI, *Per un divieto di cartolarizzazione del rischio di credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 253 ss.

Ne deriva che l'assegnazione del rating influenza in maniera sensibile il rapporto di rischio/rendimento relativo al 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 rating rappresenta, pertanto, la «garanzia accessoria» – da intendersi in un'accezione assolutamente atecnica – più importante sull'affidabilità finanziaria del soggetto committente, dal momento che costituisce non solo un parametro informativo di facile lettura, ma appare anche suscettivo di riverberarsi sulla tutela delle ragioni dei terzi risparmiatori e/o creditori⁽³²⁾.

La complessità dell'attività valutativa⁽³³⁾ si fonda sull'analisi di elementi quantitativi e qualitativi – forniti abitualmente in contraddittorio con il soggetto committente – sottesi alla creazione di modelli prospettici di riferimento e, nel caso specifico (emissione di obbligazioni corporate), all'analisi dei flussi di cassa (cash-flow modeling). Terminata la fase di studio ed analisi dei dati, raccolti⁽³⁴⁾ e rielaborati secondo modalità endoprocedimentali all'epoca dei fatti di causa destinate a rimanere segrete nei confronti del committente e dei terzi, l'agenzia di rating prov-

vede all'emissione di un giudizio provvisorio ed alla successiva comunicazione del medesimo al cliente⁽³⁵⁾.

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⁽³⁶⁾.

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 necessarie⁽³⁷⁾.

Dopo aver effettuato l'ulteriore esame di tutte le informazioni disponibili, quindi, il rating viene definitivamente assegnato, indi successivamente comunicato all'emittente e reso noto al mercato⁽³⁸⁾.

Anche dall'analisi della normativa di settore nazionale⁽³⁹⁾, comunque, emerge che il giudizio valutativo, pur essendo soggetto

⁽³²⁾ Per DRIGO, *op. cit.*, 503, «lo status delle agenzie di rating viene disciplinato solo nell'ambito, assai circoscritto, dei requisiti richiesti agli operatori che svolgono la valutazione del rating nelle operazioni di cartolarizzazione».

SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 338: «Il bene giuridico la cui violazione è lamentata dall'investitore che si assereisce pregiudicato da un rating inadeguato rispetto alla situazione economica, patrimoniale e finanziaria reale dell'emittente è la propria «libertà contrattuale». Si è soliti sostenere che la società di rating, attraverso l'assegnazione di un rating inesatto, avrebbe interferito nella libera determinazione dell'attività negoziale dell'investitore avendone alterato il ciclo corretto di formazione della volontà, dal momento che egli riponeva un legittimo affidamento sulla genuinità del giudizio emesso dall'agenzia e, di riflesso, sulla solvibilità dell'emittente valutato».

⁽³³⁾ Secondo gli *Standard & Poor's corporate rating criteria*, New York, 2001, 3, il procedimento di attribuzione del rating rappresenterebbe espressione di un'arte e non di una scienza.

⁽³⁴⁾ Per fornire un orientamento riguardo la complessità dell'attività valutativa, si riportano integralmente i principali fattori presi in considerazione – vigenti all'epoca dei fatti di causa – per gli emittenti industriali all'interno degli *Standard & Poor's corporate rating criteria*, New York, 2001, 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: 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».

⁽³⁵⁾ SACCO GINEVRI, *op. cit.*, 317, «Per quanto concerne l'informativa al pubblico, è previsto che le società di rating comunichino le metodologie, i modelli e le ipotesi principali utilizzati nella propria attività (quali le ipotesi matematiche o in materia di correlazioni) nonché le modifiche sostanziali loro apportate».

⁽³⁶⁾ PRESTI, *op. cit.*, 92: «In termini di affidabilità temporale, poi, la finanza strutturata è per sua natura maggiormente volatile di quella tradizionale, sicché il classico problema dei tempi degli aggiornamenti, e in particolare del downgrading, si pone in modo particolarmente evidente».

⁽³⁷⁾ CANTINO, *Valore d'impresa e merito creditizio. Il rating*, Milano, 2002, 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».

⁽³⁸⁾ PIVATO, *op. cit.*, 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».

⁽³⁹⁾ L'art. 2, 1° co., lett. a, b e c, Reg. Consob 2.11.1999, n. 12175 prevede testualmente che: «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

ad un sindacato di discrezionalità, deve essere formulato seguendo un *iter* procedimentale fondato su meccanismi predeterminati e conformi anche alle prassi internazionali, alle norme deontologiche, ai codici di autodisciplina⁽⁴⁰⁾(⁴¹).

Nel caso di specie, invece, è emersa una serie di plurimi inadempimenti da parte delle agenzie, atteso che dalla C.T.U. e dagli atti e testimonianze processuali sono stati rilevati costanti disallineamenti e disomogeneità dei criteri valutativi adottati da S&P per analizzare la struttura del financial risk.

Ciò è dipeso sia dalla scarsità delle informazioni necessarie, dovuta alla mancanza di disclosure da parte del gruppo Parmalat, che dall'anomalia della struttura finanziaria del committente, caratterizzata da un elevato indebitamento e da forti disponibilità liquide (poi rivelatesi fittizie).

Appaiono, quindi, assolutamente condivisibili le conclusioni raggiunte dal Tribunale, secondo cui «Gli inadempimenti addebitabili a S&P appaiono decisamente gravi, posto che l'acquisizione di dati opachi, per di più in via confidenziale, sulla base di report interni e non riscontrabili nei bilanci, le mancate richieste di spiegazioni circa l'eccessiva liquidità correlata al massiccio ricorso ad emissioni obbligazionarie, i mancati riscontri dei dati acquisiti con i dati rilevabili da Bloomberg, la mancata richiesta di approfondimenti in ordine alle operazioni di riacquisto delle obbligazioni non rese note al mercato, né comunicate durante la vigenza dei contratti – pur in presenza di elementi diversi ricavabili da Bloomberg – costituiscono violazione del più generale dovere di rigore e prudenza certamente esigibile da un operatore professionalmente qualificato. Anzi, proprio il carattere frammentario e parziale delle informazioni fornite ed inspiegabilmente detenute, per certi aspetti, solo da alcune specifiche figure manageriali e non di dominio comune all'interno della società avrebbe dovuto suscitare sospetti non privi di conseguenze.

Non disponendo, pertanto, l'agenzia di rating di poteri ispettivi e, tanto meno, coercitivi, la logica conseguenza di tali lacune conoscitive, ove non colmate da proprie indagini, sarebbe stata la non

esecuzione della prestazione. L'alternativa al rifiuto di eseguire la prestazione professionale era quella di assegnare la categoria inferiore, allo stesso modo di come aveva operato Fitch, categoria inferiore che, però, declassava il debito nella classe speculativa non gradita e non interessante per Parmalat; evenienza, questa, che, con ogni verosimiglianza, avrebbe condotto all'interruzione del rapporto negoziale.

Non solo, alla luce dei criteri di attribuzione del rating, oltre a tale rifiuto, erano percorribili altre soluzioni, quali l'inserimento del rating nel CreditWatch. Al contrario, in tale contesto, l'agenzia di rating, pur avvedendosi di tutte tali anomalie ed essendo ragionevolmente in grado di soppesarne l'importanza, provvede sempre ad andare incontro alle esigenze dell'azienda, ora diversificando i metodi di calcolo degli indici, ora trascurando i dati enucleabili dalle mediane senza alcuna giustificazione, ora sottraendo circostanze di assoluto rilievo per gli operatori di mercato, in modo che non trasparissero elementi incoerenti con l'attribuzione dell'investment grade».

Tali conclusioni risultano coerenti con il principio comunemente recepito in tema di responsabilità da inadempimento, secondo il quale la colpa dell'advisor si fonda su di un sistema di presunzioni *juris tantum*⁽⁴²⁾.

In un correlativo giudizio di responsabilità, pertanto, spetta all'agenzia dimostrare in concreto la causa di non imputabilità dell'inadempimento, ovvero fornire una prova liberatoria avente contenuto positivo.

Ciò significa che l'errata, l'inesatta e/o la ritardata valutazione deve dipendere da eventi esterni assolutamente imprevedibili e/o eccezionali – 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⁽⁴³⁾, ma soltanto affidandosi all'utilizzo di particolari metodologie e/o conoscenze scientifiche⁽⁴⁴⁾.

Il committente sarà tenuto a dimostrare unicamente la mancata

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».

(⁴⁰) Per CAFAGGI, *La responsabilità del professionista*, in *Digesto civ.*, XVII, Torino, 1998, 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».

Il principale modello è stato emanato dallo I.O.S.CO (acronimo di «International Organization of Securities Commissions»), organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati, il quale ha redatto in data 3.12.2004 un codice di condotta, denominato «Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies». Le agenzie, infatti, «are regulated and operate differently in different jurisdictions, the Principles laid out high-level objectives that rating agencies, regulators, issuers and other market participants should strive toward in order to improve investor protection and the fairness, efficiency and transparency of securities markets and reduce systemic risk». Tale modello, tuttavia, non prevede alcun meccanismo volto a garantire l'applicazione, limitandosi ad invitare le agenzie a motivare l'eventuale mancata osservanza (c.d. approccio «comply or explain»).

(⁴¹) FACCI, *op. ult. cit.*, 344: «l'agenzia non garantisce la solvibilità o l'affidabilità del debitore, ma semplicemente è tenuta a prestare, in modo diligente, la propria opera al fine di esprimere una valutazione precisa ed attendibile. Di conseguenza, essendo in presenza di un'obbligazione di mezzi – nelle quali il mancato od inesatto risultato della prestazione non consiste nell'inadempimento, ma costituisce il danno conseguente alla non diligente esecuzione della prestazione –, l'agenzia, per liberarsi

da responsabilità, deve dimostrare l'esattezza dell'adempimento, provando che la condotta è stata conforme alle regole tecniche, a procedure predeterminate, a prassi esistenti a livello internazionale che dovevano essere seguite nel caso di specie, nonché ai principi deontologici, di cui ai codici di autodisciplina».

(⁴²) In senso parzialmente favorevole SCARONI, *op. cit.*, 817, secondo cui «Tale impostazione è parzialmente condivisibile per il caso in cui il giudizio di rating sia stato emesso ai fini regolamentari da un'agenzia registrata».

CASADEI, *op. cit.*, 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».

(⁴³) GOMMELLINI, *op. cit.*, 599 ss., evidenzia in modo particolare tale fenomeno.

(⁴⁴) A. MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Analisi giur. econ.*, 2002, 227: «Da questo punto di vista, è indubitabilmente circostanza creatrice di doverosità specifica il fatto per un soggetto di aver stipulato un contratto; ma lo è anche il trovarsi in uno *status* soggettivo o in una situazione oggettiva nella quale un precetto generale di legge gli prescrive l'osservanza di certi standards di comportamento verso uno o più altri soggetti individuati o individuabili in ragione delle circostanze; e lo è pure la consapevolezza, che egli ha effettivamente o che gli viene imputata per *factio juris*, del rischio di danno *contra jus* o *sine jure* al quale il suo comportamento espone altri soggetti con cui entra in un rapporto anche soltanto sociale o anche soltanto indiretto, purché si tratti di soggetti da lui previamente identificabili e la cui esposizione al rischio sia da lui prevedibile».

osservanza, da parte dell'agenzia, degli standards quantitativi e qualitativi relativi allo specifico settore di riferimento⁽⁴⁵⁾.

D'altronde la regolamentazione cui le agenzie si trovano sottoposte⁽⁴⁶⁾, il carattere professionale ed organizzativo delle medesime, nonché l'autorevolezza attribuita dal mercato ai loro giudizi⁽⁴⁷⁾, costituiscono chiari indici rilevatori del fatto che i raters non sono obbligati a fornire una qualsiasi informazione, bensì a fornirla esatta⁽⁴⁸⁾.

La circostanza che le agenzie non abbiano un potere di controllo diretto sulla veridicità dei dati loro forniti non appare dirimente, atteso che i soggetti valutati hanno un obbligo di disclosure e che, in presenza di informazioni insufficienti e/o reticenti i raters – come qualsiasi altro professionista – potranno chiedere ulteriori elementi o, in alternativa, rifiutare l'emanazione del giudizio valutativo⁽⁴⁹⁾.

Le predette conclusioni, d'altra parte, ricalcano in via analogica i risultati raggiunti dalla dottrina e dalla giurisprudenza in tema di revisione contabile, in merito alla quale si è ritenuto particolar-

mente arduo configurare problemi tecnici di particolare complessità ex art. 2236 c.c.⁽⁵⁰⁾, dal momento che la struttura organizzativa di tali organizzazioni è concepita proprio in funzione del superamento di difficoltà operative che risulterebbero insormontabili da parte del singolo professionista⁽⁵¹⁾.

5. La responsabilità contrattuale nei confronti del committente: la domanda di restituzione del corrispettivo e la risoluzione del contratto

Il giudice, accertata l'applicazione da parte dell'agenzia di procedure inferiori agli standards previsti dalle *leges artis* previste dal settore di appartenenza, si è chiesto se la condotta fraudolenta posta in essere dalle società committenti potesse «incidere al punto tale da escludere e neutralizzare la condotta della controparte». L'esistenza di «frontiere mobili»⁽⁵²⁾ di tutela fa sì che, nelle moderne realtà post-industriali, i modelli di responsabilità si orientino sempre più verso criteri oggettivi di imputazione⁽⁵³⁾. Il Tribunale, inoltre, ha ritenuto di seguire l'orientamento erme-

⁽⁴⁵⁾ CASADEI, *op. cit.*, 75 ss.: «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'*équipe*; utilizzazione di tecniche aggiornate e, al contempo, sufficientemente sperimentate; 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».

⁽⁴⁶⁾ Per il diritto statunitense si rinvia al Securities Exchange Act of 1934, istitutivo delle National Recognized Statistical Rating Organization (indicate con l'acronimo «N.R.S.R.O.»), successivamente modificato nel 2006 con il Credit Rating Agency Reform Act.

Secondo PIANESI, *op. cit.*, 188, nt. 28, «Il problema dei requisiti per la registrazione coinvolge profili concorrenziali e regolatori: da un lato, criteri troppo stretti costituiscono una rilevante barriera all'entrata in un mercato già concentrato naturalmente, mentre criteri più ampi potrebbero aprire il mercato e aumentare la concorrenza; dall'altro, criteri rigorosi tendono ad assicurare una più elevata qualità del rating».

Per la normativa comunitaria, oltre al Reg. CE 1060/2009, si rileva che l'art. 1, punto 2, lett. c, dir. 28.1.2003, n. 2003/6/CE, vieta la diffusione di informazioni false o fuorvianti relative a strumenti finanziari, se la persona che le ha diffuse conosceva o avrebbe dovuto conoscere che le informazioni erano false o fuorvianti. Nella normativa italiana le disposizioni non self-executing del Reg. CE 1060/2009 sono state recipite mediante la l. 4.6.2010, n. 96. Il d.lg. 5.10.2010, n. 176, infine, emanato in attuazione della normativa comunitaria sopra citata, ha demandato alla Consob il potere di vigilanza sulle agenzie di rating, inserendo l'art. 4 bis all'interno del d.lg. 24.2.1998, n. 58.

Per l'analisi di quest'ultima disposizione si rinvia a F. MAZZINI, *Requisiti stringenti e agenzie registrate alla Consob: recepite le norme per controllare i rating creditizi*, in *Guida dir.*, 2010, 49-50, 30 ss.

⁽⁴⁷⁾ SPANO, *Appunti e spunti in tema di cartolarizzazione dei crediti*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 443: «Nell'impossibilità pratica di analizzare le migliaia di crediti ceduti con un'operazione di cartolarizzazione, è chiaro che l'investitore acquisterà un titolo solo in quanto gli è stato attribuito un rating. Di fatto, la decisione di acquisto si sposta dai crediti oggetto di cartolarizzazione (che l'investitore non conosce e non può conoscere) alla credibilità dell'istituzione, che ha attribuito il rating».

⁽⁴⁸⁾ L'art. 27, 1° co., Reg. Consob 29.10.2007, n. 16190, recante norme di attuazione del d.lg. 24.2.1998, n. 58, in materia di intermediari, stabilisce che «Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni pubblicitarie e promozionali, indirizzate dagli intermediari a clienti o potenziali clienti devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Le comunicazioni pubblicitarie e promozionali sono chiaramente identificabili come tali».

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

FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, cit., 682: «Si tenga presente, comunque, che la giurisprudenza è solita affermare la sussistenza di un obbligo di fornire informazioni esatte per chi svolge professionalmente o istituzionalmente attività di raccolta e diffusione di informazioni di carattere economico e già questo potrebbe essere un indice da cui desumere la prevalenza dell'interesse del risparmiatore».

⁽⁴⁹⁾ Per FACCI, *op. ult. cit.*, 687, «nell'ipotesi in cui i riscontri non abbiano fugato i dubbi né l'emittente abbia fornito risposte convincenti, l'agenzia,

al fine di non incorrere in eventuale responsabilità, sarà tenuta a rifiutare il rating».

⁽⁵⁰⁾ FRANZONI, *Responsabilità delle società di revisione*, in *Danno e resp.*, 2002, 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 svolta 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».

Secondo FORTINO, *La responsabilità del professionista*, Milano, 1984, 108 ss., le speciali difficoltà «si identificano nella prospettiva di un caso straordinario o eccezionale, sì 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».

⁽⁵¹⁾ CAFAGGI, *La responsabilità dell'impresa per prodotti difettosi*, in *Tratt. Lipari*, IV, Padova, 2002, 12 ss., osserva come «nel settore dei servizi si continua a ritenere opportuno conservare la responsabilità per colpa del professionista sia quando la prestazione venga eseguita personalmente dal professionista sia quando venga eseguita da un'organizzazione complessa di tipo professionale».

⁽⁵²⁾ A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, Torino, 1997, 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».

⁽⁵³⁾ RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1967, 89 ss.

CASADEI, *op. cit.*, 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».

L'argomento in esame trova espressa conferma nella legislazione speciale, a partire dal d.p.r. 24.5.1988, n. 244, in materia di responsabilità del produttore.

neutico secondo cui la richiesta di restituzione del corrispettivo comporta implicitamente quella volta ad ottenere la risoluzione del contratto, la quale ne costituisce – seppure non formulata in modo espresso – l'antecedente logico-giuridico⁽⁵⁴⁾.

Per quanto concerne, invece, la gravità dell'inadempimento deve essere posto in rilievo il fatto che la mancata osservanza degli standards da parte di S&P rappresenta una sorta di «soglia minima» del comportamento dovuto, la cui violazione determina *in re ipsa* un difetto di diligenza, senza possibilità per l'advisor di fornire prova contraria⁽⁵⁵⁾.

Secondo l'organo giudicante, infine, non giova ad escludere la gravità dell'inadempimento neppure la condotta dolosa tenuta dalle committenti, atteso che «proprio la specifica professionalità di S&P – che disponeva di molteplici figure di altissimo profilo specialistico – poneva l'agenzia di rating in una posizione non paritaria rispetto al gruppo Parmalat, posizione non condizionabile e non influenzabile da eventuali dati economico-finanziari distorti».

Inoltre il riferimento all'interesse dell'altra parte – costituente, secondo l'art. 1455 c.c., uno dei parametri valutativi della risoluzione – deve essere inteso «come interesse al corretto, puntuale, diligente e perito svolgimento della prestazione professionale e può essere interesse tanto materiale, quanto ideale».

Ne consegue che i comportamenti posti in essere dall'agenzia devono risultare determinabili secondo parametri antecedenti al verificarsi dell'evento dannoso, alla stregua dei comportamenti che di regola appartengono alla professionalità ed alla diligenza richieste dalla natura dell'incarico⁽⁵⁶⁾.

Soltanto la dimostrazione dell'assoluta inevitabilità del danno per l'impossibilità e/o l'inutilità di adottare qualsiasi misura pre-

cauzionale costituirebbe, quindi, fatto idoneo ad interrompere il relativo nesso causale e, conseguentemente, risulterebbe suscettivo di esonerare l'agenzia da ogni responsabilità nei confronti del committente.

I principi sopra enunciati dal Tribunale di Milano forniscono utili indicazioni anche per definire l'area di responsabilità della società di rating per il fatto compiuto dai propri dipendenti e/o 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 dannoso⁽⁵⁷⁾.

La legislazione speciale ed il formante giurisprudenziale⁽⁵⁸⁾, pertanto, costruiscono i predetti modelli fondandoli prevalentemente sul rischio per l'esercizio di un'attività pericolosa⁽⁵⁹⁾ o di un'attività imprenditoriale⁽⁶⁰⁾.

Tutto ciò risulta perfettamente compatibile con la struttura del nostro ordinamento, il quale contempla regole diverse di allocazione del rischio e della conseguente responsabilità⁽⁶¹⁾⁽⁶²⁾.

La società di rating assume, in relazione alle funzioni dalla medesima assolte nell'ambito delle operazioni sottese all'emissione del giudizio valutativo, il rischio professionale del mancato e/o inesatto funzionamento del proprio apparato organizzativo, rispondendo in solido per l'operato dei propri ausiliari⁽⁶³⁾, 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⁽⁶⁴⁾.

⁽⁵⁴⁾ Cass., 5.10.2009, n. 21930, in CARUSI, in *Commentario al codice civile, Dei contratti in generale*, III, a cura di Navarretta e A. Orestano, Torino, 2011, 417.

⁽⁵⁵⁾ COZZI, *op. cit.*, 67, nt. 30: «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».

Per INZITARI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione del credito e rottura del credito*, in *Riv. commercialisti*, 2001, 468, «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».

⁽⁵⁶⁾ A. MAZZONI, *op. cit.*, 246: «l'effetto principale del diritto speciale è, a mio avviso, la configurabilità in capo agli intermediari autorizzati di doveri ed obblighi di *status*, da osservare tanto nei rapporti contrattuali quanto, più in generale, come modalità vincolanti del loro agire nel mercato pur in assenza di vincoli contrattuali».

⁽⁵⁷⁾ CASADEI, *op. cit.*, 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 accolto 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».

⁽⁵⁸⁾ In materia di responsabilità della banca per fatto commesso dai dipendenti si veda Cass., 17.5.2001, n. 6756, in *Giur. it.*, 2002, 101 ss., con nota di CAVANNA, *A proposito della responsabilità della banca: osservazioni sul tema*. 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; una relazione di causalità tra il danno e l'esercizio delle incombenze dell'ausiliario, la cosiddetta occasionalità necessaria».

⁽⁵⁹⁾ FRANZONI, *op. cit.*, 110, ritiene che la responsabilità della società di revisione derivi dall'esercizio di «un'attività pericolosa».

⁽⁶⁰⁾ ALPA e R. LECCESE, *Responsabilità d'impresa*, in *Digesto civ.*, XVII, Torino, 1998, 274 ss.

⁽⁶¹⁾ GORLA, *Sulla cosiddetta causalità giuridica: «fatto dannoso e conseguenza»*, in *Riv. dir. comm.*, 1951, I, 405 ss.

⁽⁶²⁾ Si vedano, *ex plurimis*, Cass., 11.5.1995, n. 5150, in *Giust. civ. mass.*, 1995, 983; Cass., 9.12.1996, n. 10956, in *Riv. dir. industriale*, 1998, 121 ss.; Cass., 17.5.2001, n. 6756, cit.

⁽⁶³⁾ A tale riguardo si rinvia al lavoro di A.R. MANCA, *La responsabilità contrattuale per fatto degli ausiliari nella giurisprudenza*, in *Nuova giur. comm.*, 2004, II, 123 ss.

⁽⁶⁴⁾ Per Mar. NUZZO, *op. cit.*, 1510 ss., «i dipendenti che hanno effettuato

Tale conclusione risulta avvalorata dall'interpretazione analogica dell'art. 15, 1° co., d.lg. n. 39/2010, atteso che con la predetta disposizione sono chiamati in solido con gli amministratori a rispondere del danno arrecato alla società sia la società di revisione che i soggetti materialmente preposti al controllo legale dei bilanci⁽⁶⁵⁾.

La responsabilità di questi ultimi dovrà essere accertata mediante gli stessi criteri adoperati per delimitare l'ambito di applicazione nei confronti dell'agenzia, dal momento che i dipendenti sono materialmente chiamati a svolgere quelle funzioni che nel loro complesso costituiscono l'esercizio concreto dell'attività valutativa⁽⁶⁶⁾.

Il modello di responsabilità sopra delineato dalla Corte, inoltre, induce ad escludere l'applicabilità dell'art. 1227 c.c. nel caso di concorso colposo fra gli amministratori della società valutata ed i responsabili dell'agenzia di rating⁽⁶⁷⁾.

Come è stato osservato da autorevole dottrina, 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 medesimo, questo è proprio ciò che il sorvegliante era tenuto ad evitare: il verificarsi della lesione dannosa realizza quindi la fattispecie della violazione dell'obbligo di sorveglianza. Conseguentemente, l'obbligato è tenuto all'integrale risarcimento del danno e gli è consentito di liberarsi dalla sua responsabilità solo in quanto riesca a dimostrare che il fatto non è a lui imputabile per non averlo potuto impedire»⁽⁶⁸⁾⁽⁶⁹⁾.

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».

⁽⁶⁵⁾ SANGIOVANNI, *op. ult. cit.*, 365, «Proprio con riferimento all'attività di revisione, che è normalmente molto complessa, può risultare difficile identificare esattamente gli inadempimenti dei revisori rispetto a quelli degli amministratori. Il modello scelto dal legislatore, in un'ottica di tutela dei danneggiati, è dunque nel senso che – esternamente – vi è responsabilità solidale nei confronti di società, soci e terzi, che vedono così assicurato il proprio diritto al risarcimento. Diversa è invece la disciplina nei rapporti interni, laddove revisori e amministratori “sono responsabili nei limiti del contributo effettivo al danno cagionato” (così, letteralmente, l'art. 15, comma 1, periodo 2, d.lgs. n. 39/2010)».

⁽⁶⁶⁾ MAGGIOLINO, *Collegio sindacale e controllo contabile*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di Marchetti, Bianchi, Grezzi e Notari, Milano, 2005, 617 ss.: «costoro risponderanno del negligente controllo verso la società cliente e verso i terzi e le loro prestazioni dovranno essere valutate secondo il criterio della diligenza media impiegata nel caso concreto dal professionista della revisione».

⁽⁶⁷⁾ Nello stesso senso FRANZONI, *op. cit.*, 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 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».

6. Il risarcimento del danno nei confronti dei terzi danneggiati: nesso causale e quantificazione

Il Giudice – trattando delle questioni pregiudiziali – ha ritenuto sussistente la legittimazione attiva nel presente giudizio da parte del commissario straordinario di Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a., affermando testualmente che «Il danno, quale che sia la sua origine, contrattuale o extracontrattuale, assume una connotazione plurioffensiva, poiché è un danno alla società e contemporaneamente ai creditori concorsuali. Il che, con riferimento al caso in esame, si traduce in un aggravamento del dissesto, dovuto all'aumentata esposizione debitoria in ragione degli inadempimenti contrattuali addebitati alle convenute, inadempimenti che, secondo la prospettazione offerta, hanno reso possibile il positivo collocamento sul mercato di emissioni obbligazionarie», nonché ipotizzando un parallelismo con l'analogia fattispecie di abusiva concessione del credito⁽⁷⁰⁾.

Nella successiva analisi del merito, tuttavia, il Tribunale ha respinto la domanda di risarcimento dei danni provocati ai creditori ed agli obbligazionisti delle società emittenti, ritenendo non provata da parte delle attrici la sussistenza del nesso di causalità tra l'evento ed il danno, né il concreto ammontare di quest'ultimo.

Tale conclusione non appare condivisibile, considerato il carattere di norma primaria⁽⁷¹⁾ rivestito dall'art. 2043 c.c.⁽⁷²⁾, in virtù del quale è ingiusto il danno conseguente alla lesione di interessi – anche innominati – cui l'ordinamento giuridico attribuisce specifica rilevanza⁽⁷³⁾, considerandoli meritevoli di tutela⁽⁷⁴⁾.

La natura complessa dell'attività svolta dalla società di rating, da un lato, potrebbe astrattamente configurare una fattispecie di responsabilità da «contatto», qualora un danno⁽⁷⁵⁾ economico

Sull'attività di supporto alle Autorità di vigilanza svolta da soggetti privati si rinvia a KRAAKMAN, *Gatekeepers: the anatomy of a third party enforcement strategy*, in *J.L. Econ. & Org.*, 1986, 53 ss.

⁽⁶⁸⁾ Testualmente C.M. BIANCA, *Inadempimento delle obbligazioni*, in *Comm. Scialoja e Branca*, Bologna-Roma, 1979, 420.

⁽⁶⁹⁾ Per l'applicabilità dell'art. 1227 c.c. si rinvia a CARNEVALI, *La responsabilità degli accountants e degli auditors*, in *Aspetti giuridici della certificazione del bilancio*, Milano, 1977, 26 ss.

⁽⁷⁰⁾ Cfr., in particolare, A. NIGRO, *La responsabilità delle banche nell'erogazione del credito alle imprese in crisi*, cit., 305 ss.; S. FORTUNATO, *op. cit.*, 67 ss.

⁽⁷¹⁾ BUSNELLI e S. PATTI, *Danno e responsabilità*, in *Studi di diritto privato*, Torino, 1997, 119 ss.; GALGANO, *Le mobili frontiere del danno ingiusto*, in *Contratto e impresa*, 1985, 9 ss.

⁽⁷²⁾ Per A. DI MAJO, *Prodotti finanziari e tutela del risparmiatore* (nota a Trib. Firenze, 19.4.2005; Trib. Roma, 25.5.2005), in *Corriere giur.*, 2005, 1289, «il fatto illecito si identifica con la lesione di un interesse (quello alla “trasparenza” e alla “correttezza” del mercato) che è “giuridicamente rilevante” e, dunque, tutelabile ai sensi dell'art. 2043 c.c. La corretta informazione assurge dunque a bene giuridicamente tutelato, onde la sua violazione, nelle circostanze date (ossia nel mercato) diventa danno risarcibile».

⁽⁷³⁾ Per la rilevanza del giudizio di comparazione si rinvia a FACCÌ, *Mancata comunicazione del rating e responsabilità dell'intermediario finanziario* (nota a Trib. Catania, 5.5.2006; Trib. Cagliari, 2.1.2006; Trib. Pinerolo, 14.10.2005), in *Resp. civ. e prev.*, 2007, 920 ss.

⁽⁷⁴⁾ Per ALPA, *Il problema dell'atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979, 256, si verifica il fenomeno della necessità di «trascorrere dal piano dei diritti al piano degli interessi».

Per MONATERI, *La responsabilità civile*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 1998, 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».

⁽⁷⁵⁾ Secondo RONCHI, *La responsabilità della banca per false o inesatte informazioni nella giurisprudenza più recente*, in *Resp. civ. e prev.*, 2000, 593 ss., «Il modo in cui è avvenuto il progressivo riconoscimento della tutela giuridica del danno da informazione economica varia da paese a paese essendo diversi i punti di partenza; sono comunque in via generale riconoscibili due diversi tipi di “itinerari” a seconda che ci si collochi in un sistema tipico o atipico di responsabilità civile: i) nel primo caso si assiste

risulti arrecato a terzi con cui non sussista alcun rapporto di affari⁽⁷⁶⁾.

Autorevole dottrina⁽⁷⁷⁾ ha posto in rilievo il fatto che la responsabilità del danneggiante, sul quale incombono peculiari obblighi di diligenza⁽⁷⁸⁾, non appare conseguenza della violazione del dovere generale di *neminem laedere*, gravante sul *quisque de populo*; essa deriva, invece, dalla violazione di specifici obblighi comportamentali relativi ad un soggetto a causa del ruolo o dello *status* professionale rivestiti dal medesimo.

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

- i) che tutte le fattispecie in esame sono caratterizzate da uno specifico «contatto sociale», in forza del quale si qualifica l'affidamento del terzo e la cui lesione genera responsabilità⁽⁷⁹⁾;
- ii) che la dottrina ha da tempo elaborato la categoria del rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione, nel quale l'interesse giuridicamente protetto è quello a non subire un pregiudizio economico all'interno della propria sfera giuridica.

Ci si limita ad osservare che la qualificazione di tale specie di

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».

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

⁽⁷⁶⁾ CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, 1991, 55, fa espresso riferimento agli «obblighi integrativi e strumentali di conoscenza esauriente e precisa di quanto attiene all'affare».

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

⁽⁷⁷⁾ CASTRONOVO, *Obblighi di protezione*, in *Jus*, 1976, 145 ss.

⁽⁷⁸⁾ Per ATELLI, *La revisione contabile obbligatoria come professione specialistica*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1996, 98 ss., «il parametro di diligenza utilizzabile per valutare la prestazione di revisione deve tener conto non soltanto della natura dell'attività esercitata, ma anche della qualificazione professionale e della struttura imprenditoriale che la società di revisione deve utilizzare».

⁽⁷⁹⁾ LARENZ, *Lehrbuch des Schuldrechts, I, Allgemeiner Teil*, 14ª ed., München, 1987, 104, definisce la fattispecie in oggetto quale «rapporto obbligatorio senza dovere primario di prestazione derivante da contatto negoziale».

Si veda anche CASTRONOVO, *op. ult. cit.*, 151 ss.

⁽⁸⁰⁾ CANARIS, *Norme di protezione. Obblighi del traffico, doveri di protezione*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1983, 567 ss.

⁽⁸¹⁾ A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, cit., 25 ss.

⁽⁸²⁾ Si veda, a tale riguardo, R. PARDOLESI, *Crolla il muro della irrisarcibilità del danno da lesione di interessi legittimi* (nota a Cass., S.U., 22.7.1999, n. 500), in *Foro it.*, 1999, I, 2487 ss.

Secondo SCARONI, *op. cit.*, 805 ss., «per accertare l'eventuale responsabilità dell'agenzia di rating, occorre utilizzare lo schema d'indagine delineato dalle Sezioni Unite della Corte di Cassazione con la nota sentenza n. 500 del 1999. Tale sentenza, infatti, nel delineare la responsabilità extracontrattuale della Pubblica Amministrazione per illegittimo esercizio della funzione pubblica, ha indicato le linee che l'interprete deve seguire in ordine successivo per verificare l'esistenza o meno di un illecito civile secondo lo schema dell'art. 2043 c.c. In base alle linee guida tracciate dalla Corte di Cassazione l'interprete deve: 1) accertare la sussistenza di un evento dannoso, inteso come evento economicamente pregiudizievole (danno patrimoniale); 2) verificare la sussistenza di un danno qualificabile come danno ingiusto, vale a dire la lesione di un interesse meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico; 3) verificare se il predetto danno ingiusto sia causalmente riferibile ad un determinato soggetto, nel senso

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

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

In questa prospettiva si è precisato che l'illecito sarebbe conseguenza della violazione di particolari doveri, denominati «obblighi del traffico», gravanti su colui il quale, operando nel traffico giuridico, deve adoperarsi per fare in modo da non recare danno ad altri⁽⁸⁰⁾ ⁽⁸¹⁾.

Ancorché la qualificazione giuridica relativa al titolo della responsabilità assume notevole importanza, seppure in un contesto caratterizzato dalla progressiva erosione dei tratti distintivi tra le due figure⁽⁸²⁾, non va sottovalutato il fatto che la responsabilità dell'agenzia di rating assume, indipendentemente dalla sua collocazione sistematica, caratteristiche d'indubbia originalità⁽⁸³⁾ ⁽⁸⁴⁾.

D'altronde risulta innegabile l'influenza che assume la predetta

di una causalità di fatto intesa in senso analogo a quanto previsto dall'art. 40 c.p.; 4) verificare la sussistenza dell'elemento soggettivo in capo all'autore del danno, colpa oppure dolo».

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

⁽⁸³⁾ Per ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Riv. notariato*, 1977, 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 accessibile 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».

⁽⁸⁴⁾ CASADEI, *op. cit.*, 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 con-

valutazione nell'orientare le concrete scelte di investimento da parte dei singoli risparmiatori, soprattutto per quanto concerne – come nel caso di specie – l'emissione di titoli obbligazionari sui mercati internazionali⁽⁸⁵⁾.

Le società commerciali, inoltre, utilizzano il rating anche quale parametro per diversificare, mediante l'accesso a nuovi settori, le fonti di raccolta, nonché per gestire la liquidità in eccesso e/o migliorare i profili di rischio degli attivi, corrispondendo ai sottoscrittori dei titoli un tasso di rendimento ad uno spread inferiore. Ne deriva che l'affidamento suscitato dalle agenzie nei confronti dei terzi investitori si riverbera sul corretto funzionamento dei mercati finanziari, dando luogo a correlative fattispecie di responsabilità⁽⁸⁶⁾.

Alla luce dei plurimi inadempimenti di cui si era resa responsabile l'agenzia, la quale non ha rispettato gli standards minimi generalmente seguiti a livello internazionale per l'emanazione e la revisione dei giudizi valutativi, non costituiva affatto «onere specifico della difesa attorea dimostrare che l'attività professionalmente scorretta svolta dall'agenzia di rating aveva provocato un aggravamento del dissesto», atteso che la mancanza di tali cautele comportava *in re ipsa* la sussistenza del nesso causale tra l'operato dell'advisor ed il danno-conseguenza derivatone agli obbligazionisti⁽⁸⁷⁾.

Il giudizio di rating, d'altra parte, risulta naturalmente destinato alla circolazione sui mercati, determinando in capo all'advisor una sorta di «responsabilità da prospetto»⁽⁸⁸⁾, che funge da elemento di connessione tra l'inesatta informazione fornita da que-

st'ultimo e la lesione della libertà contrattuale del terzo investitore, il quale si trova ad orientare le proprie scelte sulla convinzione della veridicità delle informazioni ricevute⁽⁸⁹⁾.

Parimenti non condivisibile risulta l'affermazione contenuta nella motivazione della sentenza, secondo cui «la Parmalat s.p.a. non ha dimostrato che anteriormente ai contratti di prestazione di rating, le precedenti emissioni obbligazionarie avessero avuto un minore successo: tale circostanza, infatti, avrebbe potuto costituire un significativo indice del vantaggio e, quindi, dell'univoca efficienza causale attribuibile all'attività prestata dalle convenute».

Dallo svolgimento della vicenda processuale, infatti, è stato dimostrato che le società emittenti hanno scientemente posto in essere una serie di comportamenti volti ad indurre in errore l'advisor, al fine di mantenere sui titoli emessi un rating qualificato come «investment grade».

Tale giudizio positivo si è riverberato necessariamente sul gruppo Parmalat, il quale ha fatto ricorso al reperimento di nuovi capitali sui mercati finanziari, corrispondendo ai portatori dei titoli un saggio d'interesse sicuramente inferiore⁽⁹⁰⁾.

Pertanto il danno emergente sicuramente arrecato agli obbligazionisti è rappresentato – una volta effettuata l'analisi comparativa tra le emissioni precedenti (prive di rating) e quelle successive (munite di rating investment grade) – dal valore differenziale sussistente tra le due categorie di titoli sia per quanto riguarda i relativi prezzi di emissione che per il relativo rendimento (spread)⁽⁹¹⁾.

venuto 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».

⁽⁸⁵⁾ E. MONTI, *op. cit.*, 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)».

⁽⁸⁶⁾ Si pensi al fondamentale ruolo di garanzia per gli investitori assegnato al rating dagli artt. 2, 4° co., l. 30.4.1999, n. 130; 4, 2° co., d.m. 4.1.2006; 100 bis, d.lg. 24.2.1998, n. 58; 28 septies, Reg. Consob 14.5.1999, n. 11971.

⁽⁸⁷⁾ PISANI MASSAMORMILE, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2005, I, 789: «Per il risparmiatore, cioè, è sufficiente provare, oltre il danno, la propria mancanza di consapevolezza del grado di rischio effettivo dell'investimento attuato, perché questo è l'obiettivo che gli intermediari devono assicurare, mercé la loro azione, a tutti gli investitori e, anche così, al mercato. A tal fine, il risparmiatore alleggerà la "colpa" dell'intermediario manager, sostenendo, forte delle presunzioni in suo favore di cui all'art. 23, ultimo comma, t.u.f., la mancanza di diligenza di questi, vuoi per ciò che riguarda l'idoneità in generale della sua organizzazione, vuoi per ciò che riguarda l'effettiva ricezione, elaborazione e trasmissione al mercato (con le modalità dette) di informazioni tempestive ed adeguate, tenuto conto dello specifico ruolo svolto dall'intermediario nell'ambito del procedimento di emissione. Toccherà allora all'intermediario offrire la prova positiva contraria e cioè di essere stato diligente per ciò che concerne l'uno e l'altro degli aspetti predetti».

⁽⁸⁸⁾ A. MAZZONI, *op. cit.*, 249: «Mi riferisco all'idea, ormai acquisita nella giurisprudenza e dottrina statunitense, che ravvisa nel mercato una sorta di agent non remunerato che, grazie alla sua efficienza e trasparenza, ausilia ciascun singolo investitore nel fare le sue personali scelte di investimento o disinvestimento. Corollario di questa idea è che chi altera arti-

ficialmente il mercato, disseminando in esso dichiarazioni apparentemente affidabili ma in realtà false, impedisce al mercato di svolgere correttamente questa sua funzione di agent, che è di importanza essenziale per il comune investitore. Costui, infatti, né potrebbe razionalmente aspirare a procurarsi alternativamente tutte le informazioni sintetizzate nella quotazione del titolo, né potrebbe razionalmente decidere di sopportare i costi necessari per ottenerne alcune o verificarne altre. L'alterazione artificiosa del mercato mediante dichiarazioni false è, quindi, non soltanto un comportamento che viola interessi generali e pubblicistici, ma anche un comportamento considerato illecito nella sfera del singolo che si autodetermina contando sul mercato come consulente corretto».

⁽⁸⁹⁾ DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contr.*, 2005, 709 ss., equipara, pur con le dovute distinzioni, l'attività espletata dall'intermediario all'esercizio di un'attività pericolosa ex art. 2050 c.c.

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

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

⁽⁹⁰⁾ A. MAZZONI, *op. cit.*, 253 ss.: «Solitamente il danno risarcibile, alla stregua di ciò che l'attore potrà realisticamente provare sul piano del nesso causale, sarà la causation loss, cioè il danno misurato dal differenziale improprio che è stato subito nell'acquistare o nel vendere e che non vi sarebbe stato se la dichiarazione negligente o dolosa non avesse alterato il funzionamento corretto del mercato. Molto più raramente, invece, l'attore potrà recuperare l'intera transaction loss, cioè una somma che gli consenta di essere posto nella stessa condizione in cui si sarebbe trovato se non avesse affatto investito o disinvestito in ordine a quel titolo».

⁽⁹¹⁾ S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, 208: «Il danno agli investitori attuali consiste: (a) nel costo dell'investimento ulteriore o nel mancato disinvestimento, se le informazioni non corrette diffuse rappresentano una situazione patrimoniale e finanziaria della società, migliore di quella reale (che è il caso più comune); oppure, (b) nel disinvestimento, se invece le informazioni rappresentano una situazione della società peggiore di

La determinazione del *quantum debeatur* dovrebbe essere parametrata anche in relazione alla specifica natura dell'investitore, effettuando le necessarie distinzioni fra lo *status* di cliente al dettaglio, cliente professionale o controparte qualificata, nonché alle rispettive scelte effettuate ordinariamente in materia di investimenti⁽⁹²⁾.

L'illecito commesso dalla società di rating, oltre che essere causativo di un danno patrimoniale nei confronti dei terzi investitori (sotto forma di perdita, diminuzione e/o insufficiente rendimento del capitale investito), appare suscettivo di arrecare ai medesimi soggetti anche un ulteriore pregiudizio, conseguente alla perdita di occasioni più favorevoli dal punto di vista economico⁽⁹³⁾ e, pertanto, deve essere risarcito secondo i criteri previsti dall'art. 2056 c.c.⁽⁹⁴⁾.

Per ciò che concerne il danno da lucro cessante, infatti, occorre dimostrare che i risparmiatori avrebbero potuto in alternativa dirottare i propri investimenti verso forme di impiego maggiormente remunerative, oppure che avrebbero perduto favorevoli occasioni di concludere ulteriori affari.

Tali conseguenze patrimoniali debbono essere analizzate mediante una valutazione di tipo prognostico-probabilistica, con l'intento di includervi alcune conseguenze pregiudizievoli che

si presentassero eventualmente connesse, secondo l'*id quod plerumque accidit*, con lo specifico fatto dannoso⁽⁹⁵⁾.

La quantificazione del danno, in quest'ultimo caso, appare possibile soltanto facendo ricorso ad un criterio equitativo di valutazione, il quale potrebbe operare anche in ordine al risarcimento degli eventuali danni non patrimoniali⁽⁹⁶⁾.

7. Considerazioni conclusive

La sentenza oggetto di commento costituisce un importante punto di partenza per affrontare la delicata questione relativa alla responsabilità delle agenzie di rating.

Gli approcci alla complessa problematica consistono fondamentalmente, in primo luogo, in una matrice di tipo pubblicistico, consistente nell'aumentare il complesso di regole cui le stesse si trovano sottoposte nell'esercizio della loro attività⁽⁹⁷⁾.

Tale prospettiva potrebbe produrre a carico del mercato e, in ultima analisi, degli investitori ulteriori costi di compliance nonché accrescere le barriere all'ingresso in un mercato già fortemente caratterizzato da una chiara matrice oligopolistica⁽⁹⁸⁾.

Un'altra soluzione, invece, potrebbe essere rappresentata dall'estensione dei rimedi risarcitori di carattere privatistico⁽⁹⁹⁾.

Anche in tal caso, tuttavia, occorre circoscrivere l'area della responsabilità entro limiti ragionevoli, al fine di evitare la prolife-

quella reale oppure sono poco chiare e quindi causano incertezza circa le reali condizioni patrimoniali e finanziarie della società. Il danno agli investitori potenziali consiste: nel costo dell'investimento (acquisto o sottoscrizione di strumenti finanziari ad un prezzo superiore rispetto al loro valore reale), se le informazioni rappresentano una situazione della società migliore di quella effettiva».

⁽⁹²⁾ L'art. 35, 1° co., Reg. Consob 29.10.2007, n. 16190, opera la distinzione tra clientela al dettaglio, clientela professionale e controparte qualificata.

⁽⁹³⁾ DRIGO, *op. cit.*, 538: «Saranno risarcibili, è appena il caso di aggiungere, solo i danni che l'attore provi esser stati cagionati dall'aver intrapreso proprio le scelte economiche che la falsa informazione mirava a promuovere».

⁽⁹⁴⁾ Per le società di revisione si veda COZZI, *op. cit.*, 103: «Quanto si è appena detto pone peraltro il problema della quantità del danno attribuibile, secondo la relazione causale così ricostruita, alla società di revisione. Questa infatti potrà essere chiamata a rispondere solo del danno che si sarebbe potuto ragionevolmente evitare se i revisori avessero adempiuto con diligenza al proprio compito. Si genera così una situazione sotto molti profili analoga a quella che caratterizza il danno da perdita di chance; come si è osservato, infatti, anche in questo caso il giudice è chiamato ad ipotizzare *a posteriori* quale sarebbe stato il presumibile effetto pratico 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 INZITARI, *op. ult. cit.*, 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 di-

spersione o perdita parziale o totale del patrimonio conseguente all'eccessivo e ingiustificato indebitamento ed esposizione verso la banca, che ha concesso abusivamente ed immeritatamente credito. Per i creditori sociali il pregiudizio consiste nel verificarsi della insufficienza della garanzia patrimoniale e, cioè, nella 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».

⁽⁹⁵⁾ Secondo Cass., 22.2.1991, n. 1908, in *Mass. Giur. it.*, 1991, 267, il danno deve essere risarcito anche quando avrebbe potuto prodursi in futuro, «secondo una ragionevole e fondata probabilità».

⁽⁹⁶⁾ Per GAMBARO, *Ancora in tema di falsa luce agli occhi del pubblico*, in *Quadrimestre*, 1988, 348, sarebbe «opportuno sgombrare subito il campo dalla illusione che il risarcimento del danno possa veramente costituire una compensazione esatta della perdita economica subita dalla vittima e si possa, quindi, conseguire l'obiettivo di restituirla nello *status quo ante*. Ciò è possibile, infatti, solo nella ipotesi in cui sia 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».

⁽⁹⁷⁾ PIANESI, *op. cit.*, 206: «Dal punto di vista soggettivo, a rendere le agenzie di rating un fenomeno peculiare è proprio il loro essere il punto d'incontro di pubblico e privato sotto uno specifico profilo: le agenzie sono sì soggetti privati, ma su di esse il pubblico potere appone il suo sigillo, di modo che le stesse si configurano come soggetti in cui coesistono due forme di autorità e di legittimazione...: una forma di legittimazione che deriva dal mercato (v. il meccanismo reputazionale) e una forma di legittimazione che deriva dalla regolazione (nel caso della regulatory license view)».

BRUNER, *States, Markets and Gatekeepers: Public-private Regulatory Regimes in a Era of Economic Globalization*, in *Michigan J. Int'l L.*, 2008, 5, definisce le agenzie come «public-private gatekeepers».

⁽⁹⁸⁾ Il fenomeno è stato approfonditamente analizzato da HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington Un. L.Q.*, 2004, 54 ss.

⁽⁹⁹⁾ Per A. DI MAJO, *La responsabilità contrattuale*, cit., 7, «Si può dire che, mentre la *culpa in contrahendo* è sanzionata con regole di responsabilità, l'abuso della libertà contrattuale nella costruzione del contratto è sanzionata con regole di invalidità. Ma risarcimento e invalidità sono pur sempre rimedi contro il superamento dei «limiti» che caratterizzano la libertà contrattuale. Ci si può tuttavia domandare se il rimedio costituito dalla inefficacia e/o invalidità delle clausole «sfavorevoli» al contraente sia ancora da considerare come appartenente, in qualche modo, all'area della responsabilità».

Le tendenze evolutive suddette sono compiutamente analizzate da VETTORI, *Le asimmetrie informative fra regole di validità e regole di responsabilità*, in *Riv. dir. privato*, 2003, 241 ss.

razione incontrollata ed incontrollabile di deep pocket actions⁽¹⁰⁰⁾, le quali avrebbero come unico effetto la sospensione dei giudizi da parte delle agenzie, nonché l'incentivazione del mercato dei titoli privi di rating (c.d. «junk bonds»)⁽¹⁰¹⁾.

Altri autori, infine, hanno ipotizzato la percorribilità di una terza via, sostituendo il rating con altri indicatori economici, quali i credit spread ed i credit default swap⁽¹⁰²⁾, ma anche tali parametri presentano elevati rischi di volatilità⁽¹⁰³⁾.

Premesso che qualsiasi ipotesi di soluzione lascerebbe immutato l'eterno dilemma su quale soggetto sia preposto a controllare il controllore⁽¹⁰⁴⁾, occorre anche evidenziare che la moderna realtà dei traffici economici sta assistendo ad un fenomeno di dematerializzazione dei beni e di traslazione del rischio di impresa in capo ai singoli risparmiatori, atteso che il settore corporate ha

trasferito gran parte dei propri assests operativi sul mercato facendo ricorso ad operazioni di finanza strutturata⁽¹⁰⁵⁾.

Tutti i rimedi proposti, tuttavia, suscitano notevoli perplessità sia dal punto di vista economico che sotto il profilo giuridico, atteso che l'attuale crisi finanziaria (come tutte quelle che l'hanno preceduta) non è stata provocata soltanto da una carenza di regolamentazione, bensì è scaturita da comportamenti censurabili prevalentemente sotto il profilo etico⁽¹⁰⁶⁾.

L'attuale default reputazionale⁽¹⁰⁷⁾ e la mancanza di fiducia nei giudizi valutativi rilasciati dalle agenzie, infatti, costituiscono la riprova che le norme, per risultare effettivamente applicate, non debbono rimanere confinate esclusivamente all'interno nei codici ma dimorare nella sfera interna di tutti i consociati⁽¹⁰⁸⁾. ■

⁽¹⁰⁰⁾ A. MAZZONI, *op. cit.*, 232: «Il dilemma è se lo strumentario concettuale da utilizzare per l'analisi è quello del diritto comune (seppure ammodernato) della responsabilità civile; ovvero uno strumentario più complesso, risultante dalla immersione del diritto comune in un contesto dominato dalle regole e dalla logica proprie del diritto speciale; proprie, cioè, del diritto del mercato finanziario».

⁽¹⁰¹⁾ ENRIQUES e GARGANTINI, *op. cit.*, 493: «Resta comunque da verificare se la via di un'accresciuta responsabilità possa essere la strada giusta da percorrere. I costi che ne deriverebbero potrebbero riflettersi sul prezzo dei servizi di rating, con conseguenze che dovrebbero essere tenute bene in considerazione nel definire nuove eventuali regole di responsabilità».

Anche per PRESTI, *op. cit.*, 104, «Scartata la strada del rafforzamento della responsabilità civile, che rischia di rendere l'attività eccessivamente pericolosa in rapporto agli utili che può produrre e, quindi, di produrre l'abbandono del ramo, vanno invece utilizzati gli strumenti che favoriscono la qualità del rating e aumentano la consapevolezza degli investitori sul reale significato di una determinata valutazione».

PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, cit., 491, evidenzia la percorribilità di tale soluzione da parte delle istituzioni comunitarie, atteso che «in base al disposto del sessantanovesimo "considerando", il legislatore europeo premette che le eventuali controversie relative al risarcimento del danno derivante dalla violazione di norme del regolamento e promosse in uno Stato membro debbono essere risolte sulla base della singola legislazione nazionale in materia di responsabilità civile».

⁽¹⁰²⁾ PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, in *University of San Diego Legal Studies Research Paper Series*, 2006, 62, «The differences between credit rating agencies and other gatekeepers are stark. Credit rating agencies are more profitable than other gatekeepers, they face different and potentially more serious conflicts of interest, and they are uniquely active in structured finance, particularly CDOs. I assess each difference in turn».

⁽¹⁰³⁾ SKEEL e PARTNOY, *The Promise and Perils of Credit Derivatives*, in *University of Cincinnati L.R.*, 2007, 1019 ss., «This new market offers a world of promise, both for enhancing the liquidity and informational quality of the credit markets generally, and for facilitating governance by banks and other creditors in particular. We turn now to the dark side of credit derivatives. The same innovations that offer so many remarkable benefits also can undermine the amount or quality of monitoring and oversight, can magnify rather constrain systemic risk and can create other problems as well».

⁽¹⁰⁴⁾ Su tale aspetto si rinvia all'interessante lavoro di KORMOS, *Quis Custodiet Ipsos Custodes? Revisiting Rating Agency Regulation*, in *International Business L.J.*, 2008, 569 ss.

⁽¹⁰⁵⁾ KOTHARI, *Securitization. The Financial Instrument of the Future*, Singapore, 2006, 320: «As the role of rating agencies in the structured finance business was intensively discussed over in the past, some areas of critique are notable: it is contended that rating agencies not only provide ratings but also structuring advice, which leads to a conflict of interest. In addition, the nature of ratings in structured finance is *ex ante*, that is, the structure follows the ratings. Thus, the structuring of the transaction in driven by the ratings; the required enhancement levels are indicated by the rating agencies. While this may sound problematic, on an objective analysis, there is no difference between giving a rating based on a particular structure. For bonds ratings, if the bond issuer infuses more capital, the rating may be revised. It is only that changes in capital structure can be more easily implemented in structured finance than in corporate balance sheets. In 2001 and 2002, there were intensive debates in the marketplace about notching practices, essentially notable in the CDO segment. A CDO may consist of bonds that are not rated by the rating agency in question. Instead of rating the bonds, the agency on the basis of more – or less – conservative standards used by it assigns shadow ratings several notches above or below such ratings. This practice of lowering or uplifting the notches came to be known as notching practice. A study by NERA Consulting Group on such practices was

commissioned, which noted significant differences in the ratings of the leading three rating agencies».

MARSH, *The Effect of Lenders Credit Risk Transfer Activities on Borrowing Firms' Equity Returns*, in *Cass Business School Research Paper*, 2008, 6 ss.: «The credit risk exposure of banks used typically to remain on the banks' books until maturity of the loan or default. Screening and monitoring of borrowers were the main approaches to bank credit risk management. Two additional tools were available, purchasing credit insurance and loan sales. Both suffered from the lemons problem since the insurer/purchaser was typically at an informational disadvantage to the bank. However, through time, the secondary market for syndicated loans has grown, since all syndicate members have, in theory, access to broadly similar information about the borrower. Credit default swaps, and variants on the theme, offer a new way of hedging credit risk. Instead of shifting the loan off the balance sheet through a loan sale, the bank can buy credit protection from a third party. The credit exposure remains on the banks' books but the credit risk has been sold. As such, CDS contracts resemble credit insurance. The key differences are that CDS contracts are tradeable, and unlike insurance contracts, credit protection can be bought even if the buyer has no credit exposure. The CDS market is growing but the lemons problem remains for less well-known companies, and a liquid market only exists for credit exposures to companies where informational asymmetries are low. The above approaches are all techniques for managing single-name credit risk exposure. Securitization has long been active for portfolios of homogeneous commodity exposures such as credit card receivables or mortgages, and loan portfolio credit risk transfer techniques have now also evolved. Notably, collateralized debt or loan obligations extend the securitization principle to more heterogeneous credit exposures. A cash collateralized loan obligation is a form of securitization in which assets (bank loans) are removed from a bank's balance sheet and packaged (tranche) into marketable securities that are sold on to investors via a special purpose vehicle (SPV). Different tranches of the CLO have different risk-return characteristics and can be targeted at specific investor classes».

⁽¹⁰⁶⁾ Per DACREMA, *La crisi della fiducia: le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Milano, 2008, 29 ss., «La miscela esplosiva si è prodotta quando il rating è stato abbinato a titoli emessi da banche e organismi finanziari, in particolare quelli originati dalla finanza strutturata. Quello tra rating e finanza si è rivelato un appuntamento fatale, e il loro connubio ha generato figure mostruose. Non è esagerato sostenere che senza il rating non si sarebbe potuta verificare la crisi finanziaria più grave di tutti i tempi. È in virtù di questo strumento, infatti, che gli operatori finanziari hanno commesso l'imperdonabile imprudenza di forzare i limiti naturali della velocità del denaro, con ciò causando il crollo di tutte le borse del mondo e la più lunga catena di dissesti finanziari di cui si abbia memoria»; SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. pen. e processo*, 2009, 269 ss., esamina l'efficacia della legislazione penale di settore nei confronti degli intermediari finanziari.

⁽¹⁰⁷⁾ SIRONI, *La crisi finanziaria un anno dopo: quali lezioni per le banche e le autorità di vigilanza?*, in *Econ. e management*, 2008, 11: «la crisi recente ha posto in evidenza anche un problema relativamente trascurato dalle banche e dagli organi di vigilanza: il rischio reputazionale. Mi riferisco al fatto che, accanto alle obbligazioni contrattuali, esistono obblighi reputazionali che le banche non possono eludere pena il restare senza finanziatori»; CANTINO, *op. cit.*, 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».

GILSON e KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Va. L.R.*, 1984, 549 ss.

V. anche BLACK, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in *UCLA L.R.*, 2001, 786 ss.

⁽¹⁰⁸⁾ GEREMIA, in *La Sacra Bibbia* (Ger., 31, 33): «porrò la mia legge dentro di loro, la scriverò sul loro cuore».