

INDICE

INTRODUZIONE

IMPOSTAZIONE DEL PROBLEMA E LINEE DI SVILUPPO DELL'INDAGINE	1
--	---

CAPITOLO 1

IL RATING NEL CONTESTO DEL SISTEMA INFORMATIVO DEI MERCATI FINANZIARI E LE RELAZIONI GIURIDICAMENTE RILEVANTI TRA I SOGGETTI CHE COINVOLGE

I. Il ruolo delle agenzie di <i>rating</i>	17
II. Il <i>rating</i> delle emissioni: tratti caratterizzanti.	23
III. Agenzie, emittenti, investitori.	31
IV. I rapporti tra investitori ed agenzie: le tesi contrattualistiche.	39
V. (<i>segue</i>) inquadramento nel contesto delle strutture aquiliane.	56

CAPITOLO 2

IL DOPPIO BINARIO EUROPEO E NAZIONALE DELLA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE

I. L'introduzione di una regolamentazione europea dell'attività di <i>rating</i> . . .	67
II. Una sinergia tra rimedio europeo e strumenti nazionali.	76
III. Le regole europee di responsabilità: elemento oggettivo	79
IV. (<i>segue</i>) elemento soggettivo	82
V. (<i>segue</i>) aspetti applicativi	85
VI. La natura ibrida del rimedio europeo e profili di diritto internazionale privato.	90
VII. Effetto armonizzante del regolamento ed <i>effet utile</i> : la rilevanza (anche <i>ultra vires</i>) delle norme europee nell'ordinamento interno	99

CAPITOLO 3

GLI STANDARD DI CONDOTTA PER L'ELABORAZIONE DEI RATING

I. Considerazioni preliminari sui parametri comportamentali dell'intermedia- rio nel sistema europeo.	105
II. Il dovere di indipendenza	107
III. Il dovere di trasparenza	114

IV.	Il dovere di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati	117
V.	<i>Rating</i> finanziario e libertà di opinione	120
VI.	(<i>segue</i>) i doveri di diligenza professionale nell'elaborazione dei <i>rating</i>	126
VII.	Il ruolo dei doveri di comportamento nel contesto del diritto italiano	132
VIII.	(<i>segue</i>) il perimetro della condotta contrattualmente dovuta dalle agenzie e le caratteristiche del rapporto instaurato con i clienti	135

CAPITOLO 4

I MEZZI DI TUTELA DEI SOGGETTI DANNEGGIATI
DALLA DIFFUSIONE DI *RATING* INCONGRUI SUL PIANO
NAZIONALE ED EUROPEO

I.	Le diverse forme di tutela per investitori ed emittenti: quadro tematico	145
II.	La risoluzione del contratto stipulato con i clienti	147
III.	L'inadempimento delle agenzie e gli ulteriori mezzi di tutela per investitori ed emittenti: il risarcimento del danno contrattuale	152
IV.	I confini del danno risarcibile: i pregiudizi cagionati agli emittenti da un <i>rating</i> incongruo	156
V.	(<i>segue</i>) le perdite degli investitori	162
VI.	Il modello di responsabilità aquiliana delle agenzie di <i>rating</i> nei confronti del pubblico degli investitori	167
VII.	La responsabilità delle agenzie verso gli emittenti per <i>unsolicited rating</i>	182
VIII.	L'utilità residuale dello strumento risarcitorio europeo	192
IX.	Tutela preventiva attraverso l'azione inibitoria	197

CAPITOLO 5

COROLLARIO: LE DINAMICHE DELLA RESPONSABILITÀ

I.	Ricadute processuali della responsabilità delle agenzie e profili probatori	203
II.	(<i>segue</i>) strumenti di agevolazione dell'onere della prova gravante sui soggetti danneggiati: il ricorso ad indici presuntivi	216
III.	I cd. <i>disclaimers of responsibility</i> e l'esclusione o limitazione preventiva della responsabilità delle agenzie	223
IV.	Il concorso di colpa dell'emittente o dell'investitore danneggiato	230
	<i>Bibliografia</i>	239

INTRODUZIONE

IMPOSTAZIONE DEL PROBLEMA E LINEE DI SVILUPPO DELL'INDAGINE

La crisi che ha segnato l'ultimo decennio ha avuto notevoli ripercussioni sul mondo dell'economia, ma non meno importante influenza sul diritto dei mercati finanziari. Ha infatti portato alla luce con tragica evidenza molti problemi che caratterizzavano — e in parte caratterizzano tuttora — i mercati internazionali, relativi da un lato alla struttura degli stessi, dall'altro a determinati meccanismi e comportamenti messi in atto da alcuni attori, tra cui le agenzie di *rating*. Si è così instaurato un importante dibattito, anche sul piano giuridico, che ha messo in discussione la capacità di questi attori di autoregolamentarsi in modo corretto ed efficiente, e di conseguenza la convinzione, assai radicata fino a quel momento, della inutilità di un intervento legislativo.

Il ruolo delle agenzie di *rating* nel generare e acuire la crisi finanziaria innescata tra il 2006 e il 2007 dai mutui cd. *subprime* (1) è stato messo in rilievo a voce unanime (2). Si è in particolare evidenziato come

(1) Si tratta, è appena il caso di ricordarlo, di prestiti concessi ad una clientela caratterizzata da un *credit score* particolarmente basso oppure finanziamenti troppo ampi concessi a debitori che altrimenti avrebbero avuto un buon merito di credito. In tema v. SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, in *Minnesota Law Review*, 93, 2008, p. 373, nota 1.

(2) Cfr. *The Financial Crisis Inquiry Report, National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*, 2011, pp. XXV s., 43 ss. (reperibile al sito <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf>); SEC, *Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examinations of Select Credit Rating Agencies*, in DE LUCA/RUSSO, *Credit Rating Agency Reform*, New York, 2009, p. 95 ss. V. inoltre la relazione contenuta nella proposta di Regolamento COM (2008) 704 del 12.11.2008, p. 2. Nella dottrina italiana v. CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in CARRIERO, *Scritti di diritto dell'economia*, Milano, 2010, p. 323 ss. e spec. 332 ss.; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, p. 78 ss.; ID., voce *Rating*, in *Enc. dir.*, Ann. VII, Milano, 2014, p. 850 ss.; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 2008, p. 164 ss. Nel panorama dottrinario internazionale cfr. in particolare SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets*, cit., p. 400 s.; AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis — Behavioural Finance and Financial Regulation — In Search of a New Orthodoxy*, in *J. Corp. L. Studies*, 9, 2009, p. 33 ss.; PARTNOY, *Overdependence on Credit Rating Was*

le agenzie abbiano agito in conflitto di interessi, valutando strumenti finanziari (3) che avevano contribuito esse stesse a strutturare durante antecedenti *auxiliary services* (4), e come le stesse abbiano utilizzato sia criteri di valutazione non idonei e in spregio ai principi di correttezza e trasparenza dovuti, sia dati ottenuti dagli enti valutati senza approfondito controllo di merito.

La vicenda si pone al vertice dell'*escalation* di una serie di grandi scandali finanziari, come quello di *Enron* del 2001 (5), di *WorldCom* del 2002 (6) e di *Parmalat* del 2003 (7), nei quali sono state ritenute

a Primary Cause of the Crisis, in *San Diego Legal Studies*, Paper no. 09-015, 2009, p. 5 ss.; TURNER, *The Turner Review 2009 — A Regulatory response to the Global Financial Crisis*, (reperibile al sito http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf); BAR-GILL, *The Law, Economics and Psychology of Subprime Mortgage Contracts*, in *Cornell L. Rev.*, 94, 2009, p. 1073 ss.; GRUNDMANN/HOFMANN/MÖSLEIN, *Finanzkrise und Wirtschaftsordnung: Krisenursachen, Finanzmarktstabilisierung, Finanzmarktstabilität*, in *Finanzkrise und Wirtschaftsordnung*, a cura di Grundmann, Hofmann e Möslin, Berlin, 2009, p. 1, 3 ss.; HURST, *The Role of Credit Rating Agencies in the Current Worldwide Financial Crisis*, in *Company L.*, 30, 2009, p. 61 s.; WAGNER, *Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber dem Anlegerpublikum*, in *Einheit und Vielheit im Unternehmensrecht, Festschrift für Uwe Blaurock zum 70 Geburtstag*, a cura di Jung, Lamprecht et al., Tübingen, 2013, p. 469 ss.; LÓPEZ MARTÍNEZ, *Independencia y conflictos de interés en la actividad de las agencias de rating*, in *Rev. derecho bancario y bursátil*, n. 129, 2013, p. 240 s.; KUMPAN, *Regulierung von Ratingagenturen — ein anreizorientierter Ansatz*, in *Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70 Geburtstag*, II, a cura di Grundmann et al., Berlin, 2010, p. 2157 ss.

(3) Ogni riferimento al termine ‘strumenti finanziari’ contenuto nel presente lavoro rinvia — conformemente a quanto disposto dall’art. 3 comma 1 *k* regolamento (CE) n. 1060/2009 — a tutti gli strumenti finanziari elencati all’allegato I sezione C direttiva (CE) n. 39/2004 del 21 aprile 2004 (cd. direttiva MiFID), recepito all’art. 1 comma 2 t.u.f. In tema e per una definizione e analisi della nozione e delle caratteristiche di questi beni basti qui rinviare a COSTI, *Il mercato mobiliare*¹⁰, Torino, 2016, p. 8 ss.; PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, p. 20 ss.

(4) Si tratta, come oltremodo risaputo, di prestazioni collaterali fornite a pagamento dalle agenzie di *rating* a monte o a valle della vera e propria attività di valutazione del merito creditizio, e comprendenti, in via esemplificativa, la vendita di informazioni statistiche e di studi o la consulenza preventiva relativa ad un’emissione, per impostarla in maniera ottimale (e specialmente in modo tale da ottenere il *rating* più alto possibile).

(5) V. *Financial Oversight of Enron: The SEC and Private-Sector Watchdogs*, *Report to the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs*, *US Senate* 7.10.2002, disponibile al sito <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CPRT-107SPRT82147/pdf/CPRT-107SPRT82147.pdf>. In tema v. anche ARMOUR/McCAHERY, *After Enron: Improving Corporate Law and Modernizing Securities Regulation in Europe and in the US*, in *Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper No. 2006-07*, p. 1 ss.

(6) In argomento v. COFFEE, *Gatekeepers. The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2006, p. 36 ss.

(7) Sul caso *Parmalat* v. per tutti SAPELLI, *Giochi proibiti. Enron e Parmalat capitalismi a confronto*, Milano, 2004, p. 78 ss.

responsabili anche le agenzie di *rating* (8). A seguito di tali eventi il ruolo di queste in quanto efficienti *gatekeepers* (9) è risultato fortemente minato poiché in tutti questi frangenti non hanno avvisato il mercato delle difficoltà finanziarie delle società valutate, mantenendo alto il *rating* delle emissioni fino a pochi giorni prima della dichiarazione di fallimento (10).

La reazione sul piano mondiale ai menzionati eventi si è inizialmente limitata al *soft law*: l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari (IOSCO) si è mossa pubblicando un *report* (11) e una dichiarazione sui principi da seguire nell'attività di *rating* (12), specificati e tradotti successivamente nel *IOSCO Code of Conduct Fundamentals for CRAs* del 2004 (13). In una materia lasciata fino a quel momento all'autonomia dei soggetti coinvolti è stato così introdotto un primo nucleo di principi e di regole di comportamento intesi come indicazioni e consigli alle agenzie di *rating* su come strutturare i rispettivi codici di autoregolamentazione (14). Questo primo tentativo di intervento, recepito dai *raters* mediante adesione volontaria e privo di *enforceability*, si è tuttavia dimostrato, alla prova dei fatti,

(8) Le vicende sono ben note, in tema v. per tutti le osservazioni di BUONOCORE, *Etica degli affari e impresa etica*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 181 ss.

(9) I *gatekeepers* sono stati autorevolmente definiti come « *reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors* » (così COFFEE, *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *The Business Lawyer*, 57, 2002, p. 1405). Per una panoramica sulla prima letteratura statunitense in tema v. KRAAKMAN, *Corporate Liability Strategies and the Costs at Legal Controls*, in *Yale L.J.*, 93, 1984, p. 857 ss.; ID., *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *J.L. Econ. & Org.*, 2, 1986, p. 53 ss.; GILSON, *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*, in *Yale L.J.*, 94, 1984, p. 239 ss.; CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, in *Nw. U.L. Rev.*, 92, 1998, p. 916 ss.

(10) In tema v. per tutti PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 78 ss.; DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, p. 490 ss.

(11) IOSCO, *Report on the Activities of Credit Rating Agencies*, consultabile al sito www.iosco.org.

(12) IOSCO, *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies* del 2003, consultabile al sito www.iosco.org.

(13) Reperibile, nella sua versione aggiornata al 2015, al sito <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>.

(14) In tema v. PRESTI, *Le agenzie di rating*, cit., p. 79 s. Nel panorama europeo v. inoltre STEMPEL, *Rechtliche Rahmenbedingungen des Ratings*, München, 2010, p. 148 ss.; BLAUROCK, *Verantwortlichkeit von Ratingagenturen — Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?*, in *ZGR*, 2007, p. 638 s.

insufficiente, in quanto inadeguato a fronteggiare la vicenda dei mutui cd. *subprime*.

Solo la crisi che ha interessato la finanza mondiale a partire dal 2006 ha scosso il legislatore europeo, inizialmente impermeabile alle preoccupate istanze di tutela già formulate dalla dottrina più attenta (15). Le conseguenti riflessioni di politica del diritto si sono sviluppate in parallelo con quelle svoltesi oltreoceano negli Stati Uniti d'America e sfociate nell'emanazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (16). Ne è derivata una successione di interventi normativi diretti a disciplinare il comportamento delle agenzie di *rating*: il regolamento (CE) n. 1060 del 16.9.2009 sulle agenzie di *rating* e due successivi regolamenti di modifica, ossia il regolamento (UE) n. 513 del 11.5.2011 e il regolamento (UE) n. 462 del 21.5.2013. Si è dunque introdotta in Europa una disciplina che tocca molti aspetti del *rating*, pone specifici

(15) In senso contrario ad un intervento regolatore in questa materia si era infatti pronunciata sia la Commissione europea nel 2005 (v. *Comunicazione della commissione europea sulle agenzie di rating del credito* del 23.12.2005, in *Gazzetta ufficiale dell'UE* 2006/C 59/02 dell'11.3.2006, spec. p. 9 s.) sia il gruppo di esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (*European Securities Markets Expert Group*, ESME) addirittura nel 2008 (ESME, *Role of Credit Rating Agencies*, in *ESME's Report to the European Commission*, giugno 2008, p. 9 s.). Sul punto v. in particolare CARRIERO, *Previsioni, opinioni, certezze: le agenzie di rating*, in *Europa e dir. priv.*, 2012, p. 874; DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato*, cit., p. 492 s. e 499 s. Nel panorama tedesco v. inoltre SCHULER, *Regulierung und zivilrechtliche Verantwortlichkeit von Ratingagenturen*, Frankfurt am Main, 2012, p. 94 ss. Già da tempo infatti si segnalavano come problematici i meccanismi che poi sono stati effettivamente concause della crisi: si v. per tutti PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Wash. U. L. Q.*, 77, 1999, p. 619 ss.; COFFEE, *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, cit., p. 1403 ss.

(16) Il *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*, emanato per far fronte alle criticità delle agenzie di *rating* evidenziate dal *default* Enron e WordCom, si è dimostrato fin da subito inadeguato a fronteggiare la crisi dei mutui *subprime* (v. HUNT, *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, The Insufficiency of Reform and a Proposal for Improvement*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 109, 2009, p. 23 s.; DE LUCA/RUSSO, *Credit Rating Agency Reform*, cit., p. 2 ss.). La crisi ha rappresentato il vero punto di svolta sia nell'evoluzione della giurisprudenza in materia di responsabilità delle agenzie di *rating*, sia nello sviluppo della legislazione. Punto di arrivo di tale progresso consiste infatti nell'emanazione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (Pub.L. 111-203, H.R. 4173), firmato dal Presidente Obama il 21.7.2010. In tema v. per tutti HILL, *Limits of Dodd-Frank's Rating Agency Reform*, in *Chapman L. Rev.*, 15, 2011, p. 143 ss. (e in *Le agenzie di rating*, a cura di Principe, Milano, 2014, p. 12 ss.). Per una panoramica sulla legislazione statunitense sulle agenzie di *rating* v. GARCÍA ALCUBILLA/RUIZ DEL POZO, *Credit Rating Agencies on the Watch List*, Oxford, 2012, p. 272 ss.; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impresa Società*, 2010, p. 465 ss.

doveri di comportamento in capo alle agenzie e ne sanziona la violazione sia sul piano amministrativo sia — ed è questo il tema che rileva ai fini della presente trattazione — sul piano privatistico.

Il legislatore europeo, conscio della grande importanza dei *rating* del credito per le decisioni degli investitori e delle rilevanti conseguenze che possono avere sull'immagine e sull'attrattiva finanziaria degli emittenti, è giunto a riconoscere le gravi difficoltà che investitori ed emittenti incontrano nel tentativo di far accertare in base al diritto nazionale applicabile il loro diritto al risarcimento del danno cagionato dalla diffusione sul mercato di giudizi inesatti formulati da un'agenzia di *rating*, specialmente in mancanza di un rapporto contrattuale tra danneggiante e danneggiato (17). Con il secondo regolamento di modifica (ossia il citato n. 462/2013) si è così inserita nel regolamento (CE) n. 1060/2009 una previsione, l'art. 35-*bis*, che disciplina la responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti di creditori ed emittenti. Il nucleo normativo della disposizione è molto scarno, e restano salve, come stabilito dal comma 5 dell'art. 35-*bis*, tutte le ulteriori azioni risarcitorie in conformità al diritto nazionale (18). Si apre così la strada a un doppio regime di responsabilità.

Queste previsioni hanno il pregio di sancire in via definitiva l'esistenza in capo agli investitori e agli emittenti di un diritto al risarcimento del danno in conseguenza della diffusione sul mercato di giudizi inesatti, anche a prescindere dall'esistenza di un rapporto contrattuale. Si tratta

(17) Cfr. *Considerando* 32 regolamento (UE) n. 462/2013.

(18) Questo peraltro non significa in alcun modo che il rimedio europeo debba necessariamente cedere il passo ai rimedi nazionali, quando questi fossero presenti (così LUBRANO DI SCORPANIello, *Società di rating. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, Milano, 2016, p. 212). Si tratta di rimedi autonomi e concorrenti, a fronte dei quali si può riconoscere un concorso semplice di azioni (si v. per tutti MENCHINI, *I limiti oggettivi del giudicato civile*, Milano, 1987, p. 351 ss. ove ulteriori riferimenti). La questione riecheggia la dibattutissima problematica relativa alla possibilità che un medesimo evento dannoso possa contestualmente dare luogo ad una responsabilità contrattuale e ad un illecito aquiliano, determinando appunto un cumulo di diritti e un concorso semplice di azioni. Non è certo questa la sede per trattare approfonditamente la questione, che è prevalentemente risolta in senso positivo; sia sufficiente rinviare, per la giurisprudenza, a Cass. civ. 19.1.1996, n. 418, in *Danno e resp.*, 1996, p. 614 ss. e, nella dottrina, a VISINTINI, *Responsabilità contrattuale ed extracontrattuale (Una distinzione in crisi?)*, in *Rass. dir. civ.*, 1983, p. 1089 ss.; MONATERI, *Cumulo di responsabilità contrattuale e extracontrattuale (analisi comparata di un problema)*, Padova, 1989, p. 1 ss. e spec. 125 ss.; DE MATTEIS, *Il cumulo di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale: una regola di formazione giurisprudenziale*, in *Risarcimento del danno contrattuale ed extracontrattuale*, a cura di Visintini, Milano, 1999, p. 155 ss.; CASTRONOVO, *Le due specie della responsabilità civile e il problema del concorso*, in *Europa e dir. priv.*, 2004, p. 69 ss. e spec. 103 ss.

di un punto di arrivo per niente scontato nel diritto degli Stati membri (19), in particolare se si considera che il danno subito da emittenti e da investitori discende direttamente dalla diffusione da parte delle agenzie di *rating* di informazioni inesatte nei confronti di un pubblico indistinto (20). Esso ha consistenza puramente finanziaria in quanto non viene generato dalla violazione di una situazione giuridica soggettiva tutelata dall'ordinamento, ma si manifesta unicamente nella sua entità economica; tocca così l'assai noto dibattito in merito alla risarcibilità del danno meramente patrimoniale (21).

La disciplina dettata non è tuttavia in grado, senza un'adeguata opera di interpretazione, di risolvere in via definitiva la questione della responsabilità delle agenzie di *rating*. La complessità e le peculiarità delle nuove disposizioni sono state messe in luce dagli interpreti, che hanno in particolare sottolineato le gravi *impasses* derivanti dalla scelta di non uniformare completamente sul piano europeo la disciplina della responsabilità, bensì di delegarne una parte assai rilevante ai vari diritti nazionali e, al contempo, di mantenere in vita, al di là della cornice europea,

(19) In questo senso v. *Considerando* 32 del regolamento (UE) n. 462/2013 nonché i risultati del *Documento di lavoro dei Servizi della Commissione — Sintesi della valutazione d'impatto*, SEK(2011), 1355 def., del 15.11.2011, reperibile al sito [http://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/sec/2011/1355/COM_SEC\(2011\)1355_IT.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/sec/2011/1355/COM_SEC(2011)1355_IT.pdf).

(20) Il tema della responsabilità per diffusione di informazioni incongrue da parte di professionisti è particolarmente spinoso e ha rivestito un ruolo centrale nel dibattito svoltosi nella dottrina civilistica italiana in merito ai confini della responsabilità civile. Con specifico riferimento alla responsabilità da prospetto v. PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1982, p. 3 ss.; FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, p. 69 ss.; ID., *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, a cura di Colombo e Portale, vol. X.2, Torino, 1993, p. 292 ss.; BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. e impr.*, 2001, p. 1287 ss. In tema invece di responsabilità dei revisori dei conti v. E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003, p. 1 ss. Più in generale v. fin d'ora BUSNELLI, *Itinerari europei nella « terra di nessuno tra contratto e fatto illecito »: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, II, p. 539 ss.; CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*³, Milano, 2006, p. 496 ss.

(21) Si tratta, come oltremodo noto, del danno consistente nella pura perdita economica non mediata dalla lesione di una situazione giuridica soggettiva riconosciuta dal nostro ordinamento giuridico. Per una prima panoramica in tema v. per tutti MAGGIOLO, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, Milano, 2003, p. 1 ss.; CASTRONOVO, *Del non risarcibile aquiliano: danno meramente patrimoniale, cd. perdita di chance, danni punitivi, danno cd. esistenziale*, in *Europa e dir. priv.*, 2008, p. 315 ss.; MUCCIOLI, *Osservazioni in tema di danno meramente patrimoniale*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2008, II, p. 430 ss.

i rimedi eventualmente previsti dai singoli diritti nazionali. Si dà vita così ad una tutela ibrida e ad un doppio binario: da un lato, la responsabilità regolata dalla disciplina europea, dall'altro, — con funzione sia integrativa che concorrente — quella soggetta alle previsioni del diritto nazionale. In un ambito, come quello del *rating*, che per sua natura si svolge su un piano transnazionale, questa frammentazione della disciplina pare particolarmente problematica; non sono così mancate voci che hanno addirittura affermato la completa inutilità delle nuove previsioni normative (22).

Questo doppio binario di responsabilità richiede dunque una dettagliata analisi e si pone la necessità di approfondire le tematiche toccate dalle nuove regole europee, chiarendo tutti i punti lasciati in ombra. Ma ancor più opportuno pare concentrare l'attenzione sul complesso rapporto tra la disciplina europea e quella nazionale sia relativamente ai diversi aspetti del nuovo rimedio che sono stati demandati al diritto nazionale, sia relativamente alle azioni che questo mette a disposizione dei danneggiati in via alternativa rispetto al mezzo di tutela europeo. Si vuole, da un lato, ricostruire la disciplina della nuova fattispecie risarcitoria di diritto europeo e, dall'altro lato, chiarire quali altri rimedi restino a disposizione di investitori ed emittenti secondo l'ordinamento italiano. Questo confronto deve avvenire sia al livello dei presupposti sostanziali per il riconoscimento dell'illiceità della condotta, sia sul piano delle tipologie di rimedi messi a disposizione dei soggetti danneggiati, sia con riferimento al profilo processuale delle regole applicabili, in particolare per quanto riguarda l'onere della prova. Di questi tre livelli si terrà dunque conto nella disamina che segue.

Nel contesto di questa complessa cornice normativa un'analisi della responsabilità di soggetti, come le agenzie di *rating*, la cui attività si rivolge direttamente ai mercati finanziari non può inoltre prescindere dal valutare quali precisazioni o interpretazioni correttive si devono apportare alle regole generali del diritto civile in conseguenza del fatto che la fattispecie trattata è soggetta ai principi del diritto societario, del diritto dell'economia e del diritto dei mercati finanziari. Alla dogmatica propria del diritto civile italiano si deve così fare riferimento nel valutare la responsabilità delle agenzie di *rating*, proprio perché il legislatore europeo ha scelto un sistema ibrido di responsabilità che a queste norme rinvia, ma essa non potrà trovare applicazione se non con gli adattamenti imposti dalle specificità della materia oggetto di esame. Un'analisi della

(22) SCHROETER, *Ratings — Bonitätsbeurteilungen durch Dritte im System des Finanzmarkt-, Gesellschafts- und Vertragsrechts*, Tübingen, 2014, p. 952 ss. e in particolare p. 954 ss.

responsabilità di soggetti che con la loro attività si rivolgono direttamente ai mercati finanziari non può prescindere infatti da precisazioni e modifiche alle regole generali, rese necessarie dal fatto che la fattispecie trattata è soggetta al contempo ai principi del diritto societario, del diritto dell'economia e del diritto dei mercati finanziari.

La situazione è complessa e sfaccettata e si potrà procedere solo a partire da una chiara ricostruzione del contesto fattuale considerato: i fatti stessi impongono talora di delineare una disciplina che in parte si discosta rispetto a quelle che sono le regole generali della responsabilità civile, e ciò vale a maggior ragione in un campo in cui non si possono ignorare i contrapposti interessi delle diverse parti coinvolte e, al contempo, le ricadute che le varie risposte possono avere sulle evoluzioni del mercato e dell'economia reale. La discussione in merito alla responsabilità delle agenzie di *rating* deve così essere funzionalizzata in un'ottica di adeguata tutela del mercato e di bilanciamento degli interessi implicati. Per questo motivo il riferimento agli istituti del diritto civile non è mai, nel presente lavoro, fine a sé stesso, bensì mira a comprendere appieno le materie trattate dal punto di vista del diritto commerciale. Le specificità che presenta la responsabilità delle agenzie di *rating* rispetto alla disciplina generale non sono infatti meri accessori rispetto alle strutture civilistiche che ne rappresentano l'imprescindibile punto di riferimento, ma è vero il contrario: sono le teorie ad essere strumentali ad una più matura e più piena comprensione dei problemi giuridici affioranti negli scenari rappresentati.

Non può poi essere trascurata la circostanza che siamo di fronte a cd. 'intermediari reputazionali'. Con tale espressione si fa riferimento a particolari soggetti che svolgono una funzione di mediazione tra attori sul mercato, offrendo agli investitori servizi di certificazione, di analisi e di controllo in merito alla situazione economica e finanziaria degli enti valutati. La loro peculiarità consiste nel fatto che la persuasività, e conseguentemente il valore, delle loro dichiarazioni deriva dalla reputazione di esperti che hanno saputo costruirsi nel tempo (23). Essi tipicamente, come l'esempio delle agenzie di *rating* mette *ictu oculi* in

(23) Per un contributo essenziale in materia v. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, cit., p. 53 ss. V. inoltre CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, cit., p. 917; LEYENS, *Intermediary Independence: Auditors, Financial Analysts and Rating Agencies*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2011, p. 33 ss. In materia di agenzie di *rating* si v. esplicitamente F. DITTRICH, *The Credit Rating Industry. Competition and Regulation*, Köln, 2007, p. 21 ss.

luce (24), operano in mercati assai concentrati e rivolgono i loro servizi a un numero indeterminato di destinatari sul piano globale. Ogni riflessione sulla responsabilità di tali soggetti si scontra così con problematiche di efficienza economica, ad esempio con la preoccupazione che la severità eccessiva del regime di responsabilità e condanne risarcitorie troppo ingenti possano condurre a un'uscita di qualche operatore dal mercato (25), con il timore che ciò possa condurre ad un aumento dei costi dei *rating*, a danno della generalità dei consociati (26), con il pericolo di una *'deep pocket syndrome'* (27), o ancora con l'apprensione — per la verità forse più ideologica che reale (28) — che un regime più rigoroso si traduca in *overdeterrence*, innescando un *chilling effect*: l'imposizione di una responsabilità condurrebbe in questo senso le agenzie ad adottare comportamenti difensivi (29). Questo sarebbe così in grado

(24) È ben noto infatti che solo tre agenzie di *rating* (*Moody's*, *Standard & Poor's*, *Fitch Ratings*) servono una quota pari al 95 % del mercato internazionale del *rating* (in questo senso v. COMMISSIONE EUROPEA, *Memo del 16.1.2013, New rules on credit rating agencies (CRAs)*, p. 1, reperibile al sito http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-13_en.htm; così anche NACIRI, *Credit Rating Governance*, London-New York, 2015, p. xv). Per informazioni più dettagliate v. NACIRI, *ibidem*, p. 12 ss. V. inoltre *Moody's Annual Report 2014; McGraw-Hill Companies, Annual report 2014* e, per *Fitch Ratings, Fimalac, Rapport annuel 2014*. Sul punto v. ESME, *Role of Credit Rating Agencies, ESME's report to the European Commission*, giugno 2008, p. 11 ss.

(25) Sul punto v. PONZANELLI, *Responsabilità civile e mercato finanziario*, in *Danno e resp.*, 2002, p. 98.

(26) PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and the EU perspectives*, in *Le agenzie di rating*, a cura di Principe, cit., p. 87.

(27) Con riferimento ad un diverso esempio di 'intermediario reputazionale', in particolare ai revisori dei conti v. MONTALENTI/BALZOLA, *La società per azioni quotata, in Le nuove s.p.a.*, diretto da Cagnasso e da Panzani, II, Bologna, 2010, p. 1983; BALZOLA, *La responsabilità contrattuale del revisore contabile: obbligazione di mezzi o di risultato?*, in *Giur. it.*, 2006, p. 2334 ss.; MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, IV.2, a cura di Cottino, Padova, 2004, p. 312; E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato*, cit., p. 2 ss. Si v. inoltre, sul piano internazionale, FLORES, *New Trends in Auditor Liability*, in *European Business Organization Law Review*, 12, 2011, p. 426, 431 s.

(28) In tal senso LIBERTINI/FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, in *Le agenzie di rating*, a cura di Principe, cit., p. 161.

(29) Analisi empiriche in tema di *chilling effect* e dell'impatto che un rigoroso regime di responsabilità può esercitare sulla condotta dei soggetti coinvolti hanno in verità avuto risultati contrastanti: secondo alcune analisi infatti simili effetti sarebbero illusori e non troverebbero compiute conferme nella prassi. Per una disamina approfondita della tematica in materia di responsabilità delle autorità pubbliche che, *mutatis mutandis*, può valere anche nel contesto della responsabilità delle agenzie di *rating*, v. DE MOT/FAURE, *Public Authority and the Chilling Effect*, in *Tort L. Rev.*, 22, 2014, p. 120 ss. ove ulteriori riferimenti.

di influire negativamente sulle valutazioni del merito creditizio effettuate (30).

Anche con riferimento alla responsabilità delle agenzie di *rating* si deve in conclusione trovare un giusto bilanciamento tra due esigenze contrapposte ed ugualmente rilevanti: da un lato, il fondamentale bisogno, comune alle altre fattispecie di responsabilità che si inseriscono nel contesto dei mercati finanziari, di garantire una adeguata tutela degli emittenti valutati e degli investitori che hanno fatto affidamento sui giudizi espressi sotto forma di *rating*, dall'altro lato, la necessità di assicurare un efficiente funzionamento del mercato del *rating* del credito e una buona conduzione delle negoziazioni degli strumenti finanziari. Si rischia infatti di aprire la porta a una valanga di azioni risarcitorie contro le agenzie e questo potrebbe innescare una spirale deleteria. Emergono nuovamente le peculiarità che caratterizzano la responsabilità di soggetti che operano sui mercati finanziari e le specifiche funzioni della responsabilità civile per il risarcimento del danno verificatosi in conseguenza di attività svolte su tali mercati.

Poiché il legislatore europeo ha rigettato l'idea — assai presente nel dibattito relativo alla responsabilità degli 'intermediari reputazionali', e ad esempio utilizzata nell'ordinamento tedesco con riferimento ai revisori legali (31) — di introdurre un ammontare massimo al *quantum*

(30) ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, p. 74 ss.; PICCIAU, *La responsabilità delle agenzie di rating per la diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*, Tesi di dottorato, Università degli Studi di Milano, 2014, p. 1.

(31) Il riferimento va alla limitazione della responsabilità ad un massimo predefinito prevista al § 323 comma 2 HGB che limita la responsabilità dei revisori dei conti in caso di colpa (ma non di dolo) nella revisione di società non quotate ad un massimo di un milione di euro mentre la responsabilità per la revisione di società quotate ad un massimo di quattro milioni di euro. Per un primo commento a riguardo v. EBKE, § 323 HGB, in *Münchener Kommentar zum Handelsgesetzbuch*³, a cura di Schmidt, IV, München, 2013, Rdnr. 1 ss., p. 1700 ss.; HABERSACK/SCHÜRNBRAND, § 323 HGB, in *Handelsgesetzbuch. Großkommentar*⁵, fondato da Staub, VII.1, Berlin, 2010, Rdnr. 1 ss., p. 225 ss.; KREMER, *Die zivilrechtliche Verantwortlichkeit des Wirtschaftsprüfers gegenüber Kapitalanlegern*, Göttingen, 2007, p. 32 ss., 204 ss.; STRABER, *Die Haftung der Wirtschaftsprüfer gegenüber Kapitalanlegern für fehlerhafte Testate*, Frankfurt am Main, 2003, p. 7 ss.; SCHIEMANN, *Wandlungen der Berufshaftung*, in *Festschrift für Joachim Gernhuber zum 70. Geburtstag*, a cura di Lange u.a., Tübingen, 1993, p. 387 ss. Il legislatore tedesco ha in questo modo ottemperato alle indicazioni contenute nella Raccomandazione 2008/473/CE relativa alla limitazione della responsabilità civile dei revisori legali dei conti e delle imprese di revisione contabile (sulla quale non è intervenuta l'ampia riforma della materia che si è conclusa nel 2014) che suggerisce agli Stati membri, tra l'altro, la « fissazione di un importo finanziario massimo o di una formula che consenta il calcolo di tale importo ». Non può sfuggire che la legislazione

risarcitorio cui possono essere tenute le agenzie di *rating* (il cd. *cap*) (32), e poiché una simile limitazione non può essere dedotta da alcuna previsione normativa nell'ordinamento italiano, *de iure condito* si rende necessaria una ricerca di altri strumenti, compatibili con il testo normativo del regolamento europeo o ricavabili dal diritto italiano, atti a garantire un giusto equilibrio tra i vari interessi in gioco.

A tal riguardo, non si può poi tralasciare che l'attività delle agenzie di *rating* tocca interlocutori diversi: coinvolge gli interessi degli emittenti che sono oggetto — essi stessi nella loro entità economica oppure relativamente alle loro emissioni — delle valutazioni condotte dalle agenzie in merito alla loro solidità e solvibilità, nonché gli interessi della generalità degli investitori, che guardano al *rating* quale dato informativo più importante nella loro scelta di investimento. Si tratta di interessi che fanno capo a soggetti che agiscono nei mercati finanziari gli uni di fronte agli altri e hanno con riferimento al *rating* prospettive diametralmente opposte.

Gli emittenti mirano ad un *rating* più alto possibile, che garantisca loro le migliori condizioni di accesso al credito e faccia sì che gli strumenti finanziari emessi siano piazzati presso un pubblico di investitori più ampio e ad un prezzo di mercato più elevato. Un *rating* troppo basso è per loro dannoso, poiché conduce, ad esempio, ad una maggiore difficoltà di accedere a prestiti e ad un decremento del valore sul mercato delle loro emissioni. Un giudizio troppo ottimistico è al contrario lesivo degli interessi patrimoniali degli investitori che fanno affidamento su di esso a motivo della professionalità e della buona reputazione delle agenzie. Tale danno si può manifestare *in primis* sotto forma di una remunerazione del capitale investito in misura minore rispetto alle aspettative ingenerate dall'alto livello di *rating*, ma anche sotto forma di perdite e deprezzamenti non prognosticati.

Se le agenzie di *rating* operano entrando in relazione con portatori di interessi contrapposti, a rigore anche la regolamentazione della loro attività e *in primis* la loro responsabilità dovrebbe risultare nettamente differenziata in base alle fattispecie volta per volta considerate e dei

europea è in questo modo assai più blanda in materia di responsabilità di revisori dei conti rispetto alla disciplina dettata con regolamento per agenzie di *rating*: la prima infatti è contenuta in una semplice raccomandazione priva di efficacia vincolante, di modo che alcuni Stati membri, e tra questi l'Italia, non hanno introdotto corrispondenti modifiche normative. Per un approfondimento della materia si v. per tutti, FLORES, *New Trends in Auditor Liability*, cit., p. 415 ss.

(32) Così ad esempio PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses*, cit., 87; PACCES/ROMANO/TROISI, *Agenzie di rating e responsabilità civile: una soluzione 'contrattuale'*, in *Mercato, concorrenza, regole*, 2014, p. 577 ss.

soggetti coinvolti. Questo risulta infatti il tipo di approccio prevalente da parte degli studiosi interessati ad analizzare gli strumenti reattivi messi a disposizione dai singoli ordinamenti nazionali.

In particolare, le considerazioni della dottrina giuscommercialistica italiana anteriori all'entrata in vigore del rimedio risarcitorio europeo si sono concentrate sui rapporti tra agenzie di *rating* e investitori quando questi, come si ritiene avvenga nella grande maggioranza dei casi, non sono legati da un vincolo contrattuale (33). La riflessione si è sviluppata in tal modo intorno alle peculiarità della fattispecie derivanti dal fatto che in essa si può riconoscere una *pure economic loss* in conseguenza di un contatto qualificato tra un professionista e un terzo che, pur in assenza di un vincolo contrattuale, ha fatto affidamento sulla professionalità di tale soggetto. Scopo ultimo di tali riflessioni consiste nell'ammettere, sul piano contrattuale o extracontrattuale a seconda delle ricostruzioni, una responsabilità delle agenzie in quanto soggetti professionalmente qualificati nei confronti degli investitori per i danni cagionati dalla loro attività (34). In questo contesto risulta particolarmente interessante e utile una sentenza che si è distinta nel panorama internazionale per aver condannato una grande agenzia di *rating* al risarcimento dei danni nei confronti degli investitori con cui non era contrattualmente vincolata: si tratta di una sentenza australiana del 2012, confermata poi nel 2014 dalla *Full Federal Court* di Sydney (35), che — nonostante sia passata inos-

(33) V. in particolare DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in *Le agenzie di rating*, a cura di Principe, cit., p. 275 ss.; PICCIAU, *La responsabilità delle agenzie di rating per la diffusione di giudizi inesatti sul mercato finanziario*, cit., p. 1 ss.; PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.*, 2013, II, p. 462 ss.; ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, II, p. 1 ss.; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. e impr.*, 2011, p. 764 ss.; SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011, p. 1 ss.; DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in *Le fonti private del diritto commerciale*, a cura di Di Cataldo e Sanfilippo, Milano, 2008, p. 259 ss.; MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, p. 635 ss.; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., p. 164 ss.

(34) In tema v. *ultra* Cap. 1.IV e V, Cap. 4.VI.

(35) Si tratta, rispettivamente, della sentenza *Bathurst Regional Council vs. Local Government Financial Services Pty Ltd* (No 5) [2012] FCA 1200, 5.11.2012 pronunciata dalla *Federal Court of Australia* e della successiva conferma in appello ad opera della *Full Federal Court*, *ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council* [2014] 224 FCR 1. Per un primo commento si v. fin d'ora SAHORE, *ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council: Credit Rating Agencies and Liability to Investors*, in *Sydney Law Review*, 37, 2015, p. 436 ss.; EDWARDS, *Liability for the Rating and Sale of Structured Credit Products:*

servata nella riflessione italiana — è stata salutata da molti come un *landmark ruling* in materia (36). Nelle argomentazioni di tali decisioni si rinvencono infatti numerosi spunti di riflessione su cui si avrà modo di tornare con dettaglio (37).

È stato invece perlopiù tralasciato il versante dei rapporti tra agenzie di *rating* ed emittenti valutati (38). Si è ritenuto infatti che la relazione tra tali interlocutori fosse meno meritevole di interesse, forse perché frequentemente caratterizzata dalla presenza di un rapporto contrattuale o, pur in assenza di questo, comunque ritenuta più facilmente inquadrabile negli schemi interpretativi tradizionali della responsabilità extracontrattuale.

Con l'introduzione, da parte del legislatore europeo, di una nuova disciplina dell'attività di *rating* e in particolare a seguito del delinearsi di una base normativa esplicita per la responsabilità delle agenzie, si è tuttavia reso necessario un cambio di prospettiva. Tali nuove regole tengono sì in considerazione i diversi protagonisti con i quali si interfacciano le agenzie di *rating*, ma prevedono una disciplina unitaria per l'attività e un'unica forma di responsabilità in caso di violazione delle norme di comportamento sancite. Questa si applica ai danni cagionati nei confronti sia degli emittenti che degli investitori, a prescindere dal fatto che la valutazione sia eccessivamente ottimistica o pessimistica, e quindi a prescindere dai soggetti che in concreto vengono lesi dall'incongruità delle valutazioni del merito del credito diffuse sul mercato.

La fattispecie di responsabilità prevista all'art. 35-*bis* del regolamento comprende inoltre, senza alcuna distinzione, relazioni sorte da fonti diverse: disciplina casi in cui sussiste nei rapporti tra danneggiante e danneggiato un vero e proprio contratto — il riferimento va alla responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti che si siano rivolti a loro per la formulazione di un giudizio di bontà creditizia e nei confronti degli investitori che le abbiano incaricate o che si siano

Australian Cases and Their (Much) Wider Implications, in *Law and Financial Markets Review*, 7, 2013, p. 88 ss.

(36) In questo senso v. per tutti KARNER, *Tort Law and the Financial Crisis: Basic Questions*, in *JETL*, 4, 2013, p. 120 s.; GRUNDMANN/RENNER, *Vertrag und Dritter — zwischen Privatrecht und Regulierung*, in *JZ*, 2013, p. 379 ss.; SEIBOLD, *Die Haftung von Ratingagenturen nach deutschem, französischem, englischem und europäischem Recht*, Tübingen, 2016, p. 40 s.

(37) V. *infra* Cap. 4.VI.

(38) In tema si v. in particolare FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. e impr.*, 2012, p. 181 ss.

abbonati a ricevere le valutazioni formulate — e casi in cui, quantomeno a prima vista, non si può riconoscere alcun vincolo obbligatorio.

Viene così trascurato che gli emittenti possono incaricare le agenzie di *rating* di svolgere sia una valutazione globale della propria solvibilità, sia una valutazione limitata ad una certa emissione, instaurando con loro un rapporto contrattuale (cd. *solicited rating*), oppure possono essere presi come oggetto di analisi a prescindere del loro consenso (cd. *unsolicited rating*) (39). Anche gli investitori possono stipulare con le agenzie di *rating* un contratto per ottenere una valutazione del merito creditizio di un ente (si pensi in particolare agli investitori istituzionali) o abbonarsi per ricevere notizie sui classamenti, oppure possono prendere conoscenza *aliunde* — tramite prospetti informativi e documenti d'offerta o autonomamente — delle valutazioni fatte dalle agenzie di *rating* e usarle quale riferimento per le loro decisioni di investimento a prescindere da qualunque relazione anteriore con le agenzie stesse. La disciplina delineata si applica allo stesso modo (salvo qualche particolarità relativamente all'onere della prova) in tutti i casi in cui a chiedere il risarcimento del danno siano emittenti valutati *unsolicited* come anche investitori che abbiamo fatto affidamento su un *rating* incongruo (40).

È evidente che si tratta di situazioni che, da un punto di vista fattuale e secondo il diritto italiano, sono molto diverse tra loro e che la diversa struttura delle fattispecie di responsabilità può avere influenza determinante sull'effettiva conformazione del mezzo di tutela che il danneggiato potrà far valere, *in primis* per quanto riguarda la qualificazione del rimedio stesso e, conseguentemente, l'apparato normativo a cui fare riferimento per individuare la disciplina applicabile. In particolare, la distinzione del rapporto tra agenzie ed investitori da un lato e quello tra agenzie ed emittenti dall'altro rappresenta una contrapposizione che, secondo un'impostazione generalmente condivisa, corrisponde a due diversi paradigmi di danno da informazione economica scorretta (41): nella prima categoria il danno verificatosi discende da atti negoziali pregiudizievoli compiuti dal danneggiato stesso in quanto ha fatto affi-

(39) In tema v. oltre Cap. 1.III.

(40) Così esplicitamente *Considerando* 32 regolamento (UE) n. 462/2013. Per una definizione del concetto di incongruità qui adottato v. *infra* Cap. 1.II.

(41) Per questa ripartizione si v. in particolare DI AMATO, *Il danno da informazione economica*, Napoli, 2004, p. 13 ss. Si v. inoltre BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. e impr.*, 2001, p. 1287 ss.; DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, 2015, p. 185 s.

damento sull'informazione errata fornita dal professionista, nella seconda il danno deriva direttamente dalle informazioni negative che il professionista ha diffuso sul mercato.

La diversità delle posizioni di investitori ed emittenti rileva, come è ovvio, in qualunque fattispecie di danno da *rating* incongruo, ma pare assumere un'importanza decisiva e determinante unicamente in quelle in cui non sussiste una relazione contrattuale. È per questo motivo che le posizioni di investitori ed emittenti verranno trattate insieme in tutti i casi in cui sono clienti delle agenzie, e le specificità delle singole fattispecie rappresenteranno un'eccezione ad una disciplina che per il resto risulta omogenea. Al contrario, le posizioni delle diverse categorie di soggetti danneggiati verranno analizzate singolarmente quando tali soggetti non sono clienti. In queste fattispecie, infatti, le peculiarità della relazione intercorrente tra danneggiante e danneggiato rivestono un ruolo determinante nel sistema di responsabilità che si andrà ad analizzare e delineare. Sarà così indispensabile considerare le possibili combinazioni, sia ai fini dell'inquadramento del rimedio europeo negli ordinamenti nazionali, sia per individuare gli strumenti di diritto nazionale fatti salvi dall'art. 35-*bis*, comma 5 del regolamento (CE) n. 1060/2009, per mettere in luce le differenze nella disciplina che, nella doppia cornice di responsabilità che si è venuta delineando in questo ambito, derivano dagli elementi concreti del caso volta per volta considerati.

Non si può non notare come le problematiche descritte si manifestano in eguale misura sia che si consideri il *rating* di Stati sovrani, sia che si tratti di *rating* di emittenti privati o delle loro emissioni. La peculiarità degli oggetti considerati costringerebbe ad una disamina specifica dei singoli casi, poiché possono emergere elementi rilevanti che differenziano le soluzioni. Ai fini della conduzione della presente analisi pare tuttavia opportuno concentrarsi su una sola fattispecie: il *rating* delle emissioni. Tutte le riflessioni che seguono avranno così come punto di riferimento unicamente i giudizi delle agenzie di *rating* in merito alla solidità e solvibilità di una società emittente di titoli sul mercato finanziario relativamente alla sua capacità di ripagare il debito connesso ad una certa emissione di strumenti finanziari nei tempi prestabiliti. Dall'analisi di questa pare infatti possibile elaborare principi più generali, che potranno essere d'aiuto anche per la soluzione delle altre fattispecie.

Avendo di mira dunque le caratteristiche della materia trattata e il giusto temperamento che deve essere garantito tra i vari interessi in gioco si deve procedere ad inquadrare il rimedio di diritto europeo nell'alveo della responsabilità contrattuale oppure extracontrattuale, con

tutti i rilevanti effetti che da tale scelta derivano sotto il profilo del regime applicabile (42), e successivamente a delineare gli elementi della responsabilità la cui definizione viene demandata ai legislatori nazionali.

(42) In particolare ne deriverebbe un allungamento del termine prescrizione e una ripartizione dell'onere probatorio più favorevole alla parte danneggiata. Per un ridimensionamento di questa opinione, comune in dottrina e sottesa a molte decisioni giurisprudenziali, v. la puntuale analisi di MAGGIOLO, *Il risarcimento della pura perdita patrimoniale*, cit., p. 102 ss. e spec. 115 ss.