

La poliedrica responsabilità da *credit rating* errato, tra normativa unionale e ricostruzioni interpretative interne

The multifaceted liability for inaccurate credit ratings, between EU regulation and domestic interpretations

Federico Parmeggiani *

DOI 10.17473/2282-667X-2025-3-6

ABSTRACT

L'articolo esamina in modo sistematico la responsabilità civile da *credit rating* errato, mettendo a confronto la disciplina del regolamento (CE) n. 1060/2009 con le interpretazioni sviluppate dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiane. Sono analizzate le diverse forme di responsabilità, contrattuale ed extracontrattuale, nei confronti di emittenti e investitori, al fine di valutarne l'efficacia deterrente e l'idoneità a promuovere l'emissione di giudizi più accurati da parte delle agenzie di *rating*. Per ciascuna ipotesi vengono approfondite le principali criticità probatorie, concernenti la quantificazione del danno, l'accertamento dell'elemento soggettivo e la dimostrazione del nesso causale, con particolare attenzione al possibile impiego delle violazioni procedurali quali indizi di negligenza. L'indagine considera inoltre la configurabilità della responsabilità da contatto sociale qualificato e l'eventuale applicazione di modelli di responsabilità congiunta ispirati alla disciplina del prospetto, delineando infine anche un possibile inquadramento della responsabilità da *rating* ESG errato. Alla luce delle criticità riscontrate, si conclude che, pur essendo astrattamente ammissibile in tutte le sue forme, la responsabilità civile da *credit rating* errato incontra nell'ordinamento italiano rilevanti ostacoli probatori, che ne limitano l'efficacia quale strumento regolatorio volto a incentivare l'emissione di giudizi sul merito creditizio più precisi e affidabili.

The article offers a systematic analysis of civil liability for inaccurate credit ratings, comparing the framework established by Regulation (EC) No. 1060/2009 with the interpretations developed by Italian legal scholarship and case law. By examining both contractual and tort liability towards issuers and investors, the article aims to assess the deterrent function and the capability of compensation claims to promote the issuance of more accu-

* Ricercatore di diritto commerciale (tipo B), Università di Trento; e-mail: federico.parmeggiani@unitn.it.

rate assessments by credit rating agencies. For each type of liability, the main evidentiary challenges are explored, including the quantification of damages, the assessment of diligence, and the proof of causation, with particular attention to the role of procedural violations as potential indicators of negligence. The analysis further explores the liability based on qualified social contact and the potential application of joint liability models inspired by prospectus regulation, ultimately outlining a possible framework for liability arising from inaccurate ESG ratings. In light of the critical issues identified, the article concludes that, although civil liability for inaccurate credit ratings is theoretically conceivable in all its forms under Italian law, in practice such actions face significant evidentiary obstacles that limit its effectiveness as a regulatory tool aimed at encouraging the issuance of more precise and reliable creditworthiness assessments.

SOMMARIO:

1. Premessa: la responsabilità civile e il problema dell'affidabilità dei *credit rating*. – 2. Lo speciale regime di responsabilità disciplinato dal regolamento (CE) n. 1060/2009. – 3. Il danno da *rating* errato secondo il diritto italiano: la responsabilità contrattuale nei confronti degli emittenti. – 3.1. Il danno causato all'emittente dal *solicited rating*. – 3.2. Il dolo e la colpa dell'agenzia nel contratto con l'emittente. – 3.2.1. La valutazione della diligenza in chiave procedurale. – 3.3. Il nesso di causalità nella responsabilità contrattuale verso gli emittenti. – 4. La responsabilità extracontrattuale nei confronti dell'emittente. – 4.1. Il danno da *unsolicited rating* errato. – 4.2. L'elemento soggettivo in caso di *unsolicited rating*. – 4.3. Il nesso causale nell'ipotesi extracontrattuale. – 5. La responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori. – 5.1. Il danno ingiusto cagionato agli investitori. – 5.2. La colpa e il dolo nei confronti degli investitori. – 5.3. Il nesso di causalità nella responsabilità verso gli investitori. – 6. La responsabilità contrattuale nei confronti degli investitori. – 7. La responsabilità da contatto sociale qualificato. – 8. Possibili spunti per una responsabilità "solidale" o, meglio, congiunta. – 9. *In limine materiae*: cenni su una possibile responsabilità da *rating* ESG errato. – 10. Considerazioni conclusive.

1. Premessa: la responsabilità civile e il problema dell'affidabilità dei credit rating

I *credit rating*, come puntualmente definiti dalla normativa in materia¹, consistono in giudizi, elaborati da agenzie specializzate, che misurano il merito crediti-

¹ Più precisamente, il Reg. (CE) n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 all'art. 3, par. 1, lett. a) definisce "rating del credito" come «un parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, 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»; analogamente la sezione 3(a) del *Security Exchange Act* del 1934, così emendata dal *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006, sancisce che «[t]he term 'credit rating' means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments».

zio di un emittente o di una specifica emissione di strumenti finanziari, riflettendo, in via implicita, il rischio di insolvenza ad essi associato. Tali giudizi, nel corso dell'ultimo secolo, hanno assunto una funzione cruciale nel consolidamento e nello sviluppo dei mercati finanziari globali ma, come evidenziato sia dalla letteratura economica² che dalla dottrina giuridica³, hanno talvolta veicolato previ-

² La letteratura economica dell'ultimo decennio in materia di *credit rating* è piuttosto ampia, sebbene nel tempo non si sia polarizzata su alcune tematiche specifiche, ma abbia avuto un'evoluzione quasi carsica, riemergendo ogniqualvolta le agenzie di rating rivestissero un ruolo rilevante nella contingente situazione del mercato, con una massima incidenza in corrispondenza della crisi di fine anni duemila. Cercando di individuare alcuni dei più rilevanti temi toccati, senza alcuna pretesa di completezza, si indicano, per una panoramica delle principali tematiche trattate negli anni duemila C.A. FROST, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, in 21 *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2007, 469; nonché il lavoro organico di H. LANGHOR, P. LANGHOR, *The Rating Agencies and Their Credit Ratings*, Chichester, Wiley, 2009; invece, sul rapporto tra *credit rating* e tassi di *default*, cfr. R. CANTOR, *Rating Transition and Default Rates Conditioned on Outlooks*, in 13 *The Journal of Fixed Income*, 2004, 54; ID., *Adjusting Corporate Default Rates for Rating Withdrawals*, in 2 *The Journal of Credit Risk*, 2007, 1; Sull'efficacia informativa e la stabilità del *credit rating* rispetto ai cicli di mercato, cfr. E. ALTMAN, H.A. RIJKEN, *How rating agencies achieve rating stability*, in 28 *Journal of Banking & Finance*, 2004, 2679; R. CANTOR, C. MANN, *Analyzing the Tradeoff Between Ratings Accuracy and Stability*, in 16 *The Journal of Fixed Income*, 2007, 60-68; L. NORDEN, M. WEBER, *Informational efficiency of credit default swap and stock markets: The impact of credit rating announcements*, in 28 *Journal of Banking and Finance*, 2004, 2813; Y. JAFRY E, T. SCHUERMANN, *Measurement, estimation and comparison of credit migration matrices*, in 28 *Journal of Banking & Finance*, 2004, 2603; W. PERRAUDIN, A.P. TAYLOR, *On the consistency of ratings and bond market yields*, in 28 *Journal of Banking & Finance*, 2004, 2769; G. LÖFFLER, *Ratings versus market-based measures of default risk in portfolio governance*, in 28 *Journal of Banking & Finance*, 2004, 2715; per dei contributi italiani a tale letteratura economica, cfr. N. LINCIANO, *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, in *Banca impr. soc.*, 2004, 289; M. PAGANO, P. VOLPIN, *Credit Ratings Failures and Policy Options*, in 42 *Economic Policy*, 2010, 401.

³ La dottrina in materia di regolazione delle agenzie di *rating* è piuttosto ampia, in questa sede senza pretesa di esaustività si richiamano solo i contributi più rilevanti nel panorama anglosassone, tra i quali figurano i fondamentali lavori di Frank Partnoy sul problema del valore regolamentare del *rating*, quali F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in 77 *Washington University Law Quarterly*, 1999, 619; ID., *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego Law & Economics Research Paper No. 20., 2001, reperibile presso ssrn.com; ID., *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, in Y. Fuchita e R.E. Litan (a cura di), *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Washington, DC, 2006; ID., *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, Council of Institutional Investors, April 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-014, 2009, reperibile presso ssrn.com; ID., *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*. Proceedings of the 2008 International Banking Conference: «The First Credit Market Turmoil of the 21st Century», World Scientific Publishers, 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-015. reperibile presso ssrn.com; ID., *What's (Still) Wrong with Credit Ratings*, in *Washington Law Review*, 2017, 1407; di importanza rilevante sono quindi J. COFFEE jr, *Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, in 2 *Harvard Business Law Review*, 2011, 231; ID., *The Role and Impact of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Market*, Testimony before the

sioni gravemente inesatte, contribuendo considerevolmente allo sviluppo delle principali crisi sistemiche degli ultimi trent'anni⁴. Questa consapevolezza ha indotto tanto il legislatore statunitense quanto le istituzioni dell'Unione europea⁵ a

Senate Banking Committee, 26 settembre 2007, reperibile presso sec.gov; ID., *Turmoil in the U.S. markets: the role of the credit rating agencies*, Testimony before the United States Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs 22 aprile 2008. Per quanto concerne i contributi italiani in materia di regolazione delle agenzie di rating, cfr. E. CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, I, 280; L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 55, 713; G. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, I, 65; A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 291; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 121; ID., *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impr. soc.*, 2010, 459; L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *AGE*, 2010, 475; G. OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *AGE*, 2012, 283; G. GOBBO, B. SZEGÓ, *Rating, mercato e regolatori. "Reliance" e "over-reliance" sulle agenzie di rating*, in *AGE*, 2012, 335; F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una "terza via"*, in *AGE*, 2012, 323; A. SACCO GINEVRI, F. PARMEGGIANI *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 45; S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2013, 415; M. PORZIO, *Le agenzie di rating*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2013, 405; P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 511; M. GARGANTINI, *La registrazione delle agenzie di rating e il ruolo della Commissione di ricorso delle Autorità europee e di vigilanza finanziaria*, in *RDS*, 2014, 414; A. SACCO GINEVRI, *Brevi note sull'affidamento riposto nei credit rating dagli intermediari finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2014, II, 18; A. D'AMATO, *Le agenzie di rating: funzioni e profili problematici*, in *NDS*, 2014, 17, 61; M. MARCHESI, *Il nuovo codice di condotta IOSCO in materia di agenzie di rating: la parabola della disciplina di trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, 3, Suppl. S, 159; C. CASTELLI, *La normativa sulle agenzie di rating: contenuti ed applicazione nel contesto europeo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, I, Suppl. S, 60; F. PERNAZZA, *La corporate governance dei gatekeepers: le agenzie di rating*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 93; F. VELLA, R. GHETTI, *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 762.

⁴ Sul ruolo del *credit rating* nello sviluppo della crisi finanziaria di fine anni duemila, cfr. diffusamente J.C. COFFEE jr, *The Role and Impact*, (nt. 3); ID., *Turmoil in the U.S. markets*, (nt. 3); sulla correlazione tra *credit rating* e ciclo economico, nonché sulle possibili distorsioni sistemiche del rischio di insolvenza provocate da tali giudizi, cfr. G. FERRI, L. G. LIU, J.E. STIGLITZ, *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis*, in *51 Economic Notes*, 1999, 335.; nel panorama italiano, per un'ampia trattazione nel problema, cfr. F. PARMEGGIANI, *Gli effetti distorsivi del credit rating sul rischio di insolvenza. Cause e rimedi normativi*, Milano, Giuffrè, 2023.

⁵ Il primo intervento normativo significativo si registra negli Stati Uniti, dove nel 2006 viene promulgato il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA 2006), che introduce all'interno del *Securities Exchange Act* del 1934 una nuova sezione dedicata alle agenzie di rating, fornendo per la prima volta una definizione legale precisa e subordinandone l'operatività ufficiale a un formale processo di autorizzazione. Negli anni successivi, tale disciplina è stata arricchita da numerose disposizioni della SEC in materia di conflitti di interesse e altre condotte vietate, nonché da una sezione del noto Dodd-Frank Act del 2009, che ha introdotto anche previsioni in tema di responsabilità civile delle agenzie. Nell'Unione europea, invece, risale al 2009 l'emanazione del Regolamento (CE) 1060/2009, più volte modificato da vari interventi normativi nel decennio successivo, che continua a rappresentare oggi la disciplina di riferimento, direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri.

predisporre una disciplina capillare del settore, allo scopo di indurre le agenzie a formulare valutazioni più rigorose e affidabili. Tuttavia, l'efficacia di tali interventi regolatori risulta *ab origine* ostacolata dalla peculiare struttura (tipica dei servizi informativi di certificazione) della domanda di tale mercato, caratterizzata dalla separazione tra il soggetto committente (e acquirente) del servizio e il destinatario effettivo del giudizio predisposto. I *credit rating*, infatti, sono solitamente commissionati e remunerati dagli emittenti, al fine di ottenere una "certificazione" del rischio di credito dei titoli da collocare, configurando così un consolidato modello di mercato, detto non a caso "*issuer paid*" o "*issuer pays*"⁶. Al contempo, gli utilizzatori finali dei *credit rating* sono gli investitori, i quali vi si affidano per orientare e ottimizzare le proprie decisioni di investimento⁷. Tale struttura del mercato impone pertanto al legislatore, che intenda accrescere l'affidabilità dei *rating*, l'adozione di strumenti idonei ad allineare gli interessi delle agenzie a quelli degli investitori, attenuando così l'influenza esercitabile dagli emittenti sulle valutazioni prodotte.

Un primo approccio, diffuso circa a metà degli anni duemila⁸, suggeriva che l'affidabilità dei *rating* potesse essere perseguita mediante la promozione della libera concorrenza tra le agenzie. Si riteneva che in un contesto altamente competitivo, gli emittenti sarebbero stati spontaneamente indotti ad acquistare i giudizi dell'agenzia percepita dal mercato (*rectius*, dagli investitori) come più affidabile e professionale. Questa solidità reputazionale avrebbe garantito sia la credibilità del giudizio predisposto, che la conseguente riduzione dei costi di collocamento degli strumenti valutati.

Tuttavia, per varie ragioni la mera promozione della concorrenza tra agenzie non si è dimostrata sufficiente a garantire un livello adeguato di affidabilità dei *credit rating*. In primo luogo, la selezione dell'agenzia basata sulla reputazione da

⁶ Sull'evoluzione del mercato del *credit rating* dal più risalente modello *investor paid* in cui i giudizi erano direttamente acquistati dagli investitori, all'attuale *issuer paid*, cfr. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets*, (nt. 3), 636 ss.; L.J. WHITE, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the SEC's Regulation of the Bond Rating Industry*, NYU Law School, Public Law Research Paper No. 05-23, September 2005, reperibile presso ssrn.com, 7, secondo il quale «financial historians also point to the trauma of the Penn-Central bankruptcy in 1970 and its effect in heightening the bond market's sensitivity to credit quality issues and especially in making issuers willing to pay to have the quality»; ID., *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, Working Paper EC-09-06, Stern School of Business, N.Y.U., 8 april 2009, reperibile presso ssrn.com, 6 ss.

⁷ Cfr. F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets*, (nt. 3), 653, ove si osserva che «[a]lthough investors are not paying directly for rating agencies to rate the securities they buy, issuers who pay for ratings pass on the costs of those ratings to investors by paying a lower return on debt issues».

⁸ Cfr. L.J. WHITE, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, in *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, a cura di R.M. Levich, G. Majnoni, C.M. Reinhart, 9, Boston, Springer, 2002, 41.

quest'ultima guadagnata nel tempo può essere compromessa da criticità intrinseche alla stessa natura dell'attività di *rating*. La verifica della precisione di un *credit rating* non è, infatti, attività agevole e immediata, dal momento che i giudizi si riferiscono a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo e si basano su metodi di analisi complessi e intellegibili solamente a soggetti dotati di competenze tecniche specifiche. In linea di principio, l'unico evento idoneo a mostrare pubblicamente il carattere errato di un *rating* consiste nell'insolvenza di un soggetto cui è stato attribuito un giudizio sensibilmente elevato⁹. Tuttavia, la scarsa incidenza di tali eventi impedisce di disporre di una significativa statistica dei tassi di *default*, idonea a consentire al mercato di valutare tempestivamente l'affidabilità di ciascuna agenzia¹⁰. Pertanto, il sistema di selezione reputazionale ipotizzato postula inevitabilmente verifiche che richiedono una complessa e lunga gestazione, non alla portata della maggioranza degli investitori e, quindi, prive di un'efficace azione incentivante.

Inoltre, come opportunamente evidenziato da autorevole dottrina statunitense¹¹, il meccanismo selettivo fondato sulla reputazione professionale delle agenzie subisce un significativo indebolimento nel momento in cui il legislatore attribuisce ai *credit rating* una funzione normativa. In tal caso, sia gli investitori che

⁹ Dal momento che il *rating* valuta la capacità di un emittente di adempiere puntualmente a tutte le proprie obbligazioni, la sua insolvenza rappresenta, per definizione, l'incapacità conclamata di farvi fronte. Di conseguenza, ogni volta che un emittente viene dichiarato insolvente, l'affidabilità di un'agenzia può essere misurata in funzione della distanza tra il *rating* assegnato e il livello più basso della scala.

¹⁰ Eloquente in tal senso S. ROUSSEAU, *Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*, Capital Markets Institute Research Paper, luglio 2009, reperibile presso ssrn.com, 43, ove si osserva che «[r]eputation is a noisy indicator. Investors are only privy to rating agencies' efforts indirectly through the default rate of the debt-instruments that are rated. Thus, investors may attribute the same reputational effect to debt-instruments that fail for different reasons such as fraud, bad luck or inaccurate rating. The lack of transparency of the rating process further complicates the task for investors who want to assess the contribution of an agency».

¹¹ Cfr. Su tutti F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets.*, (nt. 3), 711, ove si evidenzia che «the reputational capital view of credit rating agencies is not supported by history or economic analysis. Credit rating agencies have not maintained good reputations based on the informational content of their credit ratings. Instead, the credit rating agencies have thrived, profited, and become exceedingly powerful because they have begun selling regulatory licenses, i.e., the right to be in compliance with regulation»; e ancora in *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, (nt. 3), 82, dove si osserva che «credit ratings are valuable not because they contain valuable information but because they grant issuers "regulatory licenses". In simple terms, a good rating entitles the issuer (and the investors in a particular issue) to certain advantages related to regulation. The regulatory license view of credit ratings illuminates some of the unique aspects of the role of credit rating agencies. Once regulation is passed that incorporates ratings, rating agencies will begin to sell not only information but also the valuable property rights associated with compliance with that regulation».

gli emittenti tendono a considerare il *rating* non tanto come uno specifico strumento di valutazione del merito creditizio, ma principalmente come semplice requisito formale di conformità, necessario per la legittima detenzione in portafoglio dei titoli valutati. Questo spostamento dell'attenzione degli investitori istituzionali dalla qualità intrinseca della valutazione alla sua mera idoneità a soddisfare gli obblighi regolamentari depotenzia il peso reputazionale dell'agenzia¹². Se tutte le agenzie autorizzate a dispensare tale patente di conformità regolamentare¹³ (battezzata appunto "*regulatory license*" nel dibattito statunitense) sono tendenzialmente percepite come equivalenti agli occhi degli investitori, di conseguenza gli emittenti tenderanno a rivolgersi all'agenzia che elargisce le valutazioni più favorevoli, piuttosto che a quella ritenuta più rigorosa e credibile. Pertanto, l'obiettivo di assicurare l'affidabilità dei *credit rating* presuppone che il legislatore non solo preservi adeguati livelli di concorrenza nel settore, ma parimenti eviti l'utilizzo sistematico dei giudizi delle agenzie come strumento di regolamentazione prudenziale, snaturandone la funzione informativa originaria.

In ragione di queste problematiche, un rimedio complementare cui il legislatore può fare ricorso al fine di garantire l'affidabilità dei *rating* consiste nella predisposizione di un'efficace vigilanza prudenziale sull'operato delle agenzie¹⁴. Tale

¹² Emblematico è l'esempio della *Securities and Exchange Commission*, che nel 1975 modificò la *rule* 15c3-1 in materia di requisiti di capitale netto per *broker e dealer*, introducendo una distinzione fondata sui rating assegnati agli strumenti finanziari presenti nei loro portafogli. In particolare, venne previsto l'obbligo per tali operatori di accantonare maggiori riserve di capitale qualora detenessero strumenti di debito valutati al di sotto dell'*investment grade*. In tale occasione, la SEC introdusse una distinzione fondamentale, tuttora vigente, istituendo la categoria delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO), ossia agenzie di *rating* ufficialmente ed esclusivamente riconosciute come abilitate a rilasciare giudizi validi ai fini del rispetto della normativa sui requisiti patrimoniali minimi, restringendo ulteriormente la concorrenza.

¹³ Storicamente sono idonee ad emettere *credit rating* aventi valore regolamentare le agenzie che hanno ottenuto una specifica registrazione, cfr. artt. 14 ss. Reg. (CE) 1060/2009 per il territorio UE, ovvero la *section* 15E del *Securities Exchange Act* del 1934, introdotta dal *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 per gli Stati Uniti.

¹⁴ La vigilanza prudenziale assume un ruolo centrale su entrambe le sponde dell'Atlantico: in ambito UE sul piano normativo il Reg. (CE) 1060/2009 disciplina puntualmente i conflitti di interesse e gli analisti (art. 6-7), le procedure di valutazione (artt. 8-10) e la divulgazione stessa del *rating* (art. 10-12), mentre il Titolo III del Regolamento si occupa dei poteri di vigilanza in senso stretto, dalla registrazione dell'agenzia alla disclosure periodica, prevedendo quindi un articolato sistema sanzionatorio per le violazioni; in ambito statunitense, si vedano ad es. le numerose *rule* emesse in materia dalla *Securities and Exchange Commission*, in particolare le *rule* dalla 17g-2 alla 17g-10 disciplinano tutti i principali aspetti dell'operatività delle agenzie di *rating* riconosciute (le c.d. *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* o NRSRO), regolando la documentazione che queste debbono produrre e conservare, la reportistica finanziaria, la prevenzione degli abusi di informazioni riservate e dei conflitti di interesse, la *disclosure* periodica, le procedure e i controlli interni, nonché i requisiti di professionalità per gli analisti e le norme speciali da applicare in caso di valutazione di prodotti strutturati. Le sanzioni invece, che includono limitazioni alle attività e la

attività di supervisione è finalizzata a prevenire e contrastare comportamenti suscettibili di compromettere l'indipendenza e la diligenza alla base del processo valutativo, con particolare riferimento alle situazioni di conflitto di interessi cui le agenzie risultano strutturalmente esposte¹⁵.

Tuttavia, anche tale soluzione presenta rilievi problematici di non poco conto. In primo luogo, una capillare attività di vigilanza comporta fisiologicamente costi non trascurabili (solo in parte posti a carico delle agenzie stesse¹⁶) e soprattutto rischia di determinare un'eccessiva burocratizzazione e standardizzazione delle metodologie di *rating*, ponendosi come freno all'innovazione e al perfezionamento degli strumenti di valutazione del rischio. Inoltre, l'efficacia delle sanzioni dipende sia dalla facilità di accertamento delle violazioni cui si riferiscono, nonché dalla potenza deterrente delle stesse. Quest'ultima, a sua volta, è funzione del rapporto tra l'ammontare della sanzione irrogabile, l'onere economico sopportato dall'agenzia per adeguarsi alla normativa, nonché il vantaggio ricavato dall'agenzia in seguito alla violazione¹⁷. Pertanto, la supervisione prudenziale su un settore così complesso, sebbene componente essenziale di una strategia regolatoria volta a prevenire le condotte abusive delle agenzie, può non essere sufficiente di per sé a garantire il perfezionamento della capacità predittiva del *credit rating*, richiedendo ulteriori tipologie di azioni, capaci di incidere sugli attori di tale mercato.

I limiti delle misure regolamentari esaminate, volte a incentivare *ex ante* la predisposizione di *rating* affidabili, inducono necessariamente il legislatore a bilanciare queste ultime con un rimedio complementare, che obblighi *ex post* le

stessa revoca della registrazione, sono direttamente previste dalla sezione 15E(d) Securities Exchange Act del 1943, come modificata a suo tempo dal *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006.

¹⁵ In merito, cfr. E. GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, in *AGE*, 2012, 357; M. MAUGERI, *Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra «tentazioni» pubblicistiche ed enforcement privatistico*, in *Le agenzie di rating*, Atti del convegno, Salerno, 8-9 novembre 2012, a cura di A. Principe, Milano, Giuffrè, 2014, 267; F. PARMEGGIANI, *Il fisiologico conflitto di interessi delle agenzie di rating: efficacia degli obblighi vigenti e praticabilità a delle soluzioni alternative*, in *BIS*, 2024, 133. Per un contributo statunitense cfr. L.J. WHITE, *A New Law for the Bond Rating Industry*, in *30 Regulation*, Spring 2007, 48; T.E. LYNCH, *Deeply Persistently Conflicted: Credit Rating Agencies in the Current Regulatory Environment*, in *117 Case Western Reserve Law Review*, 2009, 227; J. COFFEE jr., *Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly*, (nt. 3), 254 s.; C.A. HILL, *Limits of Dodd-Frank's Agency Reform*, in *Le agenzie di rating*, (nt. 15), 13.

¹⁶ Ai sensi dell'art. 19 Reg. (CE) 1060/2009 le agenzie stesse devono versare all'ESMA annualmente delle commissioni volte a coprire i costi sostenuti dalle autorità competenti per la registrazione, la certificazione e la vigilanza su di esse.

¹⁷ Per un approfondimento sugli studi giuseconomici in materia di deterrenza delle sanzioni previste per i soggetti regolati, cfr. *ex multis* A.M. POLINSKY, S. SHAVELL, *The Economic Theory of Public Enforcement of Law*, in *31 Journal of Economic Literature*, 2000, 45; J. COFFEE jr., *Law and the market: the impact of enforcement*, in *155 University of Pennsylvania Law Review*, 2007, 229; per un'analisi delle suddette dinamiche nell'ambito dei mercati finanziari, cfr. H.E. JACKSON, M.J.ROE, *Public and private enforcement of securities laws: Resource-based evidence*, in *35 Journal of Financial Economics*, 2009, 207.

agenzie che hanno emesso un *rating* errato a risarcire i danni causati dalla propria condotta negligente¹⁸. Il regime di responsabilità delle agenzie di *rating* ha così assunto da tempo una posizione centrale nel dibattito globale e italiano intercorso in materia, essendo stato oggetto di numerose riflessioni dottrinali¹⁹ e di alcune –

¹⁸ Cfr. M. LUBRANO DI SCORPANIello, *Società di rating. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, Milano, Giuffrè, 2016, 178, ove è sottolineato che «[u]na disciplina della responsabilità (tanto civile quanto amministrativo-pubblicistica) dei *raters* deve perciò [...] porsi l'obiettivo di raggiungere un efficiente grado di deterrenza, idoneo da un lato (essendo impossibile tornare indietro sul piano della diffusione pubblica mediante limitazioni difficili anche da immaginare) a imporre *standards* produttivi più elevati e, dall'altro, a scoraggiare adeguatamente i comportamenti produttivi di danno».

¹⁹ La dottrina italiana in materia di responsabilità da *rating errato* è piuttosto cospicua, senza pretese di esaustività, si indicano, *ex multis*, in primo luogo le ricche disamine monografiche di C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Milano, Egea, 2018; C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele del mercato*, Milano, Giuffrè, 2017; M. LUBRANO DI SCORPANIello, *Società di rating. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, Milano, Giuffrè, 2016; E. DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, Giappichelli, 2015; A. TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, Cedam 2013; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, Cedam, 2012; P. SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, ESI, 2011; quindi anche i principali articoli in rivista dedicati a tale argomento, tra i quali, F. DRIGO, *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, in *Rass. dir. civ.*, 2006, 488.; G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, 679.; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, 635; M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbl. contr.*, 2010, 289.; F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 121; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2011, 764; A. TROISI, *Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli orientamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società* (nota a Federal Court of Australia Bathurst Regional Council vs Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200), in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, II, 198; L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *AGE*, 2012, 455; D. ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità* [Tribunale di Catanzaro, 2 marzo 2012], in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, II, 52; A. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. impr.*, 2012, 181; M.V. BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *AGE*, 2012, 475; G. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *AGE*, 2012, 441; G. RISSO, *La responsabilità extracontrattuale della società di rating: riflessioni in tema di competenza giurisdizionale* [comm. a Corte di Cassazione civile, 22 maggio 2012, n. 8076], in *Dir. comm. int.*, 2013, 849; F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 472; G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, 71; A. TROISI, A. ROMANO, *Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, 111; M. SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, in *Danno resp.*, 2013, 186; C. DESOGUS, *La competenza giurisdizionale in materia di responsabilità extracontrattuale delle agenzie di rating*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 1011; A. TROISI, *Rating e affidamento dell'investitore: profili di responsabilità dell'agenzia*, in *Riv. trim. dir.*

seppur sporadiche – pronunce giurisprudenziali²⁰, che ne hanno sistematicamente evidenziato i molteplici aspetti problematici. Infatti, la responsabilità dell'agenzia per danno da *rating* errato segue naturalmente i principi generali del diritto civile italiano, ma è anche regolata da una specifica disciplina di matrice unionale, scaturita dal regolamento (CE) n. 1060/2009 (d'ora in avanti, abbrev. reg. (CE)), la quale inevitabilmente influenza l'applicazione del diritto domestico.

Inoltre, tale tipologia di responsabilità presenta numerosi tratti peculiari, connessi alla natura stessa dell'attività valutativa sul merito creditizio, nonché al complesso di relazioni economiche intrattenute dalle agenzie. In primo luogo, sono individuabili due principali categorie di soggetti danneggiati: da un lato l'emittente, che subisce un danno a seguito dell'attribuzione di un *rating* ingiustificatamente sfavorevole; dall'altro l'investitore, che incorre in una perdita patrimoniale per essersi affidato a una valutazione eccessivamente ottimistica. Nel primo caso, la responsabilità dell'agenzia può scaturire da un rapporto contrattuale, qualora il *rating* sia stato puntualmente commissionato dall'emittente, ovvero configurarsi anche in assenza di contratto, nel caso in cui il giudizio sia stato attribuito autonomamente dall'agenzia (il c.d. *unsolicited rating*)²¹. Nel caso dell'investitore danneggiato, invece, la responsabilità si colloca generalmente al di fuori del perimetro contrattuale, in ragione dell'usuale mancanza di un accordo negoziale tra questi e l'agenzia²².

Il presente saggio si propone di compiere un esame sistematico delle diverse configurazioni di responsabilità civile connesse all'emissione di un giudizio di *rating* errato, ponendosi un duplice obiettivo. In primo luogo, l'analisi mira ad in-

econ., 2014, II, 166; M. BUSSANI, *Le agenzie di rating fra immunità e responsabilità*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 1337; A. MAIETTA, *La responsabilità delle società di rating*, in *Danno resp.*, 2015, 836; A. D'AMATO, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2016, 5, 91.

²⁰ Posto che le più rilevanti pronunce della Giurisprudenza italiana saranno citate *infra* nei paragrafi dedicati alle varie fattispecie di responsabilità è opportuno, tuttavia, menzionare fin d'ora Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. comm.* 2013, II, 462; Trib. Catanzaro, sez. I, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, 2013, II, 462; Trib. Roma, 7 febbraio 2014, in *ilcaso.it.*; Trib. Roma, sez. III, 27 marzo 2015, n. 6827, in *Società*, 2016, 439, con nota di Rizzo; Trib. Milano, 23 novembre 2015 n. 13138.

²¹ Per la precisione, potrebbe essere qualificato come *unsolicited* rispetto all'emittente anche un *credit rating* commissionato da un terzo (ad es. un investitore) al fine di ottenere una valutazione sul merito creditizio di un emittente, non mutando comunque la relazione extracontrattuale tra quest'ultimo e l'agenzia.

²² È opportuno specificare che l'analisi non prende in considerazione le valutazioni sulle esposizioni al rischio secondo commissionate dalle banche alle cosiddette *External Credit Assessment Institution* (ECAI) in ottemperanza in ottemperanza al c.d. approccio standardizzato previsto dalle normative sui requisiti di capitale regolamentare (cfr. da ultimo, Direttiva (UE) 2019/878, c.d. CRD V, nonché il Regolamento (UE) 2024/1623, c.d. CRR III). Nonostante, infatti, spesso le ECAI siano agenzie di *rating* che hanno ottenuto un'ulteriore specifica autorizzazione ad operare in tale veste, la natura del giudizio e normativa di riferimento è differente dal credit rating propriamente detto.

quadrare gli elementi costitutivi e le implicazioni giuridiche di ogni singola tipologia di responsabilità per danno da *rating*, al fine di offrire un contributo ordinatore su un tema che, pur oggetto di ripetute trattazioni dottrinali, continua a presentare rilevanti margini di incertezza sul piano interpretativo e applicativo. In secondo luogo, in base al numero e al tipo di criticità emerse, nonché alla loro capacità di compromettere il vittorioso esperimento delle azioni risarcitorie, l'indagine mira a verificare se la responsabilità da *rating* errato possa effettivamente fungere da efficace strumento di politica legislativa, capace di indurre le agenzie ad emettere giudizi più affidabili e precisi.

Tanto premesso, la disamina è organizzata come segue: il secondo paragrafo è dedicato all'analisi del peculiare regime di responsabilità disciplinato dal regolamento (CE) n. 1060/2009, il quale assume rilevanza non solo in ragione della sua diretta applicazione in tutti gli Stati Membri, ma anche come supporto interpretativo rispetto alle azioni esperite in base al diritto interno. Il terzo paragrafo, passando ad analizzare la disciplina italiana, esamina il pregiudizio patito dagli emittenti in caso di responsabilità contrattuale dell'agenzia, approfondendo specificamente gli aspetti problematici relativi alla natura del danno, alla qualificazione della colpa e al nesso causale. Seguendo il medesimo schema, il quarto paragrafo approfondisce la responsabilità extracontrattuale nei confronti degli emittenti. Quindi, il quinto paragrafo sposta l'attenzione sugli investitori e sulla classica ipotesi di responsabilità extracontrattuale nei loro confronti. I paragrafi sesto e settimo prendono in esame le ipotesi, aventi minore frequenza applicativa ma sostanziale interesse teorico, di responsabilità contrattuale e di eventuale responsabilità da contatto sociale qualificato nei confronti degli investitori. L'ottavo paragrafo propone alcuni spunti ricostruttivi volti a indagare la configurabilità di una responsabilità solidale, o quantomeno congiunta, tra più soggetti coinvolti nel processo valutativo. Quindi, il nono paragrafo apre una prospettiva sul tema, ancora in via di emersione, della responsabilità da assegnazione di *rating* ESG errato, ipotesi potenzialmente destinata a guadagnare crescente attenzione in ambito normativo e giurisprudenziale. Infine, le conclusioni raccolgono i principali esiti dell'indagine e delineano una risposta al problema della praticabilità delle azioni risarcitorie come rimedio al danno da *rating* errato e come strumento per promuovere l'emissione di giudizi sul merito creditizio più affidabili e precisi.

2. Lo speciale regime di responsabilità disciplinato dal regolamento (CE) n. 1060/2009

L'esame dei rimedi risarcitori esperibili nei confronti delle agenzie di *rating* non può che partire dal regolamento (CE) n. 1060/2009, il quale disciplina un autonomo modello di responsabilità da *credit rating* errato, le cui norme affiancano (talora intersecandole) le disposizioni domestiche degli Stati membri. L'art. 35-

bis – introdotto in seguito alle modifiche apportate dal regolamento UE n. 462/2013²³ – prevede al paragrafo 1 che «[s]e un’agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all’allegato III [dello stesso reg. (CE)] che ha inciso sul rating del credito, l’investitore o l’emittente possono chiedere all’agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione»²⁴.

Il regime di responsabilità delineato è direttamente azionabile in tutti gli Stati membri e si rivolge alle due principali categorie di soggetti potenzialmente danneggiati da un *rating* inesatto, ossia – come già osservato – gli emittenti e gli investitori. In assenza di una distinzione espressa da parte del legislatore, tale regime appare applicabile sia nelle ipotesi in cui tra l’agenzia e il soggetto leso sussista un rapporto contrattuale, sia nei casi in cui la relazione si configuri su un piano extracontrattuale.

La peculiarità che, tuttavia, emerge in maniera evidente da tale previsione normativa concerne l’elemento soggettivo dell’agenzia, il cui accertamento è subordinato alla verifica della violazione di puntuali disposizioni contenute nel medesimo Regolamento. Queste ultime, volte a garantire il rispetto dei principi di indipendenza, trasparenza e professionalità nell’attività delle agenzie di *rating*, assurgono così a veri e propri standard di diligenza (o, con riferimento alla loro violazione, di negligenza) cui l’agenzia è tenuta a conformarsi nell’esercizio della propria attività²⁵. Il necessario collegamento tra responsabilità per danni e infra-

²³ Alcune disposizioni della versione originaria del Regolamento (CE) 1060/2009 offrivano già spunti interpretativi utili a delineare il regime di responsabilità, poi reso parte integrante della normativa. In particolare, il “considerando” (69) conferma il ruolo integrativo del legislatore europeo, chiarendo che le controversie sul risarcimento del danno derivante dalla violazione delle norme del regolamento, intentate in uno Stato membro, devono essere decise secondo la legislazione nazionale in materia di responsabilità civile. Inoltre, la disciplina europea sui rating non sollecitati impone obblighi di trasparenza alle agenzie, agevolando la prova della loro negligenza qualora non rispettino le metodologie dichiarate (art. 10, par. 5, Reg. (CE) 1060/2009). Tale regime di disclosure mira a rendere i giudizi meno opinabili e più trasparenti, pur a costo di una maggiore standardizzazione. Quanto alla responsabilità verso gli investitori, il regolamento scoraggia un affidamento passivo sui rating, richiedendo invece un’analisi autonoma e diligente (cfr. considerando 10). Le disposizioni esaminate contribuiscono a ridimensionare il ruolo dei credit rating, escludendo una presunzione automatica di legittimità dell’affidamento da parte degli investitori. Infine, la trasparenza sulle metodologie costituisce sia un parametro per valutare la diligenza dell’agenzia, sia uno stimolo per l’investitore a non accettare passivamente il rating, ma a integrarlo con ulteriori valutazioni (cfr. considerando 25).

²⁴ Sulla portata di tale norma e sul dibattito ad essa antecedente cfr. diffusamente E. MACIARIELLO, *La responsabilità da rating: analisi dell’articolo 35 bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *BIS*, 2018, 157.

²⁵ La casistica disciplinata al menzionato Allegato III del Regolamento è classificata secondo distinte categorie: «I. violazioni relative ai conflitti di interesse e ai requisiti organizzativi o operativi»; «II. violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza»; nonché «III. violazioni delle disposizioni in materia di informativa». Alla prima categoria si riconducono le violazioni degli artt. 6

zione di specifici requisiti di carattere prudenziale costituisce il presupposto logico per un'ulteriore connotazione dell'elemento soggettivo richiesto, ossia la sua limitazione alle sole ipotesi di dolo o colpa grave. Tale impostazione sembra funzionale a riconoscere un'intrinseca complessità alle attività svolte dall'agenzia, coerentemente con i numerosi e articolati obblighi ivi richiamati, idonei ad escludere qualsiasi responsabilità per mera colpa lieve.

Rispetto all'elemento soggettivo della condotta lesiva, inoltre, il par. 4 del medesimo art. 35-*bis* reg. (CE) puntualizza che i concetti di “danno”, “intenzione”, “colpa grave”, “affidamento ragionevole”, “dovuta attenzione”, “incidenza”, “ragionevolezza” e “proporzionalità” debbono essere interpretati secondo la normativa nazionale applicabile in base alle disposizioni di diritto internazionale privato. Ne consegue che le risposte agli eventuali problemi sollevati sul significato e il perimetro della diligenza debbono essere ricercate fuori dal diritto unionale e possono essere variamente declinate in base al diritto civile dei singoli Stati membri.

La disciplina in esame non fornisce alcuna indicazione particolare in ordine all'individuazione o quantificazione del danno causato dal *rating*, viceversa dedica espresse disposizioni all'accertamento del nesso causale che collega la lesione patita al giudizio affetto da negligenza. Dalla formulazione dello stesso art. 35-*bis*, par. 1, emerge una duplice struttura causale, costituita dal legame che connette la violazione delle norme al giudizio emesso, nonché dal vincolo che lega tale giudizio viziato al danno patito. Quindi, tra la violazione compiuta dall'agenzia e la lesione inflitta al danneggiato intercorre un legame mediato che passa necessariamente per l'interposizione degli effetti pregiudizievoli del giudizio inficiato dalla violazione. La necessaria sussistenza di entrambe le componenti di questo articolato nesso causale comporta che, ogniqualvolta la violazione delle norme compiuta dall'agenzia abbia inciso sul *rating* emesso, ma non si sia tradotta in un

e 7 del Regolamento (CE) n. 1060/2009, le quali incidono direttamente sull'indipendenza dell'agenzia e, conseguentemente, sull'integrità dei giudizi da essa espressi. In tale ambito assumono rilievo le inosservanze relative alla gestione dei conflitti di interesse nei rapporti con i propri clienti (Reg. (CE) 1060/2009, Allegato III, sezione I, nn. 19 – 41), nonché i profili concernenti la competenza, la remunerazione e la professionalità degli esponenti aziendali (Reg. (CE) 1060/2009, Allegato III, sezione I, nn. 3 – 10). Parimenti rilevante è la mancata attuazione delle funzioni di revisione interna, di controllo della conformità normativa e delle ulteriori articolazioni organizzative richieste dalla disciplina di settore (Reg. (CE) 1060/2009, Allegato III, sezione I, nn. 11 – 18). Nella medesima categoria si collocano, infine, le violazioni degli artt. 8, 8-*bis* e 10, le quali incidono direttamente sulla qualità del *rating* emesso, rientrando così nell'ambito dei doveri di professionalità gravanti sull'agenzia (Reg. (CE) 1060/2009, Allegato III, sezione I, nn. 42 – 60). La seconda tipologia di violazione concerne invece i vari obblighi di trasparenza, finalizzati a facilitare il controllo sulla qualità dell'attività svolta dall'agenzia e, conseguentemente, a consentire l'eventuale accertamento di condotte negligenti (Reg. (CE) 1060/2009, Allegato III, sezione II). Infine, la terza categoria include le violazioni delle disposizioni che impongono all'agenzia l'obbligo di divulgare periodicamente informazioni al mercato, configurandosi come un complesso dovere di informazione e trasparenza, funzionale a garantire il rispetto degli standard procedurali e delle metodologie adottate (Reg. (CE) 1060/2009, Allegato III, sezione III).

danno patito da emittenti o investitori, la condotta negligente posta in essere non sia idonea a fondare un'azione risarcitoria, ma possa unicamente rilevare in ordine all'irrogazione di sanzioni amministrative da parte dell'autorità di vigilanza²⁶.

In merito all'onere probatorio, è operata una distinzione sistematica tra danno all'emittente e danno all'investitore. Da un lato, l'emittente deve provare di essere stato sottoposto ad un *rating* viziato dalla violazione (rilevando a tal fine anche i *rating* assegnati ai singoli strumenti finanziari emessi) e che la violazione contestata non sia stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente stesso all'agenzia²⁷. Dall'altro, l'investitore è tenuto a dimostrare di avere effettuato l'operazione di investimento pregiudizievole, riponendo un ragionevole affidamento nel *credit rating* assegnato agli strumenti negoziati. Tale affidamento deve essere conforme a quanto statuito all'art. 5-*bis* del medesimo regolamento (CE) e, pertanto, deve anch'esso essere sorretto da una specifica diligenza in capo all'investitore medesimo, chiaramente incompatibile con qualsiasi forma di fiducia irrazionalmente acritica²⁸. In ogni caso, il danneggiato, sia esso investitore o emittente, ha l'onere di provare sia la violazione commessa dall'agenzia che la connessione tra tale condotta e il danno patito, adducendo elementi informativi precisi e dettagliati²⁹.

²⁶ Reg. (CE) 1060/2009, art. 36-*bis*, ove si attribuisce all'autorità di vigilanza il potere di irrogare sanzioni, qualora «constat[i] che un'agenzia di rating del credito [abbia] commesso intenzionalmente o per negligenza una delle violazioni elencate nell'allegato» e, specificamente all'elemento soggettivo si specifica che «[s]i considera che una violazione sia stata commessa intenzionalmente da un'agenzia di rating del credito, se l'AESFEM scopre fattori oggettivi che dimostrano che l'agenzia di rating del credito o i suoi alti dirigenti hanno agito deliberatamente per commettere tale violazione». In merito, Cfr. C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele del mercato*, (nt. 19), 82, ove si osserva che «l'alterazione del giudizio dovuta alla violazione deve cagionare un pregiudizio ad emittente o investitore, di modo che l'apparente incongruenza è risolta nella previsione secondo cui è necessario un secondo nesso causale: quando il rating è sostanzialmente corretto, non vi sarà alcuno spazio per riconoscere il danno».

²⁷ Reg. (CE) 1060/2009, art. 35-*bis*, paragrafo 1, in base al quale «[u]n emittente può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia di rating del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili».

²⁸ Reg. (CE) 1060/2009, art. 35-*bis*, paragrafo 1, ove si prevede che «[u]n investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito». Il menzionato art. 5-*bis*, paragrafo 1 statuisce che gli investitori istituzionali e gli intermediari finanziari e assicurativi «effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating del credito per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario».

²⁹ Reg. (CE) 1060/2009, art. 35-*bis*, paragrafo 2, secondo cui «[s]petta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso».

Alla luce di quanto delineato, il regime di responsabilità elaborato dal regolamento (CE) n. 1060/2009 presenta alcuni indubbi aspetti positivi. In particolare, il dovere di collegare l'accertamento della negligenza alla violazione di specifiche norme imperative contribuisce ad alleggerire l'onere gravante sull'attore. La prova viene ancorata ad un inadempimento precisamente individuabile, verificabile attraverso la documentazione che l'agenzia è obbligata a pubblicare periodicamente, seguendo quindi un canone molto più nitido rispetto ad altri indici di diligenza, ricavabili da criteri generali mutevoli e standard professionali talora discrezionali³⁰. A ciò va aggiunto che, qualora l'infrazione riscontrata sia di entità macroscopica e incida in maniera sostanziale sul corretto processo di valutazione utilizzato per l'emissione del giudizio, la prova del carattere negligente del *rating* (quindi del primo nesso causale) appare quasi *in re ipsa*.

Tuttavia, non vanno trascurate alcune rilevanti difficoltà relative alla prova del secondo legame causale individuato dalla disciplina in esame. Infatti, la prova del nesso che lega il *rating* errato e il danno patito sconta complessità intrinseche e deve misurarsi anche con le restrizioni cui il legislatore europeo ha inteso sottoporre l'attore. I limiti posti non sembrano insuperabili per gli emittenti, i quali sono chiamati a provare semplicemente la correttezza delle informazioni fornite all'agenzia e la conseguente insussistenza di un proprio contributo alla violazione commessa da quest'ultima.

Al contrario, ben più complicato appare l'onere dell'investitore, il quale è tenuto a provare la ragionevolezza dell'affidamento riposto nel *credit rating*, alla luce di un quadro normativo che mira apertamente a disincentivare qualsiasi forma di fiducia meccanica e dogmatica in tali giudizi, spingendosi perfino ad un sindacato di diligenza in capo all'investitore stesso. Va a tal proposito ricordato che, il richiamato art. 5-*bis* reg. (CE) n. 1060/2009, vieta agli investitori istituzionali di affidarsi in via esclusiva o in maniera meccanica al *rating*³¹, risultando così per questi ultimi aprioristicamente ardua la possibilità di giustificare l'affida-

³⁰ Perviene alle medesime conclusioni B. HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3 – Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunity and Over-Deterrence*, in 25 *EBLR*, 2014, 325, il quale sottolinea che «[w]hat is most important is the shift in the burden of proof according to Article 35a para. 4, so that it is sufficient for the investor to establish 'facts from which it may be inferred that a credit rating agency has committed any of the infringements' and the burden is on the credit rating agency to prove that it has not committed that infringement or that that infringement did not have an impact on the issued credit rating».

³¹ Cfr. Reg. (CE) 1060/2009, art. 5-*bis* il quale letteralmente statuisce che «[l]e entità di cui all'articolo 4, paragrafo 1, primo comma [ossia «gli enti creditizi, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, le imprese di riassicurazione, gli enti pensionistici aziendali o professionali, le società di gestione, le società di investimento, i gestori di fondi di investimento alternativi e le controparti centrali»], effettuano la loro valutazione del rischio di credito e non si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating del credito per la valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario».

mento riposto. Gli investitori non professionali, invece, sebbene non destinatari di un divieto assoluto, sono comunque tenuti a provare la ragionevolezza del proprio affidamento, la quale presuppone quantomeno la difficoltà di reperire, in relazione al titolo sottoscritto, fonti informative alternative al *rating*³². L'aspetto apparentemente paradossale è che una simile carenza di indicatori sul rischio alternativi, idonea a dimostrare la diligenza del proprio affidamento, appare più probabile con riguardo agli strumenti finanziari tuttora obbligatoriamente sottoposti all'assegnazione di un *credit rating*, ossia i prodotti strutturati³³, i quali però non sono in linea di principio destinati al collocamento presso investitori non sofisticati. Al contrario, gli strumenti finanziari destinati al pubblico sono solitamente accompagnati da una ricca informativa che integra e si sostituisce al *rating*, rendendo così meno giustificabile qualsiasi affidamento significativo al medesimo. In linea generale, quindi, la normativa finisce per agevolare l'esperimento del rimedio risarcitorio nel caso di investimenti non corredati da un'informativa sul rischio esaustiva e variegata, tendenzialmente non destinati al pubblico, ponendo invece in capo al comune investitore danneggiato un onere più gravoso, ogniquale volta questi possa attingere ad una ricca informazione alternativa al *credit rating*.

L'esame degli elementi costitutivi di questa speciale azione di responsabilità induce a ritenere che il legislatore eurolunitario abbia cercato di elaborare a livello centrale una soluzione pragmatica ed equilibrata ad un problema non semplice. La scelta di ancorare il nesso tra giudizio e danno a standard di negligenza semplificati, evitando di porre l'accento sull'elusivo e ambiguo concetto di erroneità del *credit rating*, appare pienamente ragionevole, in quanto preordinata a sottrarre l'interprete dalla difficile – e probabilmente vana – ricerca di una misura oggettiva o esattamente quantificabile del merito di credito, parametro che contrasta intrinsecamente con la natura variabile e sfaccettata della valutazione del rischio³⁴.

³² Cfr. L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 286, secondo il quale «secondo la nuova disciplina, la prova del ragionevole affidamento riposto dall'investitore nel giudizio dell'agenzia, per assumere la decisione di investire, detenere o cedere lo strumento finanziario valutato, è condicio sine qua non per dare fondamento giuridico alla richiesta risarcitoria».

³³ Ad es., ai sensi della normativa italiana, il *credit rating* è tuttora richiesto per gli strumenti frutto di operazioni di cartolarizzazione ex art. 2, quarto comma, l. 30 aprile 1999, n. 130; tale indicazione è ribadita a livello regolamentare per le *asset backed securities*, in base all'art. 2.2.32, primo comma, lett. c) del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.

³⁴ C. RINALDO, (nt. 19), 81, ove si sottolinea che «[i]l legislatore nulla dice in merito alla difformità del giudizio stesso rispetto al reale merito creditizio dell'emissione oggetto dell'esame, e questo pare pregevole in quanto non collega la responsabilità ad un risultato, consistente alla corrispondenza del *rating* al reale rischio di credito, bensì ad una violazione procedimentale rilevante» e quindi si puntualizza che «[u]n *rating* è un giudizio di carattere prognostico e non si può esigere che la previsione formulata corrisponda all'effettiva bontà creditizia così come si manifesta nella realtà, di modo che si può richiedere alle agenzie unicamente il rispetto di una certa diligenza nel procedimento valutativo».

Tuttavia, non va trascurato un elemento apparentemente idoneo a rendere più frammentaria la disciplina così delineata, ossia il fatto che il paragrafo 2 dell'art. 35-*bis* attribuisce al giudice dei singoli Stati membri il compito di definire nello specifico il contenuto degli «elementi informativi precisi e dettagliati» che devono essere allegati dall'investitore³⁵, previsione peraltro rafforzata dal già menzionato paragrafo 4 del medesimo articolo, che ricollega svariati elementi costitutivi della fattispecie alla nozione in vigore ai sensi della normativa nazionale, come «danno», «affidamento ragionevole», nonché «dovuta attenzione», che nella versione inglese del regolamento è espressa come «*due care*» e che probabilmente sarebbe stato più corretto tradurre come «diligenza richiesta»³⁶.

Questi numerosi rinvii alla normativa degli Stati membri indurrebbero quasi a ritenere che la disciplina esaminata non introduca un'autonoma tipologia di azione, ma fornisca più che altro una cornice interpretativa, tesa ad innestarsi sulle norme nazionali in tema di azione risarcitoria ed orientare quindi le pronunce delle corti su una materia così complessa e poco battuta³⁷. Una simile ricostruzione, tuttavia, è espressamente smentita dal par. 5 dello stesso art. 35-*bis*, il quale specifica che «[i]l presente articolo non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale». Pertanto, la lettera stessa del Regolamento qualifica l'azione ivi disciplinata come autonoma rispetto ai rimedi previsti dal diritto interno. Tuttavia, tale distinzione non impedisce affatto alla normativa unionale e alle azioni risarcitorie scaturenti dal diritto civile nazionale di contaminarsi reciprocamente. Se, da un lato, la disciplina europea fa espresso rinvio alle norme degli Stati membri in relazione ad importanti elementi della fattispecie, dall'altro,

³⁵ Reg. (CE) 1060/2009, art. 35-*bis*, paragrafo 2, secondo cui «[l]'organo giurisdizionale nazionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating».

³⁶ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, (nt. 19), 36, che alla nota 93 propende per il refuso, osservando che «[s]i tratta di un difetto di traduzione, posto che, da un confronto con altre lingue, il concetto al quale si sarebbe dovuto fare riferimento è quello della «dovuta diligenza», impiegato al par. 1, secondo periodo, dell'art. 35-*bis*. La versione inglese, ad esempio, utilizza esclusivamente il termine «*due care*», che compare sia al par. 1, secondo periodo, che al par. 4 dell'art. 35-*bis*. Quella francese fa riferimento soltanto alla «*diligence requise*». Analogamente, la versione tedesca dell'art. 35-*bis* menziona unicamente il concetto di «*gebührende Sorgfalt*». È, dunque, demandata al giudice nazionale l'interpretazione del concetto di diligenza con riferimento all'affidamento riposto dall'investitore su un determinato rating del credito all'atto del compimento di una scelta di investimento o disinvestimento».

³⁷ In merito cfr. C. RINALDO, (nt. 19), 77, ove si sottolinea che la peculiare natura del regime di responsabilità delineato in sede europea «non permette tuttavia [...] di qualificarla come *tertium genus* di responsabilità, in quanto non presenta un regime completo, esauriente e autosufficiente, bensì è caratterizzata da ampie lacune che impongono un rinvio al diritto nazionale»; v. anche l'analisi condotta sul tema in DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, (nt. 19), 377 ss.

mancando a livello nazionale una disciplina organica sul *credit rating*, anche le azioni di responsabilità dell'agenzia, esperite in base al diritto domestico tenderanno inevitabilmente a ispirarsi al paradigma risarcitorio sviluppato in sede europea.

In particolare, come si vedrà *infra*, le soluzioni elaborate dal reg. (CE) paiono ottimali come spunto per la soluzione dei problemi concernenti la definizione dell'elemento soggettivo e della prova del nesso causale³⁸. Con riferimento a questi due profili spiccano l'efficacia e l'equilibrio delle soluzioni individuate in sede eurounitaria, idonee ad essere d'ausilio anche ai giudici nazionali, sia mediante una loro diretta applicazione, che come parametro interpretativo a supporto della disciplina civilistica interna.

3. Il danno da rating errato secondo il diritto italiano: la responsabilità contrattuale nei confronti degli emittenti

Analizzati i tratti peculiari dello speciale regime introdotto dal regolamento (CE) n. 1060/2009, occorre esaminare come si attegga la responsabilità da *credit rating* errato nell'ordinamento italiano, in base ai principi generali e alle norme del diritto civile. Saranno operate due suddivisioni sistematiche, distinguendo tra il pregiudizio subito dagli emittenti e quello lamentato dagli investitori, nonché tra il danno da *solicited rating*, attribuito in forza di un rapporto contrattuale con l'agenzia, e il danno da *unsolicited rating*, in cui il giudizio sia stato espresso in assenza di contratto. Dalla combinazione di tali variabili derivano quattro tipologie fondamentali di responsabilità dell'agenzia: 1) verso l'emittente in presenza di contratto; 2) verso l'emittente in assenza di contratto; 3) verso l'investitore in presenza di contratto (in concreto, la meno probabile); 4) verso l'investitore in assenza di contratto.

³⁸ In merito agli adattamenti e alle frizioni derivanti dall'innesto del diritto europeo negli ordinamenti nazionali, cfr. *ex multis* G. TEUBNER, *Legal Irritants: Good Faith in British Law or How Unifying Law Ends up in New Divergences*, in 61 *Modern Law Review*, 1998, 11, ove la trasposizione di norme europee all'interno di istituti tradizionalmente differenti presenti negli stati membri, viene paragonata non tanto ad un caso di trapianto, quanto ad un fenomeno infiammatorio, essendo puntualizzato a p. 12 che «'legal irritant' expresses things better than 'legal transplant'. To be sure, transplant makes sense insofar as it describes legal import/export in organismic, not in machinistic, terms. Legal institutions cannot be easily moved from one context to the other, like the 'transfer' of a part from one machine into the other. They need careful implantation and cultivation in the environment». Sulla compenetrazione tra diritto europeo e nazionale in materia di diritto societario e concorsuale cfr. F.M. MUCCIARELLI, *Società di capitali, trasferimento all'estero della sede sociale e arbitrati normativi*, Milano, Giuffrè, 2010, 45 ss. e 203 ss.; ID., *Il Regolamento sulle insolvenze transfrontaliere e la delega italiana sulla crisi d'impresa: riflessioni sul rapporto tra la riforma italiana dell'insolvenza e il diritto dell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2018, 891 ss.; ID., *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 711 ss.

Viene esaminata per prima, dunque, la responsabilità nei confronti dell'emittente che abbia espressamente commissionato il *rating* lesivo e abbia patito, quindi, un danno da *solicited rating*.

3.1. Il danno causato all'emittente dal *solicited rating*

Come già evidenziato, la relazione tra emittente e agenzia trae spesso origine da un contratto mediante il quale il primo commissiona un *rating* alla seconda, corrispondendo per tale servizio un compenso specificamente pattuito. Il danno causato dall'errata rappresentazione del merito creditizio legittima l'emittente, in forza del vincolo contrattuale, ad agire ai sensi dell'art. 1218 c.c., specificando la natura economico-patrimoniale del pregiudizio subito, atteso che appare controverso riconoscere al *rating* errato un'efficacia lesiva anche sul piano non patrimoniale, ad esempio per aver compromesso meramente l'immagine dell'emittente³⁹.

Ai fini della corretta quantificazione del danno, occorre considerare che un *rating* indebitamente basso obbliga l'emittente ad offrire agli investitori un tasso di

³⁹ Sebbene il problema non sia mai stato oggetto di esame in relazione all'attribuzione di un *credit rating*, è opinione diffusa che il danno non patrimoniale ex art. 2059 c.c. possa trovare applicazione anche nei confronti delle persone giuridiche: cfr. Cass. civ., sez. III, 13 ottobre 2016, n. 20643, in *Giustizia Civile*, Massimario 2017, ove si puntualizza che «[in] materia di responsabilità civile, anche nei confronti delle persone giuridiche ed in genere degli enti collettivi è configurabile il risarcimento del danno non patrimoniale, da identificare con qualsiasi conseguenza pregiudizievole della lesione – compatibile con l'assenza di fisicità del titolare – di diritti immateriali della personalità costituzionalmente protetti, ivi compreso quello all'immagine, il cui pregiudizio, non costituendo un mero danno-evento, e cioè "in re ipsa", deve essere oggetto di allegazione e di prova, anche tramite presunzioni semplici» cfr. anche Trib. Milano, sez. I, 7 marzo 2018, n. 2652, ove si specifica ulteriormente che «come danno conseguenza, dalla diminuzione della considerazione dell'ente, sia sotto il profilo della incidenza negativa che comporta nell'agire delle persone fisiche che ricoprono gli organi dell'ente e sia sotto il profilo della diminuzione della considerazione da parte dei consociati in genere o di settori o categorie di essi con le quali la persona giuridica di norma interagisca». Tale ricostruzione appare coerente con Trib. di Milano, 22 novembre 2001, in *Dir. e prat. soc.*, 2002, 4, 76, con nota di Guerinoni, in base al quale «[è] risarcibile a favore di una persona giuridica il danno morale conseguente alla obiettiva offesa di posizioni quali l'onore, la reputazione, l'immagine commerciale di per sé suscettibili di apprezzamento indipendentemente da una loro valutazione patrimoniale. Tale danno deve essere liquidato in via equitativa, indipendentemente dalla prova di un concreto nocumento agli interessi commerciali patrimoniali del soggetto leso». V. nello stesso senso Trib. Teramo, 23 ottobre 2019, n. 951; Trib. Gorizia, 12 giugno 2018, n. 242; Trib. Terni, 13 marzo 2018, n. 216. Spetterebbe dunque all'interprete in tal caso appurare se il *credit rating* eccessivamente basso comporti, oltre ad un'evidente lesione di carattere patrimoniale, anche un pregiudizio all'immagine commerciale dell'emittente, tale da diminuire la considerazione che l'emittente gode sul mercato. Ad una prima analisi, viene spontaneo affermare che, operando il rapporto negoziale tra agenzia di *rating* ed emittente nel contesto del mercato dei titoli di debito, ove la stragrande maggioranza degli eventi che interessano l'emittente è passibile di avere un impatto sui prezzi di quotazione, appare difficile scindere l'azione pregiudizievole del *rating* da una dimensione strettamente economica.

interesse più elevato per collocare i propri titoli di debito sul mercato. Qualora, invece, il collocamento sia già avvenuto, un declassamento ingiustificato può determinare la vendita massiva dei titoli da parte degli investitori, specialmente da parte degli istituzionali, in quanto il profilo di rischio dell'emittente potrebbe non essere più conforme alle linee guida di composizione del portafoglio prescritte, come accade nei casi in cui il merito creditizio scenda al di sotto di soglie di *rating* stabilite da norme prudenziali o da clausole contrattuali.

Dalla prospettiva dell'emittente, pertanto, si configurano tre tipologie di danno emergente, corrispondenti (1) alle spese aggiuntive sostenute sotto forma di interessi addizionali corrisposti agli investitori, (2) alla significativa perdita di valore dei titoli sul mercato (in altri termini, di capitalizzazione di mercato) in seguito alle vendite intercorse, nonché (3) al costo delle misure finanziarie e patrimoniali adottate al fine di recuperare il merito creditizio compromesso e arginare ulteriori dismissioni su larga scala dei propri titoli. In tutte le tre ipotesi il danno si radica, dunque, in una perdita economica concretamente individuabile, che si riflette formalmente sulla gestione finanziaria dell'emittente e si traduce in specifiche uscite di liquidità. Pertanto, questa tipologia di lesione, nonostante le componenti variabili del calcolo finale, ha il pregio di ancorare la quantificazione del danno emergente a parametri contabilmente definiti e puntualmente individuabili.

Risulta invece maggiormente problematica la stima del lucro cessante, il quale può essere fatto coincidere con il valore delle potenziali operazioni di collocamento non realizzatesi a causa del *rating* assegnato. La prova di tale danno si presenta particolarmente impervia nel contesto delle contrattazioni impersonali dei mercati regolamentati, ove la maggior parte delle operazioni di acquisto e vendita avviene repentinamente, non preceduta da manifestazioni formali di volontà. Al contrario, qualora i titoli siano destinati al collocamento presso soggetti specificamente individuati e tra questi e l'emittente siano intercorsi scambi documentali di natura negoziale, il repentino mutamento di intenzione degli investitori, avvenuto all'indomani dell'attribuzione del *rating*, potrebbe trovare riscontro in elementi formali, teoricamente idonei a fondare una domanda risarcitoria per lucro cessante nei confronti dell'agenzia⁴⁰.

Va inoltre ricordato che, ai sensi dell'art. 1225 c.c., salvo il caso – piuttosto

⁴⁰ Rimane tuttavia non semplice quantificare la perdita prospettica in quanto il prezzo di collocamento risente di complesse dinamiche, non troppo dissimili, nonostante si tratti di titoli di debito, da quelle che presidono alla formazione dei prezzi in occasione del collocamento di strumenti azionari presso soggetti professionali e della stabilizzazione della loro quotazione, in merito alle quali cfr. diffusamente S. LOMBARDO, *Quotazione in borsa e stabilizzazione del prezzo delle azioni*, Milano, Giuffrè, 2011, 19 ss.; ID., *Stabilization and underpricing in IPOS*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability* a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford, Oxford University Press, 2020, 49-71; P. GIUDICI, S. LOMBARDO, *La tutela degli investitori nelle IPO con prezzo di vendita aperto*, in *Riv. soc.*, 2012, 907; D. BOREIKO, S. LOMBARDO, *Stabilization Activity in Italian IPOs*, in 12 *EBOR*, 2011, 437.

improbabile in sede contrattuale, come sarà evidenziato – in cui ricorra il dolo dell’agenzia, il risarcimento è limitato ai soli danni prevedibili al momento della nascita dell’obbligazione. In attesa di affrontare più oltre il tema del nesso di causalità tra condotta negligente e danno subito dall’emittente, è opportuno fin d’ora interrogarsi sull’ampiezza di tale limitazione e sui criteri che possono guidarne l’applicazione, tenuto conto delle specificità che l’istituto assume nel contesto di danni verificatisi nei mercati finanziari⁴¹.

Posto che l’interpretazione da tempo invalsa dell’art. 1225 c.c. sottolinea che la prevedibilità deve riguardare non solo l’an, ma – quantomeno in via approssimativa – anche il *quantum*⁴², è opportuno chiedersi *a contrario* come possa configurarsi un danno imprevedibile in relazione alle tre tipologie di pregiudizio economico sopra individuate. A ben vedere, in ragione del profilo professionale e sofisticato dell’agenzia, della sua operatività continuativa sul mercato, nonché della sua conseguente conoscenza storica e statistica in merito all’impatto della divulgazione dei propri giudizi, l’area dell’imprevedibilità pare sensibilmente ridotta⁴³.

In primo luogo, grazie alle serie storiche e all’ampio campione statistico di cui dispone, l’agenzia sembra in grado di stimare a priori la correlazione tendenziale tra una specifica classe di *rating* e il tasso d’interesse associato ai titoli cui tale giudizio è assegnato; pertanto, il danno consistente nel pagamento di interessi ai sottoscrittori risulta quasi sempre prevedibile.

Lo stesso discorso vale a maggior ragione nel caso in cui il danno corrisponda al costo delle contromisure finanziarie poste in essere dall’emittente al fine di recuperare il merito di credito compromesso dal giudizio errato. Spesso la stessa relazione che accompagna l’emissione del *rating* indica puntualmente le azioni suggerite all’emittente al fine di migliorare il proprio profilo di rischio, il cui costo, se non esplicitamente indicato, può quantomeno essere sommariamente individuato a priori dall’agenzia, grazie allo studio approfondito condotto sull’emittente.

Infine, rimane l’ipotesi di danno corrispondente alla perdita di valore di merca-

⁴¹ Concorde C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 99, ove si osserva che «l’applicazione della regola di cui all’art. 1225 c.c. alle fattispecie di responsabilità di natura contrattuale può non consentire di giungere, nel caso concreto, a una quantificazione del danno significativamente diversa rispetto ai casi responsabilità aquiliana, poiché il concetto di prevedibilità assume in relazione ai pregiudizi che si realizzano sui mercati finanziari connotati fortemente peculiari».

⁴² Cfr. *ex multis*, F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, WKI, Milano, 2023, 93 ss.; cfr. Cass. civ., sez. I, 17 marzo 2000, n. 3102, in *Mass. Foro it.*, 2000.

⁴³ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 99, ove si sottolinea che «l’agenzia con tutta probabilità sarà in grado di rendersi conto del tipo e dell’entità del danno che la diffusione al mercato di un giudizio di rating (anche solo colposamente) errato potrebbe provocare, [...] [p]ertanto, potrebbe essere difficoltoso individuare un danno imprevedibile, sul quale basare, nei casi di inadempimento di una obbligazione, la distinzione rispetto alle fattispecie di responsabilità extracontrattuale».

to dei titoli, il quale, essendo il prezzo di quotazione determinato da numerose negoziazioni impersonali, pone il problema quasi insormontabile – che sarà indagato a proposito del nesso causale – di isolare il deprezzamento specificamente riconducibile alla divulgazione del *credit rating* lesivo. In questa ipotesi, quindi, emerge qualche dubbio in merito alla prevedibilità del *quantum*, mentre appare in linea generale prevedibile l'*an*, consistente nella perdita di valore in sé. Tale deprezzamento appare consequenziale quantomeno in caso di assegnazione erronea di un giudizio *speculative grade*, permanendo forse nell'area dell'imprevedibilità solo l'attribuzione di un giudizio non marcatamente negativo, che lascia spazio ad una reazione del mercato maggiormente aleatoria.

Qualora la sensibile diminuzione del prezzo di mercato sia dovuta alla perdita di conformità ad una norma prudenziale ovvero ad una clausola contrattuale, determinata dall'assegnazione del *rating*, è opportuno operare un'ovvia distinzione di fondo: nel caso in cui il *rating* sia ufficialmente utilizzato come parametro regolamentare è innegabile che le conseguenze di tale perdita di conformità siano certamente prevedibili da parte dell'agenzia, la quale è tenuta a conoscere approfonditamente le discipline settoriali cui è soggetto l'emittente valutato, comprese le conseguenze della loro violazione. Nel caso in cui, invece, il pregiudizio derivi dalla perdita di conformità ad un contratto, ed in particolare ad un *covenant* parametrato sul *credit rating* assegnato alla parte contraente (i c.d. *rating trigger*), l'agenzia può averne contezza solamente nel caso in cui il contenuto del negozio sia stato reso pubblico dall'emittente o comunque faccia parte dell'informazione da questi messa a disposizione per la predisposizione della valutazione. Viceversa, nel caso in cui il vincolo contrattuale basato sul *credit rating* non sia stato divulgato, si configura chiaramente un'ipotesi di danno imprevedibile *ex art. 1225 c.c.* Inoltre, qualora l'utilizzo del *rating* assegnato come parametro contrattuale sia stato negligenzemente o intenzionalmente nascosto all'agenzia, può configurarsi perfino un caso di concorso del creditore *ex art. 1227 c.c.*, che determina la riduzione del risarcimento in base all'entità delle conseguenze derivate da tale omissione informativa, ossia dalla capacità dell'informazione occultata di inficiare la coerenza della valutazione dell'agenzia.

3.2. *Il dolo e la colpa dell'agenzia nel contratto con l'emittente*

Identificata la natura del danno patito dall'emittente, appare di importanza fondamentale, in sede di responsabilità contrattuale, accertare l'elemento soggettivo necessario ad ascrivere l'inadempimento (e quindi il danno) all'agenzia.

Sul piano pratico, nel caso in cui il *credit rating* sia stato commissionato dall'emittente stesso mediante specifico contratto, appare improbabile un'ipotesi dolosa in cui l'agenzia emetta intenzionalmente un *rating* indebitamente basso, avendo la stessa tutt'al più l'opposto incentivo a sovrastimare il merito di credito, in modo da blandire e fidelizzare il cliente.

Appare invece di centrale importanza l'ipotesi in cui l'inadempimento della prestazione di fare dell'agenzia derivi da una condotta colposa, consistente nell'emissione di un *rating* viziato da una valutazione negligente. Tale ipotesi ricade nell'ambito applicativo del combinato disposto degli artt. 1218 e 1176 c.c., il quale – sicuramente secondo l'orientamento soggettivistico accolto da parte della dottrina⁴⁴ e della giurisprudenza⁴⁵, ma anche secondo ricostruzioni ancorate al paradigma oggettivistico⁴⁶ – collega l'imputabilità dell'inadempimento alla colpa del debitore nell'esecuzione della prestazione. In questa prospettiva, l'inadempimento è attribuibile al debitore quando questi non riesca a dimostrare di aver adottato tutte le misure diligenti richieste per adempiere correttamente, secondo i parametri fissati dall'art. 1176 c.c.

La responsabilità contrattuale dell'agenzia può, più precisamente, essere ricondotta all'inadempimento di un'obbligazione di mezzi connessa all'esercizio di un'attività professionale, la cui diligenza, ai sensi dell'art. 1176, secondo comma, c.c., deve essere valutata in relazione alla natura tecnica e specialistica dell'attività esercitata. Tuttavia, il ricorso al solo criterio ordinario di diligenza non sembra sufficiente a descrivere adeguatamente l'attività svolta dalle agenzie di *rating*, trattandosi di una prestazione d'opera intellettuale che implica un'elaborazione valutativa, per sua natura speculativa, del rischio di credito. Ne consegue

⁴⁴ Cfr. *ex multis* C.M. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario cod. civ. Scialoja – Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli, 1979, 80 ss.; a fondamento di tale interpretazione v. anche, A. DI MAJO, *Delle obbligazioni in generale*, in *Commentario cod. civ. Scialoja – Branca*, Bologna-Roma, Zanichelli, 1988, 465 ss.; nonché la celebre opera di M. GIORGIANNI, *L'inadempimento*, Milano, Giuffrè, 1975; per contributi più recenti, cfr. R. PARTISANI, *La diligenza nell'adempimento delle obbligazioni*, in *Le obbligazioni*, a cura di M. Franzoni, I, Torino, Utet, 2004, 206 ss.

⁴⁵ Cfr. Cass. civ., sez. II, 28 febbraio 2014, n. 4876, in *Diritto & Giustizia*, 3 marzo 2014, ove si puntualizza che «[l]e obbligazioni, siano esse “di risultato” o “di mezzi”, sono sempre finalizzata a riversare nella sfera giuridica del creditore una “utilitas” oggettivamente apprezzabile, fermo restando che, nel primo caso, il risultato stesso è in rapporto di causalità necessaria con l'attività del debitore, non dipendendo da alcun fattore ad essa estraneo, mentre nell'obbligazione “di mezzi” il risultato dipende, oltre che dal comportamento del debitore, da fattori ulteriori e concomitanti [...]. Ne consegue che il debitore “di mezzi” prova l'esatto adempimento dimostrando di aver osservato le regole dell'arte e di essersi conformato ai protocolli dell'attività, mentre non ha l'onere di provare che il risultato è mancato per cause a lui non imputabili»; v. anche Cass. civ., sez. lav., 30 ottobre 1986, n. 6404, in *Giur. it.*, 1987, I, 1, 2060.

⁴⁶ Anche la dottrina tradizionalmente orientata verso una concezione oggettivistica riconosce, con riferimento alla prestazione di mezzi, la configurabilità di una responsabilità contrattuale fondata sulla colpa, cfr. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, (nt. 42), 70, ove si afferma che «il metro per valutare se il debitore è adempiente può essere quello offerto dall'art. 1176 c.c. [...] Qui il fondamento della responsabilità può davvero essere la colpa, intesa come mancanza della diligenza, perizia, prudenza dovuta; e l'onere di provare la colpa del debitore ossia il suo inadempimento incombe sul creditore» quindi si aggiunge che «[q]uando in questa materia si parla di presunzione di colpa, se ne parla [...] in senso proprio e tecnico potendo il debitore vincere la presunzione e liberarsi con la prova della propria diligenza, perizia, prudenza».

che, in considerazione della complessità della prestazione contrattuale, la responsabilità dell'agenzia potrebbe essere valutata alla luce del regime speciale previsto dall'art. 2236 c.c. per le prestazioni d'opera intellettuale di particolare difficoltà, con conseguente limitazione della responsabilità ai soli casi di dolo o colpa grave.

Su questo punto, si riscontrano opinioni divergenti. Da un lato, emerge l'orientamento che riconosce ai giudizi di *rating* i connotati della complessità tecnica, sostenendo quindi l'applicabilità della limitazione di responsabilità prevista dall'art. 2236 c.c.⁴⁷. Dall'altro, si rinviene l'opinione di chi nega la sussistenza di tale complessità, in ragione della natura non perfettamente matematica delle valutazioni, nonché del grado di standardizzazione procedurale che caratterizza il processo di attribuzione del *rating*⁴⁸. Un'impostazione intermedia propone di distinguere, caso per caso, tra valutazioni effettivamente complesse e attività di *routine*, riferibili a rapporti consolidati tra emittente e agenzia⁴⁹. A tale prospettiva si contrappone l'approccio di chi osserva come l'evoluzione continua degli strumenti finanziari oggetto di valutazione richieda un'attività di analisi strutturalmente complessa e soggetta a costante aggiornamento, in modo analogo a quanto avviene nelle discipline scientifiche⁵⁰. Nonostante le contrastanti ricostruzioni dottrina-

⁴⁷ A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009*, (nt. 3), 341, ove si sottolinea che «occorrerà di volta in volta stabilire se tale attività abbia o meno comportato la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà ai sensi dell'art. 2236 c.c., in quanto in caso affermativo appare corretto estendere all'informate la disciplina di favore che la norma citata detta per i prestatori d'opera intellettuale in generale e, per l'effetto, circoscrivere la sua responsabilità per danni ai casi di dolo o colpa grave»; cfr. anche PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, (nt. 3), 150; C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele del mercato*, (nt. 19), 140; E. DEPETRIS, (nt. 19), 239 ss.

⁴⁸ Cfr. M. LUBRANO DI SCORPANELLO, (nt. 19), 212, ove si evidenzia che «è quantomeno improbabile che l'attività di produzione dei rating possa al momento rientrare tra quelle che implicano le "particolari difficoltà", cui l'art. 2236 c.c. subordina l'esenzione per la colpa lieve» e si ribadisce che «[u]na configurazione dell'attività delle CRA tra quelle di elevata difficoltà tecnica sarebbe anzitutto contraddittoria con la definizione legale di "parere" [...] in virtù della ricordata non scientificità dei giudizi e della loro metodologia produttiva, e, su altro versante, in considerazione dell'elevato grado di standardizzazione dei metodi, criteri e parametri di analisi quantitativa degli strumenti finanziari»; cfr. anche M. MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating*, (nt. 19), 294 s.

⁴⁹ Tale ricostruzione si rinviene in R. ROSAPEPE, *Intervento*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 177, ove si sottolinea nettamente che «[i]l rating [...] sarebbe, secondo questa discutibile previsione un'attività sempre particolarmente difficile, anche quando [...] si sottopongano a valutazione titoli di un emittente ben noto all'agenzia, la quale, come riconosce la stessa proposta, può avere un rapporto contrattuale continuato e compiere numerose valutazioni. Credo che su questo punto si debba esprimere il più netto dissenso».

⁵⁰ È puntualizzato in C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 190, che «[l]a continua evoluzione e l'accresciuta complessità dei prodotti finanziari oggetto di rating costringono, del resto, le agenzie a un costante aggiornamento delle tecniche di valutazione e possono contribuire a rendere l'attività di rating particolarmente rischiosa, oltre che incerta nell'esito, assimi-

li richiamate, a ben vedere pare ragionevole ricondurre l'attività di valutazione svolta dalle agenzie di *rating* nell'ambito applicativo dell'art. 2236 c.c., in ragione delle stesse difficoltà che si presentano all'interprete nell'accertamento della negligenza sottesa al giudizio espresso.

Tali difficoltà discendono dal fatto che il *credit rating* non consiste in una misurazione perfetta del rischio di credito, esprimibile in termini assoluti, bensì come il risultato di una complessa attività valutativa, caratterizzata da un fisiologico margine di discrezionalità. In quest'ottica, potrebbero forse essere escluse dall'ambito di operatività dell'art. 2236 c.c. le mere attività di aggiornamento e monitoraggio dei *rating* già emessi, mentre la predisposizione di un nuovo giudizio o la revisione radicale di un *rating* già assegnato sembrano costituire attività intrinsecamente complesse, alla luce dei molteplici requisiti e adempimenti prescritti dalla disciplina di settore. Inoltre, tale ricostruzione ha il pregio di armonizzarsi con il regime delineato a livello sovranazionale dal regolamento (CE) n. 1060/2009, il quale, come si è visto, all'art. 35-*bis*, limita espressamente la responsabilità delle agenzie alle sole ipotesi di dolo o colpa grave, facendo, peraltro, riferimento alla nozione di colpa grave propria dell'ordinamento italiano⁵¹. Tale previsione rafforza la convinzione che la speciale complessità dell'attività valutativa giustifichi un regime di responsabilità più attenuato rispetto a quello ordinario.

Ai fini di una più precisa delimitazione della negligenza, occorre inoltre interrogarsi sulla natura dell'obbligazione assunta dall'agenzia. Come già emerso, essa si configura come una obbligazione di mezzi: l'agenzia si impegna a svolgere una valutazione diligente del merito creditizio, senza garantire il raggiungimento di specifici risultati, quali il miglioramento del profilo di rischio o il successo del collocamento dei titoli⁵². Tale prestazione è naturalmente condizionata da un problema, concernente il significato stesso di "esattezza" del *rating*, ossia della sua aderenza ad un ipotetico profilo di rischio autentico dell'emittente⁵³. In questa

landola sotto questo profilo ad altre attività che da sempre sono state ricondotte nell'ambito di applicazione dell'art. 2236 c.c., come ad esempio la scienza medica», la quale tuttavia conclude a 188 che «[i]n forza del rinvio di cui al par. 4 dell'art. 35-*bis*, la limitazione della responsabilità ai soli casi di dolo e colpa grave deve, quindi, essere interpretata conformemente a quanto previsto dall'art. 2236 c.c., ossia nel senso di ritenere operante detto limite, pure in assenza di una espressa previsione da parte del legislatore europeo, solamente qualora la prestazione richiesta all'agenzia di *rating* implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà».

⁵¹ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 190, ove si puntualizza che «[t]ale maggiore tutela pare, quindi, accordata, sia dal legislatore europeo che dall'art. 2236 c.c., nell'ambito di un bilanciamento di interessi rispetto alla posizione giuridica dell'investitore, e pertanto solamente laddove la speciale difficoltà della prestazione non consenta al professionista di fare agevolmente ricorso a tecniche di valutazione collaudate o usuali».

⁵² In merito, cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, (nt. 19), 827; G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, Zanichelli, 2009, 344.

⁵³ Cfr. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 393, ove

prospettiva, occorre riconoscere che l'individuazione di un parametro oggettivo di esattezza risulta, in concreto, estremamente complessa. Anche se si intendesse verificare il merito creditizio dell'emittente o il rischio sotteso ad un titolo mediante l'applicazione delle tecniche proprie delle scienze finanziarie e aziendali – concepite per la stima del *fair value* degli strumenti finanziari – la divergente valutazione dell'agenzia non potrebbe comunque essere qualificata con certezza assoluta come errata⁵⁴. Le discipline finanziarie e aziendali non sono, infatti, costituite da un sistema teorico unitario e condiviso, ma raccolgono metodologie di calcolo differenti, basate su presupposti e criteri eterogenei, che possono condurre a risultati sensibilmente variabili⁵⁵. Deve altresì rilevarsi che la stessa individuazione

si osserva che «l'iscrizione del[l'obbligazione gravante sull'agenzia] allo schema dell'obbligazione di mezzi, intesa in senso tradizionale, è inappropriata: il prodotto atteso è un "rating affidabile", per cui la ricostruzione del grado di diligenza esigibile impone di tracciare un confine, ancorché, obiettivamente, non agevole da individuare, tra l'impiego di mezzi di analisi statistica scientificamente attendibili sì ma non, per ciò solo, necessariamente adeguati, e metodologie di valutazione che, oltre ad essere scientificamente accettabili, siano anche appropriate al caso di specie. Criterio che, per converso, deve essere temperato dal carattere, in ogni caso prognostico e prospettico, e non "attestativo", del rating». Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 212, ove si puntualizza che «benché, ad esempio, l'agenzia di rating si impegni, di regola nei confronti dell'emittente, a fornire una valutazione sul merito di credito, la quale rappresenta il risultato dell'attività di rating, è comunque sicuramente prevalente la componente «di mezzi» dell'obbligazione, se non altro poiché il corretto svolgimento dell'attività di rating non garantisce di per sé il risultato sperato, ossia un rating esatto».

⁵⁴ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 314, ove si asserisce che il valore dello strumento valutato erroneamente «potrebbe essere ottenuto attraverso l'applicazione di regole e metodi propri della finanza aziendale, che consentano di aggiornare i proventi futuri ricavabili dall'investimento e/o mediante il ricorso, ancora una volta, alla tecnica degli event studies, grazie alla quale potrebbe stimarsi l'andamento dei prezzi di mercato in assenza dell'informazione inesatta».

⁵⁵ Al fine di comprendere come l'analisi del rischio non sia assolutamente costituita da nozioni unanimemente accettate, bensì appaia, all'opposto, una disciplina estremamente variegata e in continua evoluzione è sufficiente osservare le sostanziali e palesi differenze che intercorrono tra i modelli di *credit scoring*, basati su indicatori di bilancio, e i modelli c.d. strutturali, i quali analizzano in rischio di credito di un'impresa, considerando il valore del capitale azionario come un'opzione *call* sul valore degli *asset* dell'impresa medesima. A questa dicotomia più risalente si aggiungano le numerose varietà di modelli basati sulla correlazione tra rischio di insolvenza dell'impresa e le numerose variabili scaturenti dal contesto economico di cui la stessa è parte, per avere un quadro ancor più multiforme dello stato di questa branca dell'economia finanziaria. Sui modelli di *credit scoring*, v., *ex multis*, il fondamentale lavoro di E.I. ALTMAN, *Financial Ratios, Discriminant Analysis, and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, in 22 *The Journal of Finance*, 1968, 589, ove è illustrato il famoso modello di predizione del rischio di insolvenza chiamato "Altman's Z-Score"; cfr. anche J.A. OHLSON, *Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy*, in 17 *Journal of Accounting Research*, 1980, 109, ove è illustrato un simile modello predittivo, chiamato "Ohlson's O-Score". Sui modelli c.d. strutturali, v. lo storico lavoro di F. BLACK, M. SCHOLES, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, in 81 *Journal of Political Economy*, 1973, 637; R. MERTON, *On the Pricing of Corporate Debt: The Risk Structure of Interest Rates*, in 28 *The Journal of Finance*,

del modello di stima reputato maggiormente attendibile ai fini della valutazione di uno strumento obbligazionario costituisce oggetto di ampio dibattito in ambito economico, non essendosi ancora consolidato un orientamento univocamente accolto⁵⁶. Anche qualora si giungesse ad una convergenza normativa su una determinata metodologia – per esempio in caso di indicazione da parte del regolatore di una certa modalità di calcolo – resterebbe comunque estremamente arduo determinare, a partire dal valore così calcolato, l'incidenza specifica dell'errore contenuto nel *rating*. Conseguentemente, anche la deviazione del *credit rating* da qualsivoglia nozione di *fair value* del titolo si risolverebbe in un valore sottoposto a rilevanti margini di discrezionalità, non idoneo a fondare un rigoroso accertamento della negligenza dell'agenzia o una quantificazione del danno pienamente coerente. Pertanto, perfino le più sofisticate tecniche di valutazione, nate per orientare le decisioni di investimento, si rivelano inadeguate a misurare il carattere errato di un *credit rating* e i danni che ne sono conseguenza.

3.2.1. La valutazione della diligenza in chiave procedurale

Alla luce delle difficoltà evidenziate, ci si deve quindi chiedere quale possa essere il criterio più adeguato a valutare la diligenza dell'agenzia di *rating* ai fini dell'accertamento della sua responsabilità. Dal momento che ogni agenzia adotta schemi metodologici personalizzati, in costante evoluzione e spesso rivendicati come elemento qualificante e distintivo rispetto alle concorrenti, l'individuazione di standard tecnici uniformi che siano compatibili con l'operato di ciascuna di esse risulta ardua. In tale contesto, naturalmente eterogeneo, un solido criterio di diligenza non può quindi che prendere le mosse dal comune denominatore cui tutte le agenzie sono soggette, ossia il complesso di obblighi imposti dal legislatore per assicurare l'attendibilità delle valutazioni espresse.

Una soluzione praticabile suggerisce pertanto di collegare la diligenza alla dimensione procedurale delle attività svolte dall'agenzia, accertando se queste siano

1974, 449; H.E. LELAND, K.B. TOFT, *Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, And The Term Structure Of Credit Spreads*, in 50 *The Journal Of Finance*, 1996, 987; S.A. HILLEGEIST, E.K. KEATING, D.P. CRAM, K.G. LUNDSTEDT, *Assessing the probability of bankruptcy*, in 10 *Review of Accounting Studies*, 2004, 5. In merito ai modelli basati sulla correlazione tra più variabili, v. *ex multis* S.R. DAS, L. FREED, G. GENG, N. KAPADIA, *Correlated Default Risk*, in 15 *The Journal of Fixed Income*, 2006, 7; P. JORION, G. ZHANG, *Good and Bad Credit Contagion: Evidence from Credit Default Swaps*, in 84 *Journal of Financial Economics*, 2007, 860; D. DUFFIE, A. ECKNER, G. HOREL, L. SAITA, *Frailty Correlated Default*, in 64 *The Journal of Finance*, 2009, 2089.

⁵⁶ Sull'estrema varietà di modelli utilizzati nell'analisi del rischio ed una comparazione tra i medesimi, cfr. J.A. LOPEZ, M.R. SAIDENBERG, *Evaluating credit risk models*, in 24 *Journal of Banking & Finance*, 2000, 151; A. FATEMI, I. FOOLADI, *Credit risk management: a survey of practices*, in 32 *Managerial Finance*, 2006, 227; S. WIN, *What are the possible future research directions for bank's credit risk assessment research? A systematic review of literature*, in 15 *International Economics and Economic Policy*, 2018, 743.

state condotte nel rispetto dei numerosi obblighi normativi previsti, finalizzati a garantire l'affidabilità e la solidità metodologica delle valutazioni effettuate. In questa prospettiva, le stesse prescrizioni di legge assumono il ruolo di parametri generali di diligenza, richiamando l'attenzione sulla coerenza interna e sulla strutturazione logica del processo valutativo adottato. Rientra in tali prescrizioni il dovere in capo all'agenzia di utilizzare esclusivamente fonti informative affidabili e di svolgere un'analisi accurata sul profilo di rischio esaminato, tenendo conto di ogni informazione rilevante⁵⁷. Al fine di rispettare tale obbligo, l'agenzia deve incardinare la propria attività valutativa entro una metodologia strutturata, applicata in modo continuativo, sottoposta a revisione periodica e, in caso di modifiche, oggetto di puntuale comunicazione al pubblico secondo un rigido regime di divulgazione⁵⁸. Analogamente, laddove vengano rilevati errori nelle procedure utilizzate, l'agenzia è altrettanto tenuta a darne tempestiva comunicazione, indicandone l'entità e procedendo al riesame dei *rating* eventualmente interessati⁵⁹.

Questo articolato complesso di obblighi rappresenta un parametro adatto a verificare il rispetto della diligenza sotto due distinti profili. Sul piano sostanziale, ciascuna prescrizione incide concretamente sul livello di precisione, coerenza e professionalità della valutazione predisposta, quindi sulla qualità del *rating* finale. Sul piano procedurale, gli obblighi di *disclosure* collegati al rispetto di tali requisiti rendono più facilmente individuabili le violazioni commesse e, quindi, più agevole la dimostrazione della condotta negligente. In tale ottica probatoria, quindi, l'attore può giovare dei numerosi obblighi concernenti la divulgazione delle valutazioni predisposte, i quali impongono di comunicare le decisioni concernenti ciascun *rating* in maniera tempestiva e non arbitraria, indicando la tipologia di strumento oggetto della valutazione, illustrando il significato di ciascuna delle categorie di *rating*, nonché la definizione di insolvenza adottata e le più rilevanti

⁵⁷ Reg. (CE) 1060/2009, art. 8, paragrafo 2, secondo cui «[u]n'agenzia di rating del credito adotta, applica e garantisce il rispetto delle misure adeguate a garantire che i rating del credito e le prospettive di rating che emette siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui dispone e che sono rilevanti per l'analisi da essa condotta in base alle metodologie di rating applicabili. Essa adotta tutte le misure necessarie affinché le informazioni che usa ai fini dell'assegnazione dei rating o delle prospettive di rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili».

⁵⁸ Reg. (CE) 1060/2009, art. 8, paragrafo 3, secondo cui «[u]n'agenzia di rating del credito utilizza metodologie di rating rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi test retrospettivi».

⁵⁹ Reg. (CE) 1060/2009, art. 8, paragrafo 7, secondo cui «[q]uando un'agenzia di rating del credito si rende conto di errori nelle sue metodologie di rating o nella loro applicazione, procede immediatamente a: a) notificare gli errori all'AESFEM e a tutte le entità valutate interessate illustrando l'incidenza sui suoi rating, compresa la necessità di riesaminare i rating emessi; b) qualora gli errori abbiano effetti sui suoi rating del credito, pubblicare tali errori sul suo sito Internet; c) correggere tali errori nelle metodologie di rating; e d) applicare le misure di cui al paragrafo 6, lettere a), b) e c)».

ipotesi matematiche prese in considerazione⁶⁰. Emerge chiaramente, quindi, come ciascuno di questi obblighi colleghi la professionalità dell'agenzia non solo alla qualità informativa delle valutazioni predisposte, ma anche all'intellegibilità delle stesse da parte del pubblico.

Infine, incide profondamente sulla diligenza dell'agenzia il rispetto dei doveri che impongono a quest'ultima di adottare un determinato assetto organizzativo, preordinato a promuovere l'integrità del processo di valutazione e a prevenire l'inosservanza di prescrizioni normative. La disciplina del reg. (CE) prevede precisi requisiti in materia di *governance* e organizzazione interna, imponendo, tra l'altro, la costituzione di un organo amministrativo collegiale con la presenza di amministratori indipendenti⁶¹, l'istituzione di un solido sistema di controllo interno⁶², la designazione di una funzione responsabile della verifica costante del rispetto delle disposizioni vigenti (c.d. *compliance function*)⁶³, nonché l'attivazione di una funzione interna, incaricata della revisione periodica dei modelli, delle ipotesi e degli assunti matematici sottesi ai *rating* (c.d. *review function*)⁶⁴. L'inosservanza di tali obblighi, compromettendo l'assetto organizzativo posto alla base delle attività operative, fornisce un indizio rilevante ai fini dell'accertamento della negligenza dell'agenzia e, poiché incide direttamente anche sui profili esteriori della dimensione societaria, può essere individuata e fatta valere con relativa facilità dai terzi danneggiati.

A ben vedere, tale valutazione della diligenza in chiave procedurale ricalca l'approccio, esaminato *supra*, adottato in sede euromunitaria, ove il carattere errato del giudizio emesso presuppone la violazione di un novero di norme specificamente individuate. Armonizzare, sotto questo profilo, l'azione ivi prevista (che, giova ribadirlo, in base alla formulazione dell'art. 35-*bis* reg. (CE) n. 1060/2009 sembra applicarsi anche ai casi di responsabilità contrattuale) con la sua omologa esperita secondo il diritto interno semplifica indubbiamente il lavoro dell'interprete ed anzi induce a chiedersi quali differenze in materia di accertamento della negligenza residuerebbero tra i due regimi. La risposta appare netta, dal momento che, mentre l'art. 35-*bis* reg. (CE) impone di ancorare la mancanza di diligenza all'inosservanza di un numero chiuso di norme puntualmente indicate, l'azione risarcitoria secondo il diritto italiano può invece addurre come sintomo della negligenza il mancato rispetto di qualsiasi norma posta a presidio dell'integrità del processo di *rating*, anche attingendo da discipline di secondo livello e perfino da *best practice*

⁶⁰ Obblighi di questo tipo si riscontrano in Europa nel Reg. (CE) 1060/2009, allegato I, sez. D, par. I; in ambito statunitense, cfr. i requisiti dettati in tema di conflitto di interesse dalla *Rule 17g-5* emanata dalla *Securities and Exchange Commission*.

⁶¹ Reg. (CE) n. 1060/2009, Allegato I, sezione A, n. 1.

⁶² Reg. (CE) 1060/09, art. 6, par. 4.

⁶³ Reg. (CE) n. 1060/2009, Allegato I, sezione A, n. 5.

⁶⁴ Reg. (CE) n. 1060/2009, Allegato I, sezione A, n. 9.

consolidatesi e sistematicamente seguite nel settore, soppesandone ovviamente l'impatto sulla rappresentazione finale del merito di credito ⁶⁵.

In definitiva, la valutazione della negligenza nella sua dimensione procedurale appare l'unica via per rispondere concretamente alle esigenze del danneggiato in un'ottica di accertamento della responsabilità dell'agenzia. Inoltre, in ambito contrattuale, tale valutazione può anche agevolare il vittorioso esperimento di rimedi complementari all'azione risarcitoria per inadempimento, quale ad esempio la richiesta di risoluzione del contratto *ex art. 1453 c.c.*, con contestuale restituzione del *quantum* pagato all'agenzia ⁶⁶.

⁶⁵ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 182, ove si evidenzia che «[m]entre, quindi, la violazione di specifici requisiti operativi o organizzativi può costituire colpa *in re ipsa*, sulla base di una nozione oggettiva del concetto di colpa, nel caso della valutazione della correttezza dello svolgimento dell'attività di *rating*, hanno accesso nel giudizio di responsabilità anche parametri esterni al dettato normativo, riconducibili, a seconda dei casi, alle metodologie di *rating* adottate dall'agenzia, alle prassi di settore e alle regole della finanza aziendale e dell'analisi finanziaria, al fine di definire in concreto lo sforzo diligente dovuto». Un'altra forma di armonizzazione tra normativa europea e nazionale può aversi rispetto all'applicazione dell'art. 1227 c.c., concernente il concorso del fatto colposo del creditore, che sicuramente può essere integrata dall'ipotesi indicata dall'art. 35-*bis* quando ammette la responsabilità dell'agenzia solo quando «la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente», circostanza che, in sede di azione risarcitoria secondo il diritto italiano, può certamente comportare una diminuzione del risarcimento in base alla gravità della colpa dell'emittente, ossia in proporzione all'entità del carattere fuorviante e inesatto delle informazioni da quest'ultimo fornite.

⁶⁶ Proprio il rimedio *ex art. 1453 c.c.* è stato accordato nell'unica decisione della giurisprudenza italiana che abbia affrontato il tema dell'inadempimento del contratto da parte dell'agenzia e del conseguente danno da *rating* errato patito dall'emittente. Si tratta della sentenza emessa dal Tribunale di Milano in data 1° luglio 2011 (Trib. Milano, 1 luglio 2011, in *Società*, 2011, 1444 con nota di GIUDICI) relativa al contenzioso instaurato da Parmalat nei confronti di Standard & Poor's. Nel caso di specie, l'emittente addebitava all'agenzia non già l'attribuzione di giudizi ingiustificatamente penalizzanti, bensì l'emissione di *rating* eccessivamente favorevoli, i quali, non rispecchiando correttamente la reale situazione finanziaria della società, avrebbero contribuito ad occultarne i prodomi della crisi, aggravandone così il dissesto e determinando il conseguente assoggettamento alla procedura di amministrazione straordinaria. Nel giudizio in questione, l'accoglimento della domanda attorea risultava subordinato all'accertamento dell'inadempimento in capo all'agenzia, connesso con la prova della condotta negligente imputabile a quest'ultima. Al fine di accertare detta diligenza il giudice ha disposto complesse consulenze tecniche, volte a ricostruire analiticamente l'iter di formazione del giudizio di *rating* alla luce delle procedure che l'agenzia stessa aveva formalmente dichiarato di seguire. Le risultanze peritali hanno evidenziato non solo l'inadeguatezza dei *rating* assegnati da Standard & Poor's a rappresentare correttamente il rischio di credito di Parmalat, ma soprattutto la difformità tra il procedimento valutativo effettivamente adottato e gli standard dichiarati pubblicamente dall'agenzia. Quest'ultimo profilo si è rivelato decisivo ai fini della decisione, poiché il giudice di merito, riscontrato il mancato rispetto delle procedure ufficialmente formalizzate, ha pronunciato la risoluzione del contratto *ex art. 1453 c.c.*, condannando l'agenzia alla restituzione delle somme corrisposte a titolo di compenso per i *rating* viziati. Apprezzato questo sforzo interpretativo, appare parimenti interessante, ai fini della presente indagine, osservare come il giudice abbia, tuttavia, deciso di respingere le pretese risarcitorie avanzate dall'attore, non ritenendo sufficientemente provato il nesso intercorrente tra la prestazione dei servizi dell'agenzia e l'aggravio del disse-

3.3. *Il nesso di causalità nella responsabilità contrattuale verso gli emittenti*

Tracciato il quadro articolato relativo alla colpa dell'agenzia, occorre ora rivolgere l'analisi al nesso causale tra la condotta negligente e il pregiudizio subito dall'emittente.

Nell'ipotesi in cui il *credit rating* sia oggetto di uno specifico negozio tra le parti, la responsabilità contrattuale – in base al notorio dettato dell'art. 1223 c.c. – presuppone che il danno costituisca una conseguenza diretta e immediata dell'inadempimento, configurando così un nesso causale particolarmente stringente, ritenuto più rigoroso anche del legame richiesto ai fini dell'azione aquiliana⁶⁷.

Seguendo la ricostruzione procedurale della diligenza sopra illustrata, sull'emittente grava sostanzialmente la dimostrazione di un duplice nesso causale. Un primo nesso è implicito nella prova stessa dell'inadempimento, essendo necessario evidenziare il collegamento causale tra le rilevanti violazioni di norme organizzative e procedurali ascrivibili all'agenzia e la conseguente valutazione errata del merito di credito. La prova di tale nesso, come si è detto a proposito dell'accertamento della negligenza, non sembra affatto insuperabile, dal momento che, qualora le violazioni accertate risultino idonee ad inficiare la coerenza del processo valutativo dell'agenzia, anche l'affidabilità predittiva del giudizio finale può considerarsi inevitabilmente compromessa.

In secondo luogo, incombe sull'emittente l'onere di dimostrare che il giudizio negligente (che, vale la pena ribadire, costituisce l'inadempimento dell'agenzia) abbia causato il danno, inteso – in base a quanto visto *supra* – come aumento del tasso di interesse versato ai sottoscrittori, come significativa perdita di valore dei titoli sul mercato oppure come costo sostenuto per adottare le necessarie misure finanziarie volte a ristabilire il merito creditizio. Questo secondo nesso che pone in relazione causale l'inadempimento e il danno patito pare di più difficile dimostrazione, in quanto la sua sussistenza può essere indebolita dalla contemporanea presenza di svariati fattori esogeni, capaci di incidere sul tasso di interesse richiesto dai sottoscrittori o sugli ordini di vendita degli strumenti quotati. Spetta, perciò, all'emittente/attore servirsi dei dati di mercato per dimostrare l'esistenza di una causalità immediata e diretta tra *rating* errato e danno, ad esempio eviden-

sto patito da Parmalat, dimostrando così anche sul piano pratico la concreta difficoltà di fornire tale prova nell'ordinamento italiano. Cfr. G. RISSO, "Interferenze" tra diritto dell'UE e diritto nazionale nei casi di responsabilità civile delle agenzie di rating, (nt. 19), 446; C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele del mercato*, (nt. 19), 147 ss.

⁶⁷ La necessità di una correlazione causale particolarmente stringente, che ex 1223 c.c. configuri il danno emergente come conseguenza diretta e immediata dell'inadempimento costituisce un assunto condiviso fin dai tempi risalenti, cfr. *ex multis* F. REALMONTE, *Il problema del rapporto di causalità nel risarcimento del danno*, Milano, Giuffrè, 1967; A. TORRENTE, P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, Milano, Giuffrè, 1968, 405; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, (nt. 42), 92 ss.

ziando, in primo luogo, come le consistenti vendite dei titoli si siano concentrate in modo anomalo proprio all'indomani della pubblicazione del giudizio dell'agenzia. Infatti, laddove il comportamento degli investitori segua immediatamente la diffusione del *credit rating*, tale serrata scansione temporale costituisce un indizio significativo della sussistenza di un sottostante legame causale. Al contrario, qualora gli ordini di vendita risultino distribuiti su un arco temporale più esteso e mostrino un andamento autonomo rispetto all'attribuzione del giudizio, la sussistenza di un nesso di causalità immediata diventa decisamente meno probabile.

La prossimità temporale tra giudizio errato e pregiudizio economico assume, quindi, un ruolo decisivo nell'accertamento della responsabilità contrattuale, fungendo da indicatore del ruolo scatenante del *rating* rispetto al danno nonché, al tempo stesso, da elemento indiziario della negligenza dell'agenzia. Infatti, la capacità predittiva di un *credit rating* si riferisce a un arco temporale sì ampio, ma delimitato, al termine del quale detta capacità tende progressivamente a diminuire, rendendo necessaria una periodica rivalutazione del giudizio espresso e alleggerendo al contempo la posizione dell'agenzia⁶⁸.

Oltre alla scansione temporale, assume rilievo anche la natura del sottoscrittore, in quanto il nesso tra *rating* inesatto e danno subito risulta più agevolmente identificabile nell'ipotesi – peraltro meno frequente nella pratica – in cui i titoli siano collocati presso investitori specificamente individuati, riconoscibili sulla base di una documentata dialettica contrattuale, che possa eventualmente far emergere il legame diretto tra l'emissione del *rating* e la conseguente richiesta di condizioni più gravose espressa dalla controparte. Viceversa, nel caso in cui i titoli siano negoziati in maniera impersonale sui mercati finanziari, appare *ab origine* più controversa la sussistenza di uno stretto collegamento causale tra le variazioni nei volumi di scambio e il singolo giudizio emesso dall'agenzia, in quanto la molteplicità dei fattori che possono influenzare prezzi e dinamiche di mercato paiono maggiormente idonei a indebolire il nesso di causalità diretta e immediata.

In tale contesto, può rilevare l'eventualità che il *rating* sia stato commissionato dall'emittente col fine esplicito di essere utilizzato come parametro in specifiche clausole di contratti di finanziamento o di una *bond indenture*, in modo da colle-

⁶⁸ Analogamente, C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 256 ove si puntualizza che: «[n]onostante le valutazioni siano emesse avendo riguardo a un determinato orizzonte temporale, solitamente di medio-lungo periodo, più ci si allontana dalla prima emissione o dalla ultima revisione del voto di rating e maggiori sono le probabilità che venga a scemare la perdurante validità della valutazione espressa dall'agenzia [...]. Inoltre, maggiore è il tempo trascorso tra l'emissione del giudizio e l'operazione di investimento o disinvestimento effettuata dall'investitore e maggiore è la probabilità che il mercato abbia scoperto il reale merito creditizio e abbia autonomamente corretto il prezzo del titolo, potenzialmente escludendo così l'esistenza di un danno risarcibile»; cfr. anche L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, (nt. 19), 421, secondo il quale «se trascorresse un significativo lasso di tempo tra la pubblicazione del giudizio e l'ordine di investimento, sarebbe difficile pensare che il valore del titolo sia stato influenzato dal rating e, pertanto, la presunzione non opererebbe correttamente e sarebbe inutile utilizzarla».

gare formalmente precise prestazioni accessorie dell'emittente al *downgrade* del giudizio. In tal caso, qualora venga dimostrato il carattere errato del declassamento, appare più agevole ricondurre all'agenzia le onerose azioni finanziarie intraprese dall'emittente in seguito all'attivazione del *trigger*. Qualora tale utilizzo contrattuale sia stato tenuto nascosto all'agenzia, come si è già sottolineato, ovviamente il danno connesso alla clausola si qualificherebbe come danno imprevedibile ai sensi dell'art. 1225 c.c., e pertanto irrisarcibile.

4. La responsabilità extracontrattuale nei confronti dell'emittente

4.1. Il danno da *unsolicited rating errato*

Esaminato il caso in cui tra emittente e agenzia intercorre un contratto, passiamo ora all'ipotesi di lesione derivante da *unsolicited rating*, spontaneamente attribuito dall'agenzia all'emittente.

Il danno derivante dall'attribuzione unilaterale di un giudizio inesatto si atteg-gia, nella sostanza, in termini analoghi a quello riscontrabile in ambito contrattua-le, se non che, in assenza di qualsivoglia vincolo negoziale tra le parti, la relativa condotta si colloca nell'alveo della responsabilità extracontrattuale ex art. 2043 c.c. In tale ottica, il danno ingiusto patito dall'emittente pare sostanzialmente cor-rispondere ad una lesione della libertà negoziale (o contrattuale, qui intese come sinonimo)⁶⁹. Tale fattispecie, sviluppatasi in sede giurisprudenziale⁷⁰, attiene alla

⁶⁹ Sul tema della qualificazione del danno da *rating* errato patito dagli emittenti come lesione della libertà negoziale, cfr. E. DEPETRIS, (nt. 19), 332, ove si osserva che «[n]ell'ipotesi di responsabilità extracontrattuale, l'ingiustizia del danno può individuarsi nella lesione della libertà contrattua-le intesa in senso negativo, nella lesione dell'interesse alla reputazione economica dell'impresa va-lutata, declinata come aspettativa di guadagno»; cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario*, (nt. 19), 63, secondo cui «[g]li inquadramenti dogmatici più convincenti elabo-rati finora in materia di diffusione di informazioni inesatte, proponibili anche con riferimento alla responsabilità delle società di rating, rimangono, pertanto, [...] la tesi della responsabilità extracon-trattuale (genericamente ricondotta alla lesione della libertà negoziale del terzo) ai sensi dell'art. 2043 c.c.» anche se poi l'autore offre una differente interpretazione dell'antigiuridicità con riferi-mento al danno patito dall'investitore. In senso conforme cfr. anche P. SANNA, *La responsabilità civile*, (nt. 19), Napoli, ESI, 2011, 182, e, sia consentito, F. PARMEGGIANI, *La regolazione*, (nt. 3), 150. Cfr., invece, in senso parzialmente contrario C. RINALDO, (nt. 19), 188, ove si esclude che l'imposizione all'emittente di condizioni contrattuali peggiorative, derivanti dal *rating* errato, possa configurare una lesione della libertà negoziale.

⁷⁰ In merito alla lesione della libertà negoziale esiste una ricca elaborazione giurisprudenziale, da ultimo cfr. Cass. civ., sez. un., 30 dicembre 2021, n. 41994, ove si evidenzia come la libertà nego-ziale dei contraenti possa essere lesa da fideiussioni bancarie che attuano un'intesa anticoncorrenzia-le; Cass., sez. III, ord. del 4 marzo 2022, n. 7185, ove si puntualizza che la violazione dell'obbligo di buona fede può comportare una responsabilità ex art. 2043 c.c., anche in assenza di vizi del con-senso, se il comportamento di una delle parti altera la libertà negoziale dell'altra; Cass. civ., sez. I,

tutela del diritto di libera autodeterminazione delle parti nella definizione del contenuto contrattuale cui intendono vincolarsi⁷¹. Il soggetto, infatti, che concorre alla formazione di un assetto negoziale pregiudizievole per una parte contraente, realizza una violazione ingiusta del principio del *neminem laedere*, poiché la menzionata libertà di autodeterminarsi in sede contrattuale costituisce un principio cardine dell'ordinamento stesso, che permea molteplici norme di diritto civile e trova il suo fondamento costituzionale nell'art. 41 Cost.⁷². Il danno in questione può certamente essere arrecato da un soggetto terzo, del tutto estraneo al rapporto negoziale, la cui azione sia tuttavia idonea ad incidere sull'assetto finale del con-

22 giugno 2020, n. 12107; Cass. civ., sez. I, 13 luglio 2016, n. 14188; Trib. Avellino, 15 febbraio 2016, reperibile presso la banca dati *DeJure*, ove la lesione della libertà negoziale è qualificata come «un'azione dolosa, fraudolenta, concretatasi in un raggirio, [nonché la] condotta colposa di comunicazione di informazioni errate incidenti sulle determinazioni della volontà, da parte del terzo»; v. anche Trib. Salerno, sez. II, 24 ottobre 2019, n. 3380, reperibile presso la banca dati *DeJure*, secondo cui «mediante l'unilaterale predisposizione ed imposizione del relativo contenuto negoziale il professionista può invero affermare la propria autorità (di fatto) contrattuale sul consumatore» ledendo in questa maniera «[l']autonomia privata del consumatore, riguardata sotto il segnalato particolare aspetto della libertà di determinazione del contenuto dell'accordo». In dottrina, cfr. A. LUMINOSO, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1984, I, 204 ss.; cfr. F. CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche?*, in *La distribuzione di prodotti finanziari, bancari ed assicurativi*, a cura di A. Antonucci, M.T. Paracampo, Bari, 2008, 61.

⁷¹ Sul tema, cfr. F. GALGANO, *I fatti illeciti*, Padova, Cedam, 2008, 41 ss.; C. SALVI, *La responsabilità civile*, in *Trattato di Diritto privato*, a cura di G. Iudica, P. Zatti, Milano, Giuffrè, 2005, 109; C. DALIA, *Le aggressioni contrattuali al patrimonio – Rettenza e lesione della libertà negoziale*, Napoli, ESI, 2004; cfr. anche B. INZITARI, *Abuso da intesa anticoncorrenziale e legittimazione aquilana del consumatore per lesione alla libertà negoziale*, in *Contr. impr.*, 2005, 911; F. DI MARZIO, *Abuso e lesione della libertà contrattuale nel finanziamento all'impresa insolvente*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 145.

⁷² Le norme civilistiche violate da tale tipologia di lesione sono molteplici e sono puntualmente richiamate anche in sede giurisprudenziale, ad es. si veda v. Trib. Ancona, sez. II, 17 marzo 2015, n. 472, reperibile presso la banca dati *DeJure*, ove si sottolinea che «[i] casi di 1) violazione dei doveri di buona fede nelle trattative e nella formazione del contratto (art. 1337 c.c.), 2) di recesso ingiustificato dalle trattative (art. 1337 c.c.), 3) di stipulazione del contratto invalido o inefficace (art. 1338 c.c.), 4) di violenza e dolo, nonché colposa induzione in errore (art. 1434, 1440 c.c.) [...] [s]ono tutti i casi in cui sussiste la lesione della libertà negoziale della vittima, ossia l'interesse [...] alla libera esplicazione dell'autonomia negoziale, la quale si esprime per legge (v. art. 1322 c.c.) nella fase di determinazione del contenuto del contratto, ossia propriamente nelle trattative e nella conclusione del contratto». Tale lesione, quindi, può verificarsi nella fase di negoziazione contrattuale ad opera delle stesse parti, le quali, venendo meno alle regole della buona fede *in contrahendo*, ostacolano o impediscono la regolare stipulazione del contratto medesimo, delineando così un'ipotesi di responsabilità precontrattuale. In merito, cfr. Cass. civ., sez. III, 17 settembre 2013, n. 21255 in *Resp. civ. prev.*, 2014, 1, 143, ove si evidenzia che «[l']azione di risarcimento danni ex art. 2043 c.c. per lesione della libertà negoziale è esperibile allorché ricorra una violazione della regola di buona fede nelle trattative contrattuali – nella specie, finalizzate alla stipulazione di una transazione – che abbia dato luogo ad un assetto d'interessi più svantaggioso per la parte che abbia subito le conseguenze della condotta contraria a buona fede, e ciò pur in presenza di un contratto valido, ovvero, nell'ipotesi di invalidità dello stesso».

tratto, infliggendo un pregiudizio economico ad una delle parti⁷³. Tale interferenza può avere natura dolosa, qualora la libertà della parte sia stata intenzionalmente coartata, nonché colposa, ogniqualvolta il condizionamento della libertà negoziale derivi da un atto negligente. Tale ricostruzione sembra adattarsi pienamente all'azione dell'agenzia di *rating* che, col proprio giudizio colposamente (o dolosamente) errato, impone all'emittente il pagamento di un tasso di interesse più elevato, determina una sensibile perdita di valore dei titoli emessi sul mercato, ovvero impone specifici costi connessi all'attivazione di specifiche clausole contrattuali⁷⁴.

Un diverso inquadramento del danno ingiusto in esame può essere ricavato dalla funzione informativa delle agenzie di *rating*, che le assimila ad altri illustri *gatekeeper*, quali le società di revisione legale⁷⁵. Su tali soggetti grava un generale dovere di contribuire alla corretta informazione sulla quale fanno affidamento gli attori di mercato, la cui inosservanza – qualora si espliciti nella diffusione dolosa o colposa di giudizi o valutazioni erronee – si traduce in una condotta anti-giuridica, suscettibile di alterare il regolare svolgimento delle negoziazioni⁷⁶. Le agenzie, in particolare, svolgono sostanzialmente un ruolo di vero e proprio intermediario informativo⁷⁷, al quale corrisponde un complesso sistema di obblighi normativi volti a garantire la correttezza dell'informazione diffusa⁷⁸.

⁷³ In merito, la già menzionata sentenza Trib. Avellino, 15 febbraio 2016, chiarisce che «atteso che l'ordinamento mira a tutelare la libera determinazione del contraente contro raggiri o informazioni colposamente distorte, anche se provenienti da un terzo rispetto alle parti contraenti».

⁷⁴ Resta giusto fuori l'ipotesi residuale di costi connessi alla perdita di conformità alle sparute normative prudenziali che ancora usano il *rating* come parametro, nel qual caso l'antigiuridicità del danno è insita nel carattere imperativo della norma violata dall'emittente in ragione del giudizio negligente assegnato.

⁷⁵ In merito, cfr. Cass. civ., SS. UU., 19 dicembre 2007, n. 26725, in *Giur. comm.*, 2008, 2, II, 344 con nota di Gobbo; in dottrina cfr. *ex multis* P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, 214 ss.; PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, 66 ss.; A. LUMINOSO, (nt. 71), 204.

⁷⁶ In merito, cfr. Cass. civ., sez. III, 6 gennaio 1984, n. 94, poi ripresa in L. DI DONNA, *Danni da rating e rimedi degli investitori in Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 297, secondo cui «l'antigiuridicità del danno alla lesione dell'affidamento sul valore reputazionale delle agenzie – connaturato al particolare ruolo professionale che esse rivestono – e, quindi, sulla correttezza e completezza delle loro informazioni, così come riconosciuto, in casi analoghi, dalla giurisprudenza di legittimità, che imputa ai soggetti che svolgono professionalmente o istituzionalmente un'attività di raccolta e diffusione di informazioni l'obbligo di fornire informazioni esatte».

⁷⁷ Sul ruolo di intermediario informativo delle agenzie di *rating*, cfr. A. CASTALDO, L. PALLA, *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*, Torino, Giappichelli, 2016, 42 ss.; F. PARMEGGIANI, *Gli effetti distorsivi del credit rating*, (nt. 4); 20 ss.; C. PINELLI, *Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, I, 229 ss.

⁷⁸ In merito, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009*, (nt. 3), 339, ove a proposito del rapporto tra lesione della libertà negoziale e ruolo delle agenzie di

Tra le due ricostruzioni del danno ingiusto prospettate – l’una imperniata sulla lesione della libertà negoziale, l’altra sulla violazione del diritto a fruire di informazione corretta nel mercato – con riferimento al rapporto tra danneggiante e danneggiato, appare più persuasiva la prima, in quanto maggiormente coerente con i principi generali della responsabilità aquiliana e più aderente alla specificità della posizione dell’emittente. Al di là dell’indubbia rilevanza della libertà negoziale quale bene giuridico primario dell’ordinamento – specificamente tutelato in chiave individuale quale presupposto del corretto svolgimento delle dinamiche negoziali sui mercati finanziari – la qualificazione del pregiudizio in termini di interferenza illecita nell’autodeterminazione contrattuale consente di cogliere pienamente la portata dell’influenza esercitata dal giudizio di *rating* sull’assetto economico del futuro rapporto, valorizzando altresì la posizione giuridica soggettiva dell’emittente, quale titolare di un diritto inviolabile alla libera formazione della propria volontà negoziale.

Dal canto suo, la costruzione imperniata sulla funzione informativa del *rating* colloca certamente l’interesse leso in una dimensione settoriale specifica, riconducibile all’operatività del mercato nel suo complesso. In questo specifico caso, tuttavia, tale interpretazione appare meno idonea a delineare l’autonoma pretesa risarcitoria dell’emittente, in quanto, anche ammettendo la (non incontrovertibile, come vedremo *infra*) funzione centrale e quasi pubblica delle agenzie, permane comunque, quale elemento necessario e imprescindibile della fattispecie, il fatto che l’informazione errata si sia tradotta in una perturbazione dei rapporti negoziali tra emittente e mercato (più precisamente, gli investitori), in mancanza della quale, come si è visto, il danno non pare nemmeno puntualmente quantificabile. Pertanto, la ricostruzione fondata sulla libertà negoziale risulta preferibile sotto il profilo dell’apprezzabilità stessa del danno, che in tal modo si configura in termini più definiti e giuridicamente qualificabili.

Inquadrata sistematicamente questa particolare ipotesi di responsabilità aquiliana, va aggiunto che il danno dell’emittente può in questo caso essere quantificato con modalità analoghe a quelle viste *supra* riguardo all’ipotesi di responsabilità contrattuale.

In altri termini, l’assenza di un preesistente accordo contrattuale non muta la natura del pregiudizio patito, che consiste anche in questa ipotesi negli interessi addizionali corrisposti al fine di collocare i propri titoli, nel deprezzamento dei titoli stessi in seguito alle vendite indotte dal giudizio assegnato, nonché nelle eventuali spese sostenute per riacquistare il merito di credito perduto. Valgono

rating si ribadisce che «in ipotesi di pregiudizio della libertà contrattuale derivante dall’aver riposto fiducia in false informazioni si tende a tutelare l’affidamento del terzo ove l’informazione provenga da un soggetto dotato di un particolare *status* che, rendendo attendibile l’informazione resa, ingeneri un particolar affidamento nella serietà e veridicità dell’informazione stessa»; cfr. anche G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, 164 ss.; L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, (nt. 19), 380 ss.

inoltre le medesime perplessità in ordine all'eventuale quantificazione del lucro cessante (incluso nella fattispecie extracontrattuale dal richiamo dell'art. 2056 c.c.), le quali in questo caso paiono ulteriormente confortate dal fatto che, se si adotta il paradigma della lesione della libertà negoziale da parte del terzo, si potrà certamente contestare a quest'ultimo il pregiudizio insito nel deludente esito della negoziazione, ma non quello connesso con la mancata stipulazione di un possibile assetto alternativo più remunerativo, pena l'imputazione al danno del terzo di un valore maggiore del rapporto contrattuale stesso intrattenuto con la controparte⁷⁹. Per completezza va infine ricordato che – sempre in virtù del richiamo di cui all'art. 2056 c.c. – anche la quantificazione del danno da *unsolicited rating* subisce una limitazione nel caso in cui l'emittente, con la sua condotta informativa reticente o poco trasparente, abbia contribuito alla predisposizione del giudizio errato.

4.2. L'elemento soggettivo in caso di *unsolicited rating*

L'assenza di un vincolo contrattuale tra l'agenzia di *rating* e l'emittente, con conseguente applicazione del regime di responsabilità extracontrattuale, comporta ricadute significative anche in relazione all'elemento soggettivo della condotta. In primo luogo, l'assenza di un vincolo negoziale e oneroso con l'emittente rende astrattamente plausibile anche la condotta dolosa dell'agenzia. Depone in tal senso anche la casistica giurisprudenziale statunitense, che documenta come le agenzie siano state, in diverse occasioni, accusate di emettere, di propria iniziativa, giudizi particolarmente severi con funzione ritorsiva nei confronti di emittenti che avevano scelto di rivolgersi a concorrenti⁸⁰.

Inoltre, quanto alla limitazione della diligenza di cui all'art. 2236 c.c., sebbene

⁷⁹ Cfr. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, III, Milano, WKI, 2015, 155 ss., ove si osserva che debbono essere considerati unicamente «i danni subiti per avere intrattenuto la non fruttuosa trattativa, non già il risarcimento del pregiudizio arrecatogli dalla mancata conclusione dell'affare. Sarebbe altrimenti incongruo attribuir[e al danneggiato], nei confronti del terzo, diritti maggiori di quanti gliene spettano nei confronti dell'altro contraente».

⁸⁰ Assume in tal senso valenza paradigmatica il caso *Jefferson County School District v. Moody's Investor's Services, (Inc., 175 F. 3d 848, 10th Cir., 1999)*, ove il distretto scolastico di *Jefferson County* in *Colorado* promosse una richiesta di risarcimento nei confronti di *Moody's*, alla quale aveva commissionato la valutazione degli strumenti di debito emessi, asserendo che il *rating* ingiustificatamente basso assegnatogli fosse frutto di un disegno intenzionalmente ritorsivo, mirante a punire l'emittente, per aver optato per i servizi di un'agenzia concorrente. In seguito al giudizio contestato, il distretto scolastico si era visto costretto ad incrementare gli interessi corrisposti per le obbligazioni dallo stesso collocate. La *Court of Appeal* del *Colorado*, decise di sottoscrivere la linea dell'agenzia e di applicare le tutele previste dal Primo Emendamento, decidendo che, anche nell'eventualità che il *rating* negativo fosse mosso da uno scopo punitivo, tuttavia sull'attore avrebbe comunque gravato l'onere di provare l'intrinseca falsità delle informazioni e degli assunti posti alle base del *rating* assegnato. Non essendo stato lo *school district* in grado di assolvere a tale onere, fu pronunciata sentenza a favore di *Moody's*.

tale norma non trovi formalmente applicazione nell'ambito della responsabilità aquiliana, tuttavia, possono ravvisarsi due argomenti che giustificano un'estensione di tale regime di favore, anche al di fuori della cornice contrattuale. Da un lato, l'elaborazione dottrinale e giurisprudenziale interna ha prospettato, in via analogica, l'applicazione dell'art. 2236 c.c. anche al danno extracontrattuale prodotto da professionisti chiamati a risolvere questioni particolarmente complesse⁸¹; dall'altro, la già menzionata disciplina unionale scaturente dal reg. (CE) n. 1060/2009 offre un criterio interpretativo non trascurabile, applicando la limitazione della responsabilità ai soli casi di dolo o colpa grave anche all'ipotesi di danno da *unsolicited rating*.

Nel caso della responsabilità extracontrattuale valgono, quindi, le medesime considerazioni sull'accertamento dell'elemento soggettivo già esposte in relazione alla fattispecie contrattuale, con particolare riferimento alla necessità di ancorare la prova della negligenza alla dimensione procedurale dei requisiti organizzativi e operativi che l'agenzia è tenuta a rispettare nell'elaborazione del processo valutativo su cui si fonda il *rating*, analogamente a quanto previsto dal legislatore eurounitario.

4.3. *Il nesso causale nell'ipotesi extracontrattuale*

Pur mutando il titolo della responsabilità, l'indagine sul nesso causale tra il *rating* errato e il pregiudizio subito dall'emittente solleva problematiche non dissimili da quelle che emergono in ambito contrattuale. Tali questioni devono tuttavia essere lette alla luce delle regole proprie della responsabilità aquiliana, le quali impongono che il fatto illecito abbia effettivamente cagionato il danno, gravando sul danneggiato l'onere di dimostrarne il rapporto eziologico.

Non è ovviamente questa la sede per ripercorrere nel dettaglio l'evoluzione delle teorie elaborate in tema di causalità e fatto illecito⁸². Ai fini della presente analisi, può farsi riferimento alle recenti ricostruzioni imperniate sul criterio della regolarità causale – secondo cui il danno risarcibile è quello che costituisce conseguenza normale e prevedibile dell'evento lesivo, in base alla logica dell'*id quod plerumque accidit* – opportunamente integrata dagli orientamenti che individuano

⁸¹ Con riferimento alla professione medica, cfr. Cass. civ., sez. III, 20 novembre 1998, n. 11743, in *Danno resp.* 1999, 344, ove si precisa che «[a]nche in presenza di responsabilità extracontrattuale del medico (nel caso, dipendente ospedaliero) si applica la limitazione di responsabilità al dolo e alla colpa grave di cui all'art. 2236 c.c. se la prestazione implichi la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà»; v. la più risalente Cass. civ., sez. un., 6 maggio 1971, n. 1282; nonché Cass. civ., sez. III, 26 marzo 1990, n. 2428, in *Giur. it.*, 1991, I, 1, 600, ove si ribadisce che «[a]lla responsabilità extra-contrattuale del professionista intellettuale chiamato a risolvere problemi tecnici di speciale difficoltà è applicabile l'art. 2236 c.c.». In dottrina cfr. E. DEPETRIS, (nt. 19), 241.

⁸² Cfr. *ex multis* in merito C. CASTRONOVO, *Responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2018, 349 ss.

il nesso causale nella relazione statisticamente significativa e logicamente plausibile della formula “più probabile che non”⁸³.

Sebbene un declassamento repentino e severo renda altamente probabile un successivo aumento dei tassi di interesse per l'emittente, tale giudizio prognostico richiede comunque una valutazione caso per caso, considerando anche le concause alternative che possono aver contribuito al verificarsi dell'evento dannoso. Tali concause possono consistere, ad esempio, in informazioni concorrenti diffuse da altri attori del mercato (si pensi solo ai *report* degli analisti o alle inchieste della stampa finanziaria), oppure in eventi non correlati ai profili informativi ma capaci di incidere sulla solidità finanziaria dell'emittente, come la mancata rinegoziazione di un contratto di finanziamento da parte di un istituto di credito, la modifica di accordi commerciali, un cambio del *management* apicale ed altri fatti analoghi. Sul piano pratico, assume rilievo anche in questo caso il criterio della prossimità temporale tra divulgazione del giudizio e reazione del mercato, quale indizio dell'idoneità del contributo dell'agenzia alla causazione dell'evento dannoso.

In definitiva, anche in sede aquiliana l'accertamento del collegamento causale deve misurarsi con la complessità strutturale del contesto finanziario, in cui interagiscono una molteplicità di soggetti e fattori eterogenei. Occorre pertanto stabilire se siano intervenute circostanze idonee a spezzare la concatenazione causale tra il giudizio espresso dall'agenzia e il danno concretamente patito dall'emittente. Anche laddove si ammetta una certa flessibilità nei criteri valutativi, resta invariata la considerevole difficoltà di offrire tale prova in un contesto marcatamente impersonale, decentrato e aggregato, quale quello del mercato finanziario; problema che, anche in questa ipotesi, forse si attenua solo nei casi residuali di emissioni da collocare presso destinatari chiaramente individuati.

5. La responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori

Analizzate le pretese risarcitorie degli emittenti, è opportuno passare all'esame della responsabilità da *rating* errato nei confronti degli investitori, responsabilità che trova fondamento nella fiducia riposta da questi ultimi nel giudizio formulato dall'agenzia al momento dell'acquisto dei titoli. In linea generale, non sussiste alcun rapporto contrattuale tra l'agenzia di *rating* e gli investitori, pertanto si affronterà innanzitutto l'ipotesi di responsabilità più plausibile, ossia quella extracontrattuale, rinviando ad un momento successivo l'esame del caso meno fre-

⁸³ In merito, cfr. la celebre sentenza Cass. civ., sez. un., 11 gennaio 2008, n. 581, in *Foro it.*, 2008, 2, I, 453; in *Resp. civ. prev.*, 2008, 4, 827 con nota di Greco; in *Il civilista*, 2009, 4, 81, con nota di Valerini; in *Il civilista*, 2008, 11, 86, con nota di Pulice; in *Guida al diritto* 2008, 6, 20, con nota di Marrini. In merito cfr. F. GRECO, *Le Sezioni Unite ed il limite prescrizione nel danno da emotrasfusioni infette*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, 841.

quente in cui l'investitore (tipicamente istituzionale) intrattiene un rapporto negoziale diretto con l'agenzia.

5.1. Il danno ingiusto cagionato agli investitori

Poiché nell'ordinario svolgimento delle negoziazioni l'agenzia di *rating* non assume mai la posizione di controparte contrattuale dell'investitore, la responsabilità che scaturisce da tale relazione è conseguentemente qualificabile come extracontrattuale. Il rapporto sotteso a questa pretesa risarcitoria appare non dissimile, se non addirittura speculare, rispetto a quello dell'emittente danneggiato da un *rating* non commissionato, dal momento che il giudizio errato induce l'investitore alla conclusione di un contratto di investimento pregiudizievole che, in presenza di una corretta rappresentazione del rischio sottostante, non sarebbe stato perfezionato.

Il danno inflitto agli investitori dal *credit rating* errato può essere esaminato secondo vari modelli interpretativi: in prima battuta potrebbe essere considerato espressione di un'ingiusta lesione dell'interesse, spiccatamente economico, al compimento di investimenti fruttuosi⁸⁴.

In alternativa, tale danno può configurarsi, anche in questa ipotesi, come una lesione dell'interesse, pubblico e diffuso, alla divulgazione di informazione corretta nel mercato finanziario, che nel caso dell'investitore assumerebbe una connotazione marcatamente protettiva, più accentuata rispetto a quella riscontrabile a proposito dell'emittente⁸⁵. A sostegno di quest'ultima ricostruzione può essere addotto il fatto che il *rating* errato presuppone l'infrazione di obblighi normativamente posti a presidio dell'intelligibilità e della trasparenza del processo di valutazione del rischio, collegando così la descritta esigenza di tutela dell'investitore

⁸⁴ Cfr. M. LIBERTINI, P. FABBIO, *Concorrenza e rating finanziario*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 160.

⁸⁵ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, (nt. 19), 84 che, pone l'accento sulla protezione di un interesse pubblicistico, puntualizzando che «per quanto l'investitore nutra un interesse a non vedere condizionato, in maniera fuorviante, il processo di formazione della propria volontà negoziale, quello che viene in considerazione è un interesse di dimensione anzitutto «pubblicistica» alla correttezza dell'informazione messa a disposizione del pubblico»; aprendo tuttavia la strada alla coesistenza di più ricostruzioni (p. 86): «[v]i è, certamente, l'interesse del singolo investitore a non essere sviato o tratto in inganno da un rating inesatto. Ma vi è, sicuramente, pure un interesse anche e soprattutto pubblico a che i rating non pregiudichino il corretto funzionamento del mercato, ad esempio, attraverso una indebita influenza sulla formazione dei prezzi e/o sull'allocazione da parte del mercato finanziario delle risorse disponibili»; quindi concludendo (p. 90) che «[i]n definitiva, l'inesattezza dell'informazione diffusa sui mercati finanziari sembra giustificare, anche autonomamente, il ricorso al rimedio civilistico, unitamente alla (e talvolta a prescindere dalla) lesione della libertà contrattuale dell'investitore, qualora la diffusione del rating errato abbia comunque in concreto determinato un danno per quest'ultimo».

ad un novero di norme precisamente individuate. D'altro canto, non può tuttavia essere trascurato che la stessa disciplina in materia di *credit rating*, a differenza di altre normative connotate da un'esplicita funzione protettiva dell'investitore, include svariate disposizioni che viceversa mirano apertamente a disincentivare l'affidamento automatico ai giudizi delle agenzie e addirittura a proibirne l'utilizzo esclusivo da parte di precise categorie di investitori⁸⁶. Va in proposito ricordato che proprio l'irragionevole affidamento dell'investitore è esplicitamente indicato dalla disciplina unionale come ipotesi di esclusione della responsabilità dell'agenzia nei confronti di quest'ultimo.

Per queste specifiche ragioni, in alternativa alle ricostruzioni prospettate, si può, in maniera più diretta e convincente, adottare ancora lo schema della lesione (questa volta positiva) della libertà negoziale⁸⁷. Come già osservato a proposito degli emittenti, la lesione della libertà negoziale può certamente prodursi al di fuori del rapporto sinallagmatico che lega le parti contraenti, ogniqualvolta l'aspettativa di una di esse venga lesa dall'interferenza di un terzo esterno alla negoziazione. Questa ingerenza è integrata in maniera paradigmatica proprio dalla condotta del soggetto che divulga informazioni false o inesatte riguardo ad un bene altrui, al fine di indurne l'acquisto⁸⁸; ipotesi che si attaglia perfettamente all'agenzia di *rating* che, grazie al ruolo riconosciute dal mercato, è in grado di polarizzare le scelte degli investitori sulla base dei giudizi emessi. Nel caso

⁸⁶ Cfr. il già incontrato disposto dell'art. 5-*bis*, Reg. (CE) 1060/2009 che impedisce agli investitori istituzionali di fare esclusivo affidamento al *credit rating* nell'esecuzione delle operazioni di investimento.

⁸⁷ Cfr. F. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, (nt. 3), 151; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating*, (nt. 19), 810; v. anche il rilievo di LUBRANO DI SCORPANELLO, *Società di rating. Innovazioni di governance e tutela dell'affidamento*, (nt. 19), 195, ove, pur giungendo infine a sostenere una soluzione basata sulle azioni di classe, si puntualizza nondimeno che «esiste un dovere del rater professionista di fornire al mercato informazioni corrette in ordine ai servizi e prodotti finanziari oggetto della sua valutazione; dovere dalla cui violazione può scaturire un danno risarcibile del soggetto che ha ricevuto le informazioni e si è determinato ad una decisione errata in forza di esse, subendo una diminuzione patrimoniale ingiusta. Si noterà come elemento centrale di questa corrente di pensiero è la situazione psicologica ingenerata nel danneggiato dalle informazioni comunicate al mercato, ossia nella fattispecie i giudizi diffusi dalle agenzie, da cui scaturirebbe una lesione alla libertà negoziale, incisa nel momento della formazione del convincimento alla conclusione di un negozio e sulle sue condizioni concrete».

⁸⁸ Cfr. F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, III, Milano, WKI, 2015, (nt. 79), 153 ss. che a tale lesione ricollega «i casi del contraente che, per falsa informazione del terzo, si sia indotto a concludere un contratto che altrimenti si sarebbe guardato dal concludere», portando come esempio «la falsa informazione sulle condizioni di solvibilità del mutuatario, che induce il mutuante a fare credito», «la falsa attestazione sulle qualità di un bene destinato alla circolazione», nonché il celeberrimo «caso del falso De Chirico, certificato come autentico dall'autore, che fu condannato a risarcire il danno subito da chi, confidando in quella certificazione, si era indotto ad acquistare il dipinto».

dell'investitore, quindi, la violazione del *neminem laedere* si sostanzia nell'indebito condizionamento della libertà di individuare e sottoscrivere i titoli più coerenti con i propri interessi, frutto della distorsione di giudizio conseguente all'affidamento ad informazioni errate.

Quest'ultima ricostruzione appare supportata dall'orientamento giurisprudenziale che da tempi risalenti ha qualificato come lesione della libertà negoziale il caso simile in cui un terzo comunica ad un soggetto informazioni sulla solvibilità di una persona giuridica, al fine di persuaderlo a contrattare con la stessa o ad accordarle linee di credito⁸⁹. Le pretese avanzate nei confronti delle agenzie di *rating* paiono sostanzialmente analoghe, poiché gli investitori lamentano precisamente che i giudizi di queste ultime siano stati determinanti ad indurli a concludere con l'intermediario un contratto di acquisto o di vendita di strumenti finanziari, che altrimenti non avrebbero concluso⁹⁰.

Contro tale ricostruzione si potrebbe invero argomentare che le svariate disposizioni del regolamento (CE) n. 1060/2009, tese a ridurre l'affidamento al *credit rating*, confuterebbero il carattere antigiuridico della supposta interferenza dell'agenzia, degradando il *credit rating* a parametro formalmente depotenziato e privo dell'idoneità di condizionare la libertà negoziale dell'investitore⁹¹. A ben

⁸⁹ Eloquente è il caso deciso in Cass. civ., sez. III, 18 luglio 2002, n. 10403, in *Mass. Foro it.*, 2002, ove si afferma la responsabilità della società di revisione Arthur Andersen «per i danni derivati a terzi dall'attività di controllo e di certificazione del bilancio di una società su incarico della società medesima, la quale avrebbe persuaso i promissari acquirenti di tali quote societarie a stipulare il contratto definitivo relativo al loro acquisto, ma che se avessero conosciuto il reale valore della società tramite un'attività di certificazione veritiera, avrebbero esercitato il diritto di recesso previsto dal contratto preliminare».

⁹⁰ In merito, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009*, (nt. 3), 338, ove si sottolinea che «[i]l bene giuridico la cui violazione è lamentata dall'investitore che si asserisce pregiudicato da un *rating* inadeguato rispetto alla situazione economica, finanziaria e patrimoniale reale 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».

⁹¹ Così argomentando, si finirebbe pericolosamente vicino alla risalente concezione tradizionalmente invalsa nella giurisprudenza statunitense, in base alla quale le agenzie sono immuni da responsabilità poiché emettono mere opinioni che, in quanto tali, godono della protezione del Primo Emendamento; in merito cfr. su tutti G. HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *75 Cornell Law Review*, 1990, 410. Tale orientamento era stato seguito dalla prima sentenza italiana in materia di responsabilità delle agenzie nei confronti degli investitori, ossia Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. comm.*, 2013, II, con nota di F. PARMEGGIANI, ove è sancito che il *rating* non sia assimilabile ad una consulenza finanziaria, «dovendo poi ciascun investitore effettuare le proprie scelte a suo esclusivo rischio, avvalendosi eventualmente di un promotore finanziario a sua scelta che valuti il rischio in riferimento alla situazione finanziaria del singolo investitore» e dove si conclude quindi

vedere, tale obiezione non può essere accolta in quanto non tiene conto dell'estrema eterogeneità della platea degli investitori, la quale mal si concilia con l'adozione di un parametro di affidamento uniforme. All'opposto, seguendo le stesse distinzioni operate dal legislatore eurounitario, una parziale immunità ai condizionamenti del *rating* può essere tutt'al più attribuita alla libertà negoziale degli investitori istituzionali, in ragione dell'espresso divieto, a questi rivolto, di affidarsi esclusivamente al *rating* nel quadro della propria operatività. Il discorso muta radicalmente per l'investitore non sofisticato, il quale opera in un contesto decisionale caratterizzato da competenze tecniche limitate e scarse risorse informative, che lo espongono più facilmente a valutazioni irrazionali o basate su fonti non elaborate criticamente. Pertanto, quantomeno agli investitori non professionali deve essere applicato un paradigma di affidamento meno rigido, compatibile con un più marcato grado di tutela, che riconosca la significativa capacità lesiva del giudizio di *rating* rispetto alla loro capacità di autodeterminazione. Orientamento che, peraltro, trova riscontro anche nelle pronunce giurisprudenziali che, in presenza di investitori *retail*, hanno precisamente ricostruito il danno risarcibile da questi ultimi subito in termini di lesione della libertà negoziale⁹².

Il pregiudizio lamentato dall'investitore può derivare tanto da un giudizio errato relativo allo strumento sottoscritto (*instrument rating*), quanto – più frequentemente – da una valutazione sbagliata del merito creditizio dell'emittente (*issuer rating*). In entrambi i casi, il danno patrimoniale può manifestarsi in forme diverse.

Una prima ipotesi concerne il danno emergente a seguito della dichiarazione di

drasticamente che «qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating, sebbene sbagliata [...] non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi».

⁹²Cfr. Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. comm.*, 2013, II, con nota di F. PARMEGGIANI, ove viene puntualizzato come la responsabilità dell'agenzia rientri nel paradigma extracontrattuale, in quanto configura una lesione della libertà negoziale derivante dall'affidamento che l'investitore ripone nel giudizio della stessa, precisando che «l'agenzia, con l'emanazione di un rating errato, ha interferito nell'attività negoziale ed ha alterato la [sua] volontà, in quanto egli confidava nella correttezza del giudizio emesso dall'agenzia e di conseguenza nella solvibilità dell'emittente»; cfr. anche Trib. Roma, sez. III, 27 marzo 2015, n. 6827, in *Società*, 2016, 439, con nota di RISSO, ove, richiamando la pronuncia del Tribunale di Catanzaro, si evidenzia che «[i]n definitiva, l'emissione di un *rating* errato cagiona una lesione della libertà contrattuale dell'investitore (da taluni definita 'positiva' che si distingue dalla lesione 'negativa' della medesima libertà che si verifica quando l'erroneo rating negativo di un titolo abbia dissuaso l'investitore dal concludere il contratto di acquisto di quel titolo orientandolo verso investimenti meno redditizi) che diviene fonte di responsabilità»; Trib. Milano, 23 novembre 2015, n. 13138, R.G. 19630/2010, inedita ma citata in C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, (nt. 19), *passim*, in particolare alla nt. 207, ove si osserva che «l'interesse sotteso alla corretta emissione del rating e al suo tempestivo adeguamento alle sopravvenute condizioni di solvibilità dell'emittente di un particolare strumento finanziario deve essere individuato nel corretto funzionamento del mercato, che si sostanzia in concreto nella possibilità per gli investitori di compiere libere scelte di investimento».

insolvenza dell'emittente. In tal caso, il sottoscrittore di un titolo di debito vanta una duplice pretesa patrimoniale, ossia il diritto alla percezione degli interessi patuiti e il diritto alla restituzione del capitale investito. L'insolvenza, quindi, si traduce in una perdita correlata alla quota non rimborsata di capitale e interessi. Sebbene il danno sia riconducibile in via principale alla condotta dell'emittente, l'investitore può teoricamente imputarne la genesi anche all'agenzia, laddove dimostri che il *rating* attribuito abbia erroneamente rappresentato il rischio in misura significativamente inferiore a quello effettivo, inducendolo così a sottoscrivere i titoli senza prevederne il probabile *default*. Nonostante sia compito alquanto arduo quantificare il contributo dell'agenzia alla causazione del danno, si può quantomeno affermare che, in questa ipotesi, il danno da *rating* sofferto dall'investitore può essere calcolato a partire da valori predeterminati (interessi e capitale), ricavabili dal contratto di sottoscrizione.

Maggiore complessità si registra, invece, nei casi in cui l'aggravarsi del rischio di insolvenza non si traduca (ancora) in un evento di *default*, ma si limiti ad incidere negativamente sul valore di mercato dei titoli. In tali circostanze, l'investitore può lamentare una perdita patrimoniale più difficilmente quantificabile, in quanto collegata alla svalutazione dei titoli detenuti o alla realizzazione di uno *spread* negativo derivante da una vendita anticipata⁹³. A differenza della perdita determinata dall'insolvenza – ancorata a valori certi e a una data definita – la semplice riduzione del valore di mercato di uno strumento finanziario si fonda su dinamiche aleatorie e reversibili, dipendenti dall'andamento delle negoziazioni. Ne deriva che il *quantum* del danno risulta difficilmente determinabile e, in assenza di parametri oggettivi, rischia di fondarsi su presunzioni o automatismi inadeguati.

⁹³ In merito, si pensi ad esempio all'eventualità in cui il deterioramento delle condizioni economiche dell'emittente abbia già comportato il *default* di una *tranche* di titoli postergati, ma non abbia interessato ancora i titoli *senior*. I portatori di questi ultimi, pur conservando ancora l'aspettativa di percepire interessi e capitale, si trovano tuttavia a detenere strumenti con imminente rischio di insolvenza, le cui quotazioni di mercato hanno verosimilmente subito un consistente ribasso. In questo caso, anche se si dimostrasse la negligenza dell'agenzia nell'emissione del giudizio, resterebbe tuttavia estremamente complessa la quantificazione in termini monetari del pregiudizio lamentato dall'investitore. Sul punto cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, (nt. 19), 2018, 309, la quale precisa che «nel caso di una operazione di acquisto, il danno da rating possa essere descritto solo in termini generali facendo riferimento alla diminuzione o all'azzeramento del valore dell'investimento effettuato», quindi è aggiunto (p. 311) che «[s]imilmente, nel caso delle operazioni di vendita, il danno è generalmente costituito dal minor guadagno ottenuto dalla cessione degli strumenti finanziari valutati», infine è ulteriormente ribadito (p. 313) che: «il pregiudizio per l'investitore pare dover essere ravvisato, in termini generali, nella differenza tra il prezzo di acquisto del titolo e il suo valore «effettivo» o, comunque, nella perdita di valore dell'investimento, detratti gli eventuali importi percepiti medio tempore dall'investitore stesso»; In merito, cfr. F. GRECO, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1460; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, (nt. 19), 2011, 806.

Ancor più problematico si rivela il caso del lucro cessante, in cui l'investitore, ingannato da un *rating* eccessivamente severo, viene indotto a cedere anticipatamente i titoli, salvo poi assistere a una rivalutazione degli stessi. In tale contesto, teoricamente la quantificazione del danno si tradurrebbe nella differenza tra il valore di realizzo al momento della vendita e il più elevato prezzo di mercato successivo. Tuttavia, tale meccanismo di calcolo presuppone un livello di prevedibilità statistica dei mercati che è per definizione impossibile, giacché le fluttuazioni di prezzo sono governate da una molteplicità di concause contingenti e presentano fisiologicamente un consistente grado di imprevedibilità. Ne consegue che la stessa implausibilità causale sottostante (di cui si dirà specificamente a breve) osta all'ammissibilità di una pretesa risarcitoria fondata su una proiezione ipotetica del valore futuro di un titolo che, al momento dell'alienazione, risulta incerto se non addirittura indeterminabile.

Un'ulteriore ipotesi di pregiudizio, seppur residuale, riguarda il caso dell'investitore istituzionale che, a causa di un *rating* eccessivamente negativo attribuito a un titolo che detiene, sia costretto a ristrutturare il proprio portafoglio al fine di ripristinarne la conformità alla normativa prudenziale vigente. Come osservato in dottrina nell'ambito della teoria della *regulatory license*⁹⁴, una delle principali funzioni storicamente riconosciute al *credit rating* è stata proprio quella di parametro normativo richiesto per l'accesso dei titoli di debito ai portafogli degli investitori regolamentati, siano questi istituzionali o intermediari finanziari. Come visto *supra* (al par. 1), il legislatore si è concretamente impegnato a ridurre drasticamente l'incidenza di normative dipendenti dal *rating*⁹⁵ e il divieto di affidamento esclusivo o eccessivo a tale giudizio, formulato per gli investitori istituzionali dalla normativa unionale, è ribadito anche internamente dall'art. 35-*duodecies* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. t.u.f.).

Alla luce di tale contesto normativo, giova ribadirlo, appare in linea generale difficile provare l'ingiustizia del danno inflitto all'investitore istituzionale. Tuttavia, nelle rare ipotesi di disposizioni *rating-based* che tuttora sopravvivono⁹⁶, l'antigiuridicità è legata direttamente alla indebita violazione della norma prudenziale derivante dalla valutazione errata dei titoli in portafoglio. Tale giudizio può ingiustamente determinare il superamento delle soglie di rischio previste, obbligando l'investitore a liquidare anticipatamente i titoli declassati o, in alternativa, a procedere all'acquisto di strumenti a basso rischio per riequilibrare il profilo complessivo del portafoglio. In entrambi i casi, l'investitore incorre in costi di gestione non preventivati, suscettibili di integrare un danno patrimoniale risarcibile.

⁹⁴ Cfr. quanto osservato in merito *supra*, § 1.

⁹⁵ Cfr. sezioni 939, 939A del Dodd-Frank Act del 2010; a proposito della normativa unionale cfr. art. 5-*bis*, Reg. (CE) 1060/09; Relativamente alla normativa italiana, cfr. art. 35 *duodecies* del Testo Unico della Finanza.

⁹⁶ Cfr. *supra* nt. 33 e *infra* §5.3.

Tale danno corrisponde pertanto alle spese sostenute per conservare i titoli in portafoglio – ad esempio corrispondenti al prezzo dei titoli a basso rischio sottoscritti con funzione di collaterale – ovvero ai costi relativi all’esecuzione dello smobilizzo non preventivato dei medesimi. Da un punto di vista probatorio, la quantificazione del danno appare relativamente agevole, in quanto fondata su valori puntuali e tracciabili all’interno del *trading book* dell’investitore, relativi ad operazioni effettivamente eseguite e contabilmente documentate.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, si può quindi concludere che il danno da *rating* patito dall’investitore risulta effettivamente determinabile e quantificabile soltanto qualora sia riconducibile ad una base di calcolo oggettiva e verificabile. In particolare, in caso di insolvenza dell’emittente, il danno consiste nella porzione del capitale e degli interessi non rimborsati; in caso di ristrutturazione obbligata del portafoglio da parte dell’investitore istituzionale, il danno corrisponde al costo delle operazioni correttive, costituite da uscite di liquidità oggettivamente documentabili. Al di fuori di tali ipotesi, e in particolare quando la pretesa risarcitoria è fondata su una svalutazione del prezzo dei titoli non accompagnata da *default*, la difficoltà di ancorare il danno a valori certi e oggettivi ne rende la quantificazione eccessivamente incerta, esponendo l’azione ad un’eccessiva arbitrarietà e compromettendo l’equilibrio tra funzione compensativa e principio di determinatezza del risarcimento⁹⁷.

5.2. La colpa e il dolo nei confronti degli investitori

Inquadrata quindi la natura del danno ingiusto, passiamo all’esame dell’elemento soggettivo che caratterizza la condotta dell’agenzia di *rating* nel quadro della responsabilità aquiliana promossa dall’investitore. Tale condotta può configurarsi in termini di dolo, allorché l’agenzia, in collusione con l’emittente, predisponga intenzionalmente un giudizio artificiosamente elevato, allo scopo di age-

⁹⁷ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 2018, 324, ove si ammette che «la determinazione del valore ipotetico dello strumento finanziario può talvolta richiedere complesse operazioni di stima in considerazione non soltanto della problematicità di determinare con certezza quale sia stato l’effetto positivo sul prezzo ricollegabile al rating errato, ma anche del fatto che la valutazione dell’agenzia rispecchia, per sua natura, una condizione complessiva di maggiore o minore solidità finanziaria della società, alla quale, a prescindere dal rating, il mercato attribuisce un valore non sempre agevolmente determinabile a priori»; in merito cfr. anche quanto rilevato da A. HORSCH, *Civil Liability of Credit Rating Companies – Qualitative Aspects of Damage Assessment from an Economic Viewpoint*, in 11 *International and Comparative Corporate Law Journal*, 2015, 14, ove si precisa che «[a]ny attempt in assessing the damage has to start with the expected difference between the issued (and allegedly erroneous) rating and an accurate one. Subsequently, to what extent this rating gap led to the economic loss of a claimant has to be quantified. Unfortunately, the ‘true’ rating is difficult, if not impossible, to determine. In fact, it is essential to be able to define which rating would have been appropriate at the moment of the erroneous rating, based on conditions (in particular: knowledge, financial information, analytic procedures, and regulations) at that time».

volare il collocamento dei titoli. Tuttavia, più frequentemente, il comportamento lesivo si manifesta anche in questo caso in forma colposa, ogniqualvolta il giudizio predisposto risulti errato in quanto affetto da negligenza nel procedimento valutativo. In quest'ultima ipotesi, valgono le considerazioni già sviluppate in tema di responsabilità aquiliana verso l'emittente: sebbene in linea prettamente teorica la condotta potrebbe rilevare anche in presenza di mera colpa lieve, d'altra parte può ragionevolmente essere ritenuto applicabile, in via analogica, l'art. 2236 c.c., ovvero si può direttamente optare per l'adozione del parametro normativo desumibile dal regolamento (CE) n. 1060/2009, che sanziona la condotta dell'agenzia solo nei casi di dolo o colpa grave.

L'ipotesi di dolo, sotto il profilo probatorio, non presenta difficoltà insormontabili. La presenza di un'indebita condotta collusiva con l'emittente valutato costituisce un indizio significativo della volontà lesiva, qualora il giudizio appaia manifestamente impreciso e finalizzato ad assicurare un vantaggio a quest'ultimo. In tali circostanze, l'attore può far emergere l'intento fraudolento sotteso alla condotta, dimostrando la grave e reiterata violazione delle disposizioni poste a presidio dell'indipendenza dell'agenzia, ad esempio i numerosi adempimenti in materia di prevenzione dei conflitti di interesse⁹⁸.

In merito all'accertamento della colpa, intesa come negligenza nei confronti degli investitori, conserva la sua efficacia il rilievo, già ribadito, secondo il quale il carattere errato del giudizio può essere riscontrato *ictu oculi* solo nel caso in cui l'attribuzione di un *rating* elevato è seguita dal *default* dell'emittente o del titolo valutato. Tuttavia, perfino di fronte a tale evidenza – *ex post* apparentemente incontrovertibile – si potrebbe obiettare che l'attribuzione di un giudizio elevato ad un soggetto insolvente non si trasponga automaticamente in una prova inconfutabile di negligenza. Le stesse agenzie associano a ciascuna classe di *rating* un corrispondente tasso storico di *default* (*default rate*), che individua, tra i destinatari di ogni classe di giudizio, la percentuale di soggetti dichiarati insolventi in un dato intervallo temporale⁹⁹.

Questi tassi sono valorizzati anche dal legislatore, che impone la loro pubblicazione periodica¹⁰⁰, e sono utilizzati dal mercato stesso per comprendere il signi-

⁹⁸ Cfr. il combinato disposto degli artt. 6-7 e dall'Allegato I, Sezione B, Reg. (CE) 1060/2009. Per le analisi dottrinali della questione v. *supra* nt. 15.

⁹⁹ In merito ai tassi d'insolvenza (*default rate*) e allo studio delle loro applicazioni, cfr. D.T. HAMILTON, R. CANTOR, *Adjusting Corporate Default Rates for Rating Withdrawals*, in 2 *Journal of Credit Risk*, 2007, 1; ID., *Rating Transition and Default Rates Conditioned on Outlooks*, in 14 *The Journal of Fixed Income*, 2004, 54; J.S. FONS, *Using Default Rates to Model the Term Structure of Credit Risk*, in 50 *Financial Analyst Journal*, 1994, 25.

¹⁰⁰ Reg. (CE) 1060/2009, allegato I, sez. E, par. II, n. 1), secondo cui «[u]n'agenzia di rating del credito comunica [...] ogni sei mesi i dati sui tassi storici di inadempimento relativi alle sue categorie di *rating*, distinguendo tra le zone geografiche principali degli emittenti, e la loro evoluzione nel tempo», nonché Reg. (CE) 1060/2009, allegato I, sez. D, par. I, n. 2), ult. paragrafo, secondo cui

ficato probabilistico associato ai giudizi. Se si considerano i tassi di *default* come parametri utili a verificare l'affidabilità dei giudizi delle agenzie, allora si deve ammettere che perfino all'interno delle classi di *rating* meno rischiose sono fisiologicamente prevedibili un certo numero di casi di insolvenza, tendendo il tasso in questione allo zero solo in corrispondenza della più alta classe di *rating* (ossia la famosa "AAA")¹⁰¹. Se si accetta tale argomentazione, allora il fatto che un *rating* elevato sia attribuito ad un soggetto dichiarato insolvente non pare un sintomo di per sé sufficiente a dimostrare la responsabilità dell'agenzia, dal momento che il *default* in questione potrebbe rientrare nella ordinaria casistica statisticamente associata alla classe di *rating* attribuita¹⁰².

«[q]uando pubblicano *rating* del credito o prospettive di *rating*, le agenzie di *rating* del credito includono i tassi storici di inadempimento pubblicati dall'AESFEM in un registro centrale in conformità dell'articolo 11, paragrafo 2, insieme a una loro interpretazione».

¹⁰¹ In merito, cfr. M. LUBRANO DI SCORPANIello, (nt. 19), 205, il quale sottolinea che «[è] ragionevolmente impossibile discutere di affidamento in relazione a titoli collocati in zona negativa sulla scala, pur se i livelli al di sotto dell'investment grade non comportano alcuna certezza di default, ma solo un incremento di probabilità in tal senso, peraltro non quantificabile in modo preciso, e tanto perché il messaggio contenuto nel giudizio costituisce un'avvertenza sul rischio eccessivo (oltre il limite prudenziale) dello strumento o soggetto valutato». Una simile considerazione appare rafforzata in A.M. PACCES, A. ROMANO, *A Strict Liability Regime for Rating Agencies*, in *52 American Business Law Journal*, 2015, 673, ove a p. 696 è puntualizzato che «A [...] final limitation of strict liability stems from the observation that CRAs cannot predict default rates without errors. Because we do not live in a world of perfect foresight, it is illusory for the law to police incentives exclusively based on expected values and the underlying probabilities. Our ability to predict the future is limited; so is CRAs' ability to commit to their predictions. Imposing on CRAs a strict liability rigidly dependent on the probabilities they estimate may discourage them from producing ratings in the first place».

¹⁰² In merito cfr. G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 107, il quale illustra la ricostruzione delineata facendo ricorso ad un eloquente paragone: «[q]uando le agenzie o le banche assegnano i rating fanno come gli psicologi a cui si chiede quali delle migliaia di ragazzi di una cittadina si drogheranno in un certo lasso di tempo futuro, per poterli assistere adeguatamente sin da subito. Essi rispondono: "non lo sappiamo; tuttavia siamo in grado di studiare le loro caratteristiche individuali e socio-ambientali e raggrupparli in classi che sono diversamente esposte al rischio di assumere droghe". Si potranno pertanto differenziare le azioni di assistenza; tuttavia, a posteriori, in ogni classe, alcuni ragazzi si saranno drogati e altri no. Come verificare allora se un sistema di rating esprime previsioni corrette rispetto agli eventi successivamente realizzati? Innanzitutto, occorre assicurarsi che, passando dalle classi di rating migliori alle peggiori, aumenti via via la quota dei soggetti andati in default rispetto ai soggetti non andati in default. Nell'esempio dei potenziali assuntori di droghe, se il "tasso di drogati" sarà crescente passando dalle classi dichiarate migliori a quelle che si erano dichiarate peggiori, gli psicologici avranno fatto ciò che promettevano». La corrispondenza con indicatori analoghi ai tassi di *default* è posta come premessa anche della pregevole ricostruzione operata da A.M. PACCES, A. ROMANO, *A Strict Liability Regime for Rating Agencies*, (nt. 101), 677, ove è puntualizzato che «[f]or the purpose of this article, we consider a rating accurate when the defaults actually observed for a given class of rating fall within the range of probabilities and other measurable items (for instance, loss given default) im-

Appurata la difficoltà di misurare l'esattezza assoluta del *credit rating* rispetto alle aspettative del mercato, come si può quindi individuare un criterio per dimostrare la negligenza dell'agenzia nei confronti dell'investitore? A ben vedere, una possibile soluzione a tale problema consiste, anche in questo caso, nell'attribuire alla responsabilità dell'agenzia una natura composita e una dimensione procedurale. Secondo tale impostazione, la discrepanza tra l'elevato giudizio attribuito e la condizione di insolvenza dell'emittente funge da semplice indizio di negligenza, il quale deve essere ulteriormente corroborato da indicatori concernenti la qualità della valutazione svolta, la coerenza metodologica impiegata e il rispetto degli obblighi imposti dalle normative e dalle linee guida adottate.

Nell'ambito di questa articolata valutazione, la rilevazione dello stato di insolvenza non perde quindi totalmente di efficacia probatoria, ma assume rilevanza alla luce di altri indicatori che segnalano una sostanziale inadeguatezza della procedura valutativa, quale può essere lo stesso significativo e reiterato superamento del tasso storico di *default* associato dall'agenzia stessa alla classe del *rating* emesso. Infatti, l'assegnazione ad una intera classe di *rating* di un tasso di insolvenza macroscopicamente errato costituisce un errore difficilmente confutabile, ricavabile dalla consultazione delle informazioni periodicamente divulgate dall'agenzia, ed indice di una negligenza atta ad inficiare l'affidabilità della metodologia usata nella previsione del rischio¹⁰³.

Tanto premesso, poiché i casi di *default* – nonostante inneschino la maggior parte delle controversie che concernono i mercati finanziari¹⁰⁴ – interessano (for-

plied by the CRA issuing a certain letter grade. Conversely, we define inaccurate as a rating whose implied predictions is not borne out by the actual unfolding of events».

¹⁰³ Cfr. in merito L. PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *AGE*, 2012, 455 ss., ove si sottolinea come, data la estrema difficoltà di giudicare l'esattezza di un rating *ex post*, si suggerisce che si valuti la correttezza del medesimo nel quadro di una serie di giudizi emessi dall'agenzia, così da individuare un possibile errore sistematico in capo alla stessa.

¹⁰⁴ Uno dei casi più famosi di insolvenza associati alla scadente prestazione delle agenzie di *rating* concerne certamente il default di Lehman Brothers, in merito al quale svariate analisi sono state compiute sia dalla dottrina giuridica, che dalla letteratura economico-finanziaria. In merito cfr., *ex multis*, V. MIRRA, *Il rischio emittente ed i confini degli obblighi informativi dell'intermediario: ancora sul caso Lehman Brothers*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, II, 158; F. PARMEGGIANI, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. comm.*, 2013, II, 472; R. BENCINI, *Il ruolo del 'Consorzio Patti Chiari' nella vicenda Lehmann Brothers*, in *Giust. civ.*, 2012, I, 1099; U. SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 491; inoltre, in una prospettiva che abbraccia anche l'economia finanziaria, cfr. K.M. AYOTTE, D.A. SKEEL, *Bankruptcy or bailouts?*, in 35 *The Journal of Corporation Law*, 2010, 3, 469; R. WIGGINS, T. PIONTEK, A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, ottobre 2014, disponibile presso ssrn.com; per un contributo di economia finanziaria cfr. M. GENTILE, R. GIORDANO, *Financial Contagion during Lehman Default and Sovereign Debt Crisis. An Empirical Analysis on Euro Area Bond and Equity Markets*, in 2 *Journal of financial management*,

tunatamente) solo una minima parte degli emittenti e dei titoli valutati dalle agenzie, la verifica della diligenza dell'agenzia rispetto alla generalità delle valutazioni deve necessariamente fondarsi anche su altri indizi.

Va peraltro considerato che i giudizi sul merito creditizio espressi nei *credit rating* si riferiscono a un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, che tende a trascendere le fluttuazioni congiunturali del ciclo economico¹⁰⁵. Ne consegue che un aggravamento del rischio, per quanto improvviso e significativo, qualora non si traduca in un evento di *default*, potrebbe avere natura transitoria e risultare successivamente compatibile con una valutazione che continui a qualificare il titolo come a basso rischio nel lungo termine. Tale circostanza rende ulteriormente complessa l'individuazione di un profilo di negligenza nella condotta dell'agenzia. Dall'orizzonte di lungo termine cui il *rating* solitamente si riferisce, sorge quindi la questione concernente l'estensione temporale della diligenza dell'agenzia. Nel corso della vigenza del *rating*, è possibile che il giudizio iniziale appaia disallineato rispetto al merito creditizio del titolo, salvo poi correggersi con una revisione fondata su nuove informazioni. Viceversa, può aversi un'iniziale congruità che evolve in discrepanza per effetto del mancato aggiornamento del giudizio, a fronte di eventi rilevanti verificatisi successivamente¹⁰⁶. In tali ipotesi, si potrebbe sostenere che, nel primo caso, la responsabilità dell'agenzia sia limitata al danno subito tra l'emissione e la rettifica del *rating*; nel secondo caso, invece, che la negligenza si configuri dal momento in cui i nuovi elementi di rischio, rilevanti per il merito creditizio, siano stati omessi o ignorati.

In ogni caso, anche rispetto alle questioni appena sollevate resta dirimente il rilievo di fondo in base al quale, in assenza di un evento di rischio cruciale come il *default*, sia estremamente difficile per l'investitore individuare in modo sistematico variazioni nei prezzi di mercato così anomale da risultare intrinsecamente in-

markets and institutions, 2013, 197; R. DE HAAS, N. VAN HOREN, *International Shock Transmission after the Lehman Brothers Collapse: Evidence from Syndicated Lending*, in 101 *American Economic Review*, 2012, 231; N. BABA, F. PACKER, *From turmoil to crisis: Dislocations in the FX swap market before and after the failure of Lehman Brothers*, in 28 *Journal of International Money and Finance*, 2009, 1350; C.S. FERNANDO, A.D. MAY, W.L. MEGGINSON, *The Value of Investment Banking Relationships: Evidence from the Collapse of Lehman Brothers*, in 67 *The Journal of Finance*, 2012, 235.

¹⁰⁵ Cfr. R. TOPP, R. PERL, *Through-the-Cycle Ratings versus Point-in-Time Ratings and Implications of the Mapping between Both Rating Types*, in 19 *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2010, 47; R. CANTOR, C. MANN, *Are corporate bond ratings procyclical?*, Moody's Special Comment, ottobre 2003, reperibile presso Moodys.com.

¹⁰⁶ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 2018, 310 ove si puntualizza che «[l']investitore potrebbe, infatti, aver acquistato a un prezzo troppo alto, poi improvvisamente diminuito a seguito della revisione del rating (il nesso di causalità sarebbe, quindi, dato dall'influenza del rating sul prezzo), oppure potrebbe aver acquistato gli strumenti finanziari confidando nel giudizio dell'agenzia, per poi vedere ridotto o annullato il valore dei titoli alla scoperta della reale situazione patrimoniale, economica e finanziaria della società, tenuta nascosta (anche) dall'emissione di un giudizio positivo».

compatibili con la classe di rischio assegnata all'emittente e pertanto idonee a stabilire il momento esatto in cui la discrepanza tra il *rating* emesso e l'andamento del mercato si traduce in una condotta colposa da parte dell'agenzia.

Da tale quadro emerge la necessità ineludibile, anche per l'investitore, di fondare le proprie pretese risarcitorie su violazioni di standard procedurali e *best practice* che indichino una carenza qualificata di perizia e diligenza in capo all'agenzia, idonea a inficiarne la valutazione del rischio. A questo proposito, oltre agli obblighi in materia di professionalità, trasparenza e adeguatezza organizzativa già visti a proposito degli emittenti, assumono rilevanza (anche fuori dall'ipotesi dolosa) le disposizioni sull'indipendenza di giudizio dell'agenzia¹⁰⁷. La disciplina unionale mira espressamente a prevenire ogni forma di interferenza – esterna o interna – capace di alterare l'integrità del processo valutativo e condurre all'emissione di giudizi eccessivamente favorevoli, con effetti distortivi sull'informazione messa a disposizione del mercato¹⁰⁸. In un'ottica risarcitoria, un'evidente violazione degli obblighi organizzativi o di trasparenza previsti in materia di conflitti di interesse costituisce indubbiamente un chiaro sintomo di carenza di professionalità in capo all'agenzia. Tale evidenza, tuttavia, non esime anche in questo caso l'attore dal corroborarla con indizi sia sull'inesattezza del *rating*, che sulla conseguente portata lesiva dello stesso. Infatti, un *rating* emesso in palese conflitto di interessi è di per sé meritevole di sanzioni amministrative da parte dell'autorità di vigilanza, ma non risulta rilevante sul piano risarcitorio, qualora appaia nondimeno compatibile con il profilo di rischio dell'entità valutata.

Tutte le intrinseche criticità probatorie fin qui evidenziate corroborano ulteriormente l'incompatibilità della condotta dell'agenzia con la responsabilità per mera colpa lieve, deponendo definitivamente a favore della limitazione di tale regime alla sola colpa grave, in linea con l'art. 35-*bis* del reg. (CE) n. 1060/2009.

Un ulteriore profilo controverso attiene all'esistenza di un obbligo, in capo all'agenzia, di verificare le informazioni ricevute da terzi – in particolare dall'emittente – ogniqualevolta tali informazioni siano rilevanti ai fini del giudizio. Le agenzie, nei propri documenti metodologici e nei *report* allegati ai singoli *rating*, dichiarano espressamente di utilizzare fonti ritenute affidabili, ma precisano anche di non sottoporre le medesime ad alcun audit né attività di *due diligence*, non as-

¹⁰⁷ Cfr. Reg. (CE) 1060/2009, artt. 6, 6-*bis*, 6-*ter*, nonché l'art. 7 in materia di analisti di *rating* e dipendenti dell'agenzia; v. anche, per l'ordinamento statunitense, il dettato della *Rule 17g-5*, emanata dalla *Securities and Exchange Commission*.

¹⁰⁸ Cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 131, secondo cui «[l']indipendenza è divenuta, quindi, oggetto di un vero e proprio dovere in capo alle agenzie, nonché un obiettivo primario della regolazione di settore, al quale è sicuramente strumentale anche il complementare dovere, esaminato subito appresso, di predisporre e mantenere assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili adeguati».

sumendo quindi responsabilità in merito alla veridicità e all'attendibilità dei dati acquisiti¹⁰⁹.

Tale presa di posizione diverge ad esempio dall'attività di revisione legale, che per espressa previsione normativa mira ad accertare che i documenti contabili divulgati periodicamente dalla società revisionata siano idonei a rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria, nonché il risultato economico della gestione¹¹⁰. Tale funzione di verifica dell'informazione è ribadita dal legislatore stesso, mediante l'attribuzione alle società di revisione di un complesso di specifici poteri atti ad agevolare l'espletamento della funzione di accertamento assegnata¹¹¹.

¹⁰⁹ Cfr. ad es. un documento centrale come *General Criteria: Methodology For Linking Long-Term And Short-Term Ratings*, edito da *Standards and Poor's* il 7 aprile 2017 e disponibile presso il sito *web* dell'agenzia, i cui disclaimer di accompagnamento specificano puntualmente che «[w]hile S&P has obtained information from sources it believes to be reliable, S&P does not perform an audit and undertakes no duty of due diligence or independent verification of any information it receives». Un'analoga formulazione si rinviene quindi anche con riferimento a Moody's, che nell'importante documento *Rating Symbols and Definitions*, edito nel dicembre 2019, 38 specifica che «Moody's adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources Moody's considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, Moody's is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing the Moody's publications».

¹¹⁰ Nel nostro ordinamento ad es. il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 specifica che all'art. 14 che i compiti assegnati alle società incaricate della revisione legale dei conti includono: «verifica[re] nel corso dell'esercizio la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili» (primo comma, lett. b); la società deve quindi includere nella sua relazione «un giudizio sul bilancio che indica chiaramente se questo è conforme alle norme che ne disciplinano la redazione e se rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico dell'esercizio» (secondo comma, lett. c). Tali doveri hanno quindi un riflesso diretto sulla responsabilità della società di revisione, in quanto l'art. 15, primo comma della medesima legge statuisce che «[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 ai loro doveri». Analogamente, negli Stati Uniti, l'*Accounting Standard AS 1001*, al par. 01 specifica che «[t]he objective of the ordinary audit of financial statements by the independent auditor is the expression of an opinion on the fairness with which they present, in all material respects, financial position, results of operations, and its cash flows in conformity with generally accepted accounting principles» e puntualizza ulteriormente al paragrafo .02 che «[t]he auditor has a responsibility to plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the financial statements are free of material misstatement, whether caused by error or fraud».

¹¹¹ Cfr. d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, art. 14, sesto comma ove si specifica che «[i] soggetti incaricati della revisione legale hanno diritto ad ottenere dagli amministratori documenti e notizie utili all'attività di revisione legale e possono procedere ad accertamenti, controlli ed esame di atti e documentazione. [...] essi ricevono i documenti di revisione dai soggetti incaricati della revisione delle società controllate e possono chiedere ai suddetti soggetti o agli amministratori delle società controllate ulteriori documenti e notizie utili alla revisione, nonché procedere direttamente ad accertamenti, controlli ed esame di atti e documentazione e controlli presso le medesime società».

Una simile funzione ed analoghi poteri non sono rinvenibili tra le attribuzioni accordate alle agenzie di *rating* dalle normative vigenti¹¹², di conseguenza non sembra possibile gravare le stesse di alcun dovere di controllo preventivo sulla qualità e la corrispondenza al vero delle fonti informative utilizzate per compiere il procedimento di valutazione del merito di credito. Al contrario, si è evidenziato come il legislatore sia attivamente impegnato a sottrarre al giudizio delle agenzie qualsiasi ruolo normativo residuo, cercando di equiparare il *rating* alla generalità degli indicatori finanziari che i soggetti regolati possono liberamente scegliere se seguire o ignorare. Del resto, la funzione economica di intermediario informativo delle agenzie di *rating* mal si concilia col ruolo di verificatore dei dati divulgati da terzi, ma trae il suo valore aggiunto proprio dalla rielaborazione di molteplici fonti informative e dall'estrazione dalle medesime di un giudizio, capace di metterle in relazione e sintetizzarne il significato in una forma facilmente comprensibile. Pertanto, eventuali carenze imputabili ai controlli preventivi operati dall'agenzia possono assumere rilevanza sotto il profilo della diligenza solo quando la falsità delle informazioni ricevute sia talmente grave e manifesta da qualificare la sua mancata individuazione come una violazione degli stessi standard metodologici imposti dalla normativa, capace di compromettere in modo sostanziale l'attendibilità del *rating* emesso¹¹³.

Proprio in ragione di queste molteplici criticità probatorie, la disciplina unionale obbliga l'investitore a dimostrare di non aver riposto nel *rating* dell'agenzia un affidamento irragionevole, che implichi una forma di adesione acritica¹¹⁴. Questa valutazione sulla ragionevolezza dell'affidamento in capo all'investitore,

¹¹² Cfr. A. MIGLIONICO, *The Governance of Credit Rating Agencies: Regulatory Regimes and Liability Issues*, Cheltenham, Edward Elgar, 2019, 206 ove si evidenzia che «[u]nlike auditors, CRAs do not conduct factual verification with respect to the information provided to the market. CRAs are paid for the initial ratings, but not for surveillance and further upgrades or, more importantly, downgrades».

¹¹³ Ricorrerebbe un caso del genere qualora ad es. le informazioni utilizzate fossero reperite da fonti talmente poco attendibili e risultassero a prima vista così incongrue da importare una violazione dell'art. 8, paragrafo 2, Reg. (CE) 1060/09, nella parte in cui pone in capo all'agenzia i doveri di «adotta[re], applica[re] e garanti[re] il rispetto delle misure adeguate a garantire che i rating del credito e le prospettive di rating [...] siano basati su un'analisi accurata di tutte le informazioni di cui [l'agenzia] dispone e che siano rilevanti per l'analisi da essa condotta», nonché di «adotta[re] tutte le misure necessarie affinché le informazioni che usa ai fini dell'assegnazione dei rating o delle prospettive di rating siano di qualità sufficiente e provengano da fonti affidabili». In merito cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 168 s., ove si specifica che tale verifica deve consistere in «un apprezzamento prima facie circa l'esistenza o non di inefficienze o carenze organizzative tali da far ritenere inattendibile l'informazione proveniente dall'emittente, che è coerente con l'assenza di poteri istruttori in capo alle società di rating» e si conclude che «l'agenzia di rating dovrà svolgere un'indagine maggiormente approfondita solamente in presenza di circostanze che, ictu oculi, ragionevolmente condurrebbero un operatore professionale a dubitare dell'esattezza e correttezza delle informazioni in questione». Un approccio non troppo dissimile è quello adottato in USA in base alla sezione 15E del *Securities Exchange Act* del 1934, così come emendata dal Dodd-Frank Act.

¹¹⁴ Reg. (CE) 1060/2009, art. 35-*bis*, paragrafo 1, il cui disposto è richiamato alla nt. 28.

sebbene formalmente richiamata con riferimento alle azioni promosse in base alla normativa unionale, trae origine da un obbligo generale posto dall'art. 5-bis del reg. (CE) n. 1060/2009, pertanto appare fondato applicarla anche alle controversie decise in base al diritto nazionale, in quanto tale prescrizione normativa è preordinata ad orientare il comportamento stesso degli investitori e quindi ad incidere sull'elemento soggettivo dell'agenzia.

5.3. *Il nesso di causalità nella responsabilità verso gli investitori*

Esaminate le articolate questioni relative alla diligenza, occorre ora soffermarsi su un ulteriore profilo critico che grava sull'investitore, ossia la prova del nesso causale tra il *rating* emesso dall'agenzia e la decisione di investimento assunta.

La dimostrazione del nesso interno alla diligenza, ossia della connessione tra le violazioni degli obblighi di professionalità e il contenuto del giudizio espresso, presenta caratteristiche analoghe a quelle già esaminate a proposito della responsabilità verso l'emittente. Differente, per contro, è la struttura del nesso causale in senso proprio, che richiede di verificare se il giudizio inesatto costituisca la causa determinante e sufficiente dell'acquisto dello strumento finanziario da parte dell'investitore. In altri termini, è necessario provare che l'affidamento riposto nel *rating* costituisca il principale elemento propulsivo della decisione di investimento, dimostrando che, in assenza di tale giudizio, l'investitore avrebbe compiuto scelte differenti¹¹⁵.

A sostegno delle posizioni dell'attore si potrebbe ricordare che nell'ordinamento italiano sono rinvenibili svariate norme, dichiaratamente poste a tutela degli investitori, che impongono la divulgazione di informazioni finanziarie corrette, affidabili e aderenti al vero¹¹⁶. A ciò si può inoltre aggiungere che la giurisprudenza più risalente ha in numerose pronunce descritto il *rating* come uno strumento informativo necessario alla valutazione del rischio degli strumenti finanziari venduti dagli intermediari¹¹⁷.

¹¹⁵ Cfr. Trib. Roma, sez. III, 27 marzo 2015, n. 6827, ove si puntualizza che «è parimenti onere dell'investitore provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario poi risultato negativo».

¹¹⁶ Concorde G. FACCI, *Il rating e la circolazione del prodotto finanziario: profili di responsabilità*, (nt. 19), 4.

¹¹⁷ Cfr., tra le molte pronunce, Trib. Milano, sez. VI, 5 novembre 2007, n. 11931; Trib. Salerno, sez. I, 27 marzo 2007; Trib. San Remo, 2 ottobre 2006; Trib. Ferrara, 15 maggio 2006, n. 603; Trib. Catania, 5 maggio 2006; Trib. Cagliari, 11 gennaio 2006; Trib. Cagliari 2 gennaio 2006, n. 43; Trib. Pinerolo 14 ottobre 2005 dove il giudice afferma espressamente che «il *rating* costituisce sicuramente un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata comunicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi».

Tuttavia, occorre rilevare che il contesto informativo odierno offre all'investitore *retail* un'ampia varietà di fonti informative. Gli operatori sofisticati, peraltro, raramente fondano le proprie decisioni esclusivamente sul *rating*, se non nei limitati casi in cui ciò sia imposto dalla disciplina vigente. Di conseguenza, l'argomentazione secondo cui il giudizio dell'agenzia eserciterebbe un'influenza decisiva sulla scelta dell'investitore risulta già indebolita in astratto dalla disponibilità di informazioni alternative: si pensi alle raccomandazioni degli intermediari, alle analisi di mercato, nonché agli indicatori messi gratuitamente a disposizione da siti *web* specializzati o dalla stampa finanziaria, spesso più facilmente accessibili dei *rating* e talora dotati di altrettanta autorevolezza¹¹⁸. In tale contesto, una condotta dell'investitore che denoti un affidamento esclusivo al *rating*, trascurando la consultazione di fonti ulteriori, potrebbe determinare quantomeno un concorso colposo del creditore *ex art.* 1227 c.c., con conseguente esclusione o riduzione del risarcimento qualora il danno sia ascrivibile all'omessa diligenza dell'investitore stesso: si pensi al caso in cui informazioni alternative accessibili, ma trascurate, avrebbero potuto ragionevolmente dissuaderlo dal compimento dell'operazione¹¹⁹.

Sul piano formale, inoltre, la rilevanza di ciascuna fonte informativa può essere desunta dal rango normativo ad essa attribuito dal regolatore. Sotto tale profilo, va ancora una volta ribadito che l'evoluzione del diritto unionale ha significativamente ridimensionato il ruolo regolamentare attribuito al *credit rating*, vietandone l'utilizzo esclusivo o l'eccessivo affidamento da parte degli operatori di mercato ed imponendone l'espunzione obbligatoria da qualsiasi normativa di set-

¹¹⁸ In merito, cfr. C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 237, ove si puntualizza che «[p]otrebbe, ad esempio, risultare decisiva nel processo decisionale del singolo la valutazione di altri fattori relativi all'investimento, quali la reputazione dell'emittente, la possibilità di disinvestire facilmente, ovvero la convinzione che il prezzo di negoziazione, per le ridotte caratteristiche di efficienza del mercato o per il sospetto dell'esistenza di una bolla speculativa o per qualsivoglia altro motivo, non sia un perfetto indicatore del valore dell'investimento, con l'intenzione di trarre un ritorno economico proprio da tale disallineamento. E questo anche qualora il rating fosse noto all'investitore».

¹¹⁹ Concorde C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 267, ove sottolinea che «[l]a ratio sottostante all'art. 1227, secondo comma, c.c. pare, infatti, sostanzialmente analoga a quella della previsione, contenuta nell'art. 35-bis, par. 1, secondo la quale il diritto al risarcimento del danno in capo all'investitore è comunque subordinato alla prova della ragionevolezza dell'affidamento [...] l'art. 1227, secondo comma, c.c. impedisce che il creditore/danneggiato possa essere risarcito anche per quella parte di danno che, adottando una condotta diligente, egli avrebbe potuto scampare». In merito cfr. anche Trib. Roma, sez. III, 27 marzo 2015, n. 6827, secondo cui occorre «distinguere la posizione dell'investitore professionale rispetto a quella dell'investitore inesperto, potendosi attendere soltanto dal primo, in presenza di un progressivo deterioramento del rating, un comportamento di pronto disinvestimento del titolo al fine di limitare le conseguenze dannose derivanti dall'illecito, a mente dell'art. 1227, secondo comma, c.c., comportamento, al contrario, in generale non esigibile dalla seconda tipologia di investitori».

tore¹²⁰. A seguito della riforma introdotta dagli artt. 5-*bis* ss. del reg. (CE) n. 1060/2009, i casi in cui l'affidamento al *rating* risulta ancora legittimo, in quanto sostenuto da una funzione normativa residua, sono divenuti sporadici e limitati essenzialmente al comparto dei prodotti strutturati ad alto rischio. In particolare, i residui casi di *regulatory license* che sopravvivono tuttora nel nostro ordinamento concernono i prodotti derivanti da operazioni di cartolarizzazione, rispetto ai quali la l. 30 aprile 1999, n. 130 prevede tuttora all'art. 2, quarto comma che «[n]el caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi»¹²¹. Per quanto invece concerne le norme di rango meramente regolamentare, fa eco alla legge testé citata il Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., che all'art. 2.2.32 prevede tuttora, tra i requisiti previsti per la quotazione delle *asset backed securities*, il possesso in via continuativa di un determinato *rating*, emesso da almeno un'agenzia. I titoli in questione possono essere negoziati in assenza di tale giudizio soltanto qualora siano garantiti da uno Stato, da un ente o da un'agenzia governativa, i quali, tuttavia, siano a loro volta in possesso di un determinato *rating*¹²². Al di fuori di tali ipotesi, essendo stato formalmente eliminato il ruolo uf-

¹²⁰ In ambito europeo, gli artt. 5 *ter* e 5 *quater*, Reg. (CE) 1060/09 che impongono alle autorità di vigilanza e alle stesse istituzioni legislative dell'Unione europea di "bonificare" le norme di rango legislativo nonché quelle regolamentari da qualsiasi ipotesi di affidamento esclusivo o meccanico al *credit rating*; per quanto concerne la normativa americana, in primo luogo, la *Section 939* del *Dodd-Frank Act* – significativamente intitolata «*Removal of statutory references to credit ratings*» – sancisce la rimozione generalizzata di ogni riferimento ai *credit rating* da importanti fonti normative federali, tra cui il *Federal Deposit Insurance Act* e l'*Investment Company Act*. In entrambi i casi, le disposizioni legislative che facevano riferimento al possesso di un *rating* di tipo *investment grade* o non *investment grade* sono state sostituite da richiami a più generici "standards of creditworthiness", i cui contenuti devono essere determinati caso per caso dalle competenti autorità regolatorie, quali il *Comptroller of the Currency* o la *Securities and Exchange Commission* (SEC). Inoltre, la *Section 939A* dello stesso *Dodd-Frank Act* affida a tutte le autorità federali un mandato di revisione normativa, imponendo loro di eliminare ogni richiamo ai *credit rating* contenuto nei rispettivi regolamenti e di sostituirlo con criteri alternativi di valutazione della solvibilità, ritenuti adeguati rispetto ai singoli ambiti di competenza istituzionale. In merito, cfr. F. DE PASCALIS, *Credit Ratings and Market Over-reliance: An International Legal Analysis*, Leida, Brill, 2017, 77 ss.

¹²¹ C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 113, ove si osserva che «[n]el caso di offerta a investitori non professionali di titoli ottenuti mediante un'operazione di cartolarizzazione è, dunque, il legislatore italiano a richiedere l'intervento delle agenzie di *rating*, attribuendo a queste ultime un importante ruolo di «controllo» all'ingresso del mercato. La «certificazione» dell'agenzia – alla quale però non è strettamente richiesto di attestare il raggiungimento di un particolare grado di merito creditizio, ma semplicemente di procedere al rilascio della valutazione – è, infatti, in ogni caso necessaria ai fini dell'accesso a un particolare segmento del mercato».

¹²² Cfr. Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., art. 2.2.32, primo comma, lett. c), in base al quale ai fini dell'ammissione alla quotazione le tranche di ABS devono «essere oggetto di valutazione, in via continuativa, da parte di almeno una delle agenzie di *rating* indipen-

ficiale delle agenzie come *gate-opener* del mercato, la dimostrazione di un legame causale diretto tra il giudizio inesatto e il danno subito dall'investitore appare sempre più difficilmente sostenibile, disperdendosi nell'ampio ventaglio di informazioni a disposizione dell'investitore e nella pluralità di fattori che, concretamente, possono fondare la sua decisione.

6. La responsabilità contrattuale nei confronti degli investitori

In alcune ipotesi residuali sopravvive ancora il modello c.d. *investor pay*, in base al quale l'investitore, generalmente istituzionale, conclude un contratto a pagamento con l'agenzia di *rating* per ottenere giudizi personalizzati, coerenti con la propria strategia di investimento¹²³. In tali circostanze, la responsabilità derivante da un *rating* inesatto può essere agevolmente ricondotta al paradigma dell'art. 1218 c.c., letto in chiave soggettivista. Trova applicazione, altresì, quanto già osservato in merito alla limitazione della responsabilità *ex art.* 2236 c.c., che circoscrive l'elemento soggettivo alle sole ipotesi di dolo o colpa grave.

Analogamente a quanto avviene in ambito extracontrattuale, il danno risarcibile può consistere negli interessi non percepiti e nelle quote di capitale non rimborsate a seguito del *default* del titolo valutato erroneamente. Altrettanto evidente è il danno emergente subito dall'investitore istituzionale per ripristinare conformità del proprio portafoglio ai requisiti prudenziali di cui è gravato, i quali collegano condizioni patrimoniali più onerose alla detenzione di strumenti ad alto rischio. In questo raro e specifico caso, appare perfino verosimile che tali investitori, in caso di obbligo regolamentare di dismissione dei titoli declassati, possano legittimamente avanzare pretese risarcitorie per lucro cessante connesso alla vendita anticipata dei titoli di debito e alla conseguente mancata percezione dei rendimenti attesi.

In materia di elemento soggettivo e negligenza gli investitori si trovano nella medesima condizione esaminata in sede aquiliana e quindi dovranno analogamente cercare di provare la negligenza dell'agenzia evidenziando violazioni di obblighi di professionalità, trasparenza, adeguatezza organizzativa e indipendenza commesse dalla medesima.

In ragione della natura personalizzata dei giudizi emessi e della finalità dei

denti indicate nelle Istruzioni. I rating richiesti dall'emittente e resi pubblici devono essere almeno pari al rating minimo indicato nelle Istruzioni. Borsa Italiana può ammettere alla quotazione tranche prive di rating nel caso in cui il rimborso delle stesse sia garantito da uno Stato, da un ente o un'agenzia governativa tale per cui il rating implicito sia almeno pari a quello minimo indicato nelle Istruzioni».

¹²³ Ad oggi la più famosa agenzia di *rating* che opera secondo questo modello è rappresentata da Egan-Jones Ratings Company, fondata nel 1995, la quale costituisce un caso di *Nationally recognized statistical rating organization*, riconosciuta dalla *Security and Exchange Commission*, che trae i propri proventi totalmente dagli investitori.

medesimi, esplicitamente tesa ad orientare le scelte di investimento del cliente, appare più agevole la prova del nesso di causalità tra *rating* e danno patito. In tale contesto, la valutazione operata dall'agenzia esercita un'azione persuasiva dirimente, poiché nella sostanza si avvicina ad una consulenza di investimento *ad personam*, cui si accompagna un affidamento contrattualmente rilevante da cui deriva un nesso causale diretto ed indipendente dalle altre fonti informative.

Tale legame appare ulteriormente rafforzato qualora il giudizio sia stato commissionato dall'investitore col fine conclamato di servirsene come parametro per una clausola *rating trigger* inserita in un contratto di finanziamento con l'emittente. In questa eventualità, sul piano probatorio il pregiudizio derivante dal *default* dell'emittente può essere facilmente collegato con la condotta dell'agenzia che, in maniera negligente, non abbia tempestivamente declassato il *rating* di quest'ultimo, facendo scattare le cautele e i rimedi preventivi previsti dalla clausola *trigger*.

Tale ricostruzione del nesso causale non appare del resto inficiata dal divieto, posto in capo agli investitori istituzionali, di fondare esclusivamente sulle valutazioni di *rating* le proprie decisioni di investimento. In proposito, lo stesso regolamento (CE) n. 1060/2009, all'art. 2, delimita espressamente il proprio ambito di applicazione ai *rating* emessi da agenzie registrate nell'Unione, purché comunicati al pubblico o distribuiti previa sottoscrizione di un abbonamento. Restano invece esclusi, in modo esplicito, dal perimetro applicativo i c.d. "*rating privati*", ossia quei giudizi elaborati su richiesta individuale e forniti esclusivamente al soggetto committente, non destinati alla diffusione pubblica né alla distribuzione commerciale¹²⁴. Proprio in questa categoria rientrano i *rating* "sartoriali", commissionati dagli investitori istituzionali in funzione della composizione del proprio portafoglio, ai quali, pertanto, il divieto di affidamento esclusivo risulta inapplicabile.

Particolarmente controversa è la tesi secondo cui potrebbe configurarsi un rapporto contrattuale anche tra l'agenzia di *rating* e il semplice utente, *quisque de populo*, che, per accedere ai giudizi pubblicati sul sito web dell'agenzia stessa, abbia accettato le clausole standard ivi predisposte. Secondo tale impostazione, la mera accettazione delle condizioni d'uso *online* determinerebbe la nascita di un vincolo contrattuale atipico, suscettibile di incidere sulle scelte di investimento dell'utente, e assimilabile, nei suoi effetti, a una forma di consulenza gratuita in materia finanziaria, con obbligazioni unilaterali a carico dell'agenzia¹²⁵.

¹²⁴ Cfr. Reg. (CE) 1060/2009, art. 2, par. 1 che statuisce che «[i]l presente regolamento si applica ai rating emessi dalle agenzie di rating del credito registrate nella Unione e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento» e che aggiunge al par. 2 che «[i]l presente regolamento non si applica: a) ai rating privati prodotti in seguito a un singolo ordine e forniti esclusivamente alla persona che li ha commissionati e non destinati alla divulgazione al pubblico o alla distribuzione previo abbonamento».

¹²⁵ Cfr. diffusamente F. LUKACS, *La responsabilità delle società di rating nei confronti dei sog-*

Tuttavia, una simile ricostruzione incontra numerosi ostacoli. In primo luogo, sul piano pratico, la sottoscrizione preliminare delle clausole di accesso al sito costituisce un requisito del tutto eventuale, rimesso alla piena discrezionalità dell'agenzia, che può liberamente rimuoverlo. Tale accettazione, in secondo luogo, risponde precipuamente a finalità di tutela della proprietà intellettuale dell'agenzia stessa, nonché ad esigenze di identificazione dell'utente, per prevenire usi impropri dei contenuti del sito *web*. Inoltre, il vincolo contrattuale atipico ipotizzato si presterebbe a derive paradossalmente opportunistiche, legittimando un utente a sottoscrivere le suddette clausole d'accesso al solo fine di invocare la responsabilità dell'agenzia qualora l'investimento, già pianificato autonomamente, non offra il rendimento auspicato¹²⁶.

Infine, va preso in considerazione un profilo di per sé dirimente, ossia che le informazioni divulgate mediante il sito *web* sono spesso messe a disposizione dell'utente in esecuzione di un contratto intercorrente a monte con l'emittente valutato, il quale prevede la pubblicazione del giudizio emesso. Qualora, invece, il *rating* non sia stato commissionato, la divulgazione del medesimo è frutto di una libera decisione dell'agenzia, revocabile in qualsiasi momento. In entrambe le ipotesi non emerge alcuna volontà dell'agenzia – nemmeno implicita o indirettamente desumibile – integrante un impegno formale a fornire uno specifico supporto informativo agli investitori, i quali al contrario sono talora tenuti a sottoscrivere specifici *disclaimer* che sottolineano la non equiparabilità dei giudizi ad alcuna forma di raccomandazione ad investire. Pertanto, alla luce di tali elementi, non appare giuridicamente fondata la configurabilità di un rapporto contrattuale atipico tra agenzia e utente/investitore nelle modalità sopra descritte¹²⁷.

*getti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi, in Le Agenzie di Rating, (nt. 15), 224 ss., ove si osserva che «sembra potersi configurare, in tali casi, un'ipotesi di contratto unilaterale, ossia di contratto con obbligazioni a carico di una parte sola: la società di rating pone gratuitamente a disposizione dei soli soggetti che accettano il contenuto di tali accordi i prodotti e le informazioni di cui sopra, dichiarando di aver ottenuto tutte le informazioni che pubblica sul sito da fonti che considera precise e attendibili»; cfr. anche E. DEPETRIS, (nt. 19), 228 ss. Sulla possibilità che la sottoscrizione delle clausole d'accesso al sito dell'agenzia possano costituire fonte di responsabilità da c.d. contatto sociale qualificato, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009*, (nt. 3), 348, nt. 213, il quale tuttavia conclude che «essendo i rating informazioni pubbliche disponibili, e come tale suscettibili di circolazione non appena comunicate per la prima volta al pubblico indistinto dei risparmiatori, potrà darsi il caso che l'investitore venga a conoscenza in altra maniera diversa dall'accesso diretto, previa registrazione, presso il sito internet dell'agenzia», cfr. anche A. TROISI, *Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli orientamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società*, (nt. 3), 209 ss.*

¹²⁶ In merito cfr. P. SANNA, *La responsabilità civile*, (nt. 19), 122, ove si contesta nettamente tale ricostruzione, descrivendola come una variazione del titolo di responsabilità del professionista quasi *à la carte*.

¹²⁷ Cfr. in merito C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele del mercato*, (nt. 19), 37; F. GRECO, *La responsabilità «extracontrattuale» dell'agenzia di rating*, (nt. 93), 1461 s.

7. La responsabilità da contatto sociale qualificato

Alla luce dei limiti che interessano il regime di responsabilità aquiliana sopra esaminato, è opportuno rivolgere l'attenzione anche a paradigmi di responsabilità alternativi, quale è la ricostruzione, proposta da certa dottrina¹²⁸, che riconduce la posizione dell'agenzia nei confronti dell'investitore a quella diversa fattispecie di responsabilità, emergente da consolidata analisi dottrinale e prassi giurisprudenziale, detta responsabilità da contatto sociale qualificato. Tale forma di responsabilità – che si configura come una categoria intermedia, collocata tra responsabilità contrattuale e aquiliana – consente l'applicazione del regime più favorevole previsto dall'art. 1218 c.c. anche in assenza di un formale vincolo contrattuale¹²⁹, nei casi in cui un soggetto professionale sia comunque gravato da specifici obblighi di protezione nei confronti del danneggiato, derivanti dagli interessi di rango costituzionale che l'attività professionale prestata è preposta a tutelare¹³⁰. Per questo motivo, tale modello di responsabilità è frequentemente associato alle categorie professionali chiuse e regolate da specifiche norme di legge, che, in determinate situazioni, impongono un preciso comportamento nei confronti di un destinatario identificato¹³¹.

Secondo questa ricostruzione, l'agenzia di *rating*, in quanto soggetto autorizzato a svolgere un'attività riservata e regolata dal legislatore europeo, esercita una funzione di rilievo pubblicistico e sarebbe dunque tenuta, nei confronti degli investitori, al rispetto di standard di diligenza professionale, pur in mancanza di un contratto *ad hoc*. Pertanto, in caso di *rating* inesatti e lesivi, l'investitore potrebbe invocare il paradigma del contatto sociale qualificato, fondando la propria posizione sull'affidamento ragionevole che l'ordinamento giuridico ripone nella funzione informativa attribuita alle agenzie¹³².

¹²⁸ In particolare, cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, (nt. 19), 195 ss.; M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, (nt. 19), 638 ss.; C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, (nt. 19), 822; A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, (nt. 3), 344 ss., E. DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, (nt. 19), 313 ss.

¹²⁹ Per una panoramica generale sul tema del contatto sociale qualificato, cfr. *ex multis* C. CASTRONOVO, *La nuova responsabilità civile*, Milano, Giuffrè, 2006, 443 ss.; F. GALGANO, *I fatti illeciti*, Padova, Cedam, 2008, 251 ss.; G. VISINTINI, *Trattato breve della responsabilità civile*, Padova, Cedam, 2005, 284 ss.; S. FAILLACE, *La responsabilità da contatto sociale*, Padova, Cedam, 2004; A. THIENE, *Nuovi percorsi della responsabilità civile*, Padova, Cedam, 2006.

¹³⁰ Cfr. F. GALGANO, *Le antiche e le nuove frontiere del danno risarcibile*, in *Contr. impr.*, 2008, 93 ss.

¹³¹ Notorio è, ad esempio, il caso del medico, la cui attività è riservata e regolata per legge e che è tenuto ad un dovere di precisa protezione e diligenza nei confronti di un soggetto, il paziente, che si sottopone alle sue cure, anche in mancanza di uno specifico vincolo contrattuale.

¹³² Cfr. M. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmia-*

A ben vedere, tale rilievo può apparire solo parzialmente fondato nella parte in cui identifica l'attività delle agenzie come una professione riconosciuta dal legislatore: si tratta innegabilmente, alla luce della normativa europea direttamente applicabile in Italia, di un'attività ad accesso regolamentato e regolata secondo una precisa disciplina¹³³. Tuttavia, come già dimostrato *supra*, la stessa normativa prevede disposizioni volte a contenere radicalmente la rilevanza delle agenzie di *rating* e dei servizi dalle stesse prestati nell'ambito del mercato finanziario, cosicché risulterebbe un controsenso attribuire loro qualsivoglia dovere pubblicistico, costituzionalmente orientato, di protezione dell'investitore, quando il legislatore stesso ammonisce quest'ultimo di non prestare eccessiva attenzione al *credit rating*.

Inoltre, ciò che osta definitivamente all'applicazione del contatto sociale all'attività di *rating* si rinviene nelle caratteristiche degli investitori, ossia degli utenti del *rating*. A differenza della prestazione di un medico, che è erogata a favore di precisi destinatari concretamente identificati, un *rating* divulgato presso il mercato è potenzialmente fruibile da una collettività globale e indistinta di investitori, senza che sia possibile *ex ante* una loro specifica identificazione. Essendo quindi i destinatari del *rating* una categoria a priori indeterminabile, l'applicazione agli stessi dell'istituto in esame consentirebbe a chiunque abbia acquistato uno strumento finanziario valutato di vantare l'instaurazione di un contatto sociale con l'agenzia e avanzare nei suoi confronti le conseguenti pretese¹³⁴. Le caratteristiche di questa pluralità indistinta di destinatari, a differenza dei pazienti del medico o dei clienti di altre categorie professionali, non sono assolutamente conoscibili a priori dall'agenzia, la quale rimane completamente all'oscuro delle esigenze di investimento e del livello di rischio sopportabile da ciascun singolo inve-

tori, in *Responsabilità Civile*, (nt. 19), 638 ss., ove si osserva che tale tipo di responsabilità «deriva, invece, dalla violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti un soggetto a causa del ruolo o dello status professionale rivestiti dal medesimo. [S]econdo l'impostazione tradizionale, mancherebbe qui il titolo costitutivo di una relazione giuridica [...] 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; 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».

¹³³ Lo stesso procedimento di riconoscimento delle agenzie, disciplinato agli artt. 14 ss. del Reg. (CE) 1060/2009, è funzionale a subordinare l'accesso a tale attività solo qualora ricorrano determinati requisiti volti ad appurare la professionalità del soggetto richiedente.

¹³⁴ In merito appare eloquente A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento (CE) n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, (nt. 3), 346, ove, negando l'estensione dello schema della responsabilità da contatto sociale al rapporto tra agenzia di *rating* e investitore, si sottolinea che «non pare ragionevole generalizzare fino al punto di ravvisare siffatta responsabilità anche fra soggetti che si ignorano fra loro, là dove manchi l'estremo, indispensabile, del contatto (anche solo figurato), generatore di un'aspettativa di protezione d'intensità pari a quella che trae fonte da un contratto, finendo con il convertire in responsabilità per inadempimento qualsiasi responsabilità per fatto illecito».

stutore. L'agenzia, quindi, non è per definizione in grado di prevedere l'incidenza e l'entità del danno che può cagionare, né di approntare eventuali cautele atte a contenerlo¹³⁵. Tali ragioni di incompatibilità sostanziale inducono a ritenere la responsabilità dell'agenzia non agevolmente ricostruibile secondo il paradigma del contatto sociale qualificato.

Conferma parziale di queste obiezioni sono rinvenibili in un *obiter dictum* dell'unica sentenza pronunciata sul tema¹³⁶, concernente un gruppo di sottoscrittori dei titoli emessi da *Lehman Brothers* che conviene in giudizio le tre principali agenzie di *rating*, in via autonoma e concorrente, invocando la responsabilità da contatto sociale qualificato, sulla base del fatto che «tale responsabilità deriva dall'affidamento che l'investitore ha ragionevolmente riposto nello status del soggetto emittente la valutazione». Il giudice adito si limita a rilevare che l'applicazione di tale paradigma di responsabilità vede divisi dottrina e giurisprudenza, tuttavia dichiara con sentenza il proprio difetto di giurisdizione, dal momento che l'incardinamento presso il giudice italiano richiede la presenza di un vincolo contrattuale, la cui esistenza nel caso in questione è negata, sulla base del fatto che «le agenzie di *rating* agiscono in un contesto "arelazionale" nell'ambito del quale non appare possibile individuare l'assunzione di un obbligo da una parte nei confronti di un'altra». Conseguentemente, «al fine di radicare, secondo i principi della Corte di giustizia, la giurisdizione di uno Stato» sarebbe necessario individuare «uno specifico rapporto [...] obbligatorio che lega [...] agenzie di *rating* ed utenti delle informazioni», rapporto che nel caso di specie è assente. Il giudice conclude quindi che «non è bastevole l'individuazione di una mera relazione tra un soggetto ed il pubblico senza che vi sia, da parte del primo nei confronti del secondo, l'assunzione di un vincolo obbligatorio». Pertanto, il provvedimento indirettamente riconosce che nel caso in esame è proprio la declinazione dell'azione nei confronti dell'agenzia secondo l'istituto del contatto sociale ad aver reso incompatibile la giurisdizione con la pretesa degli investitori¹³⁷.

Alla luce dei rilievi svolti, quindi, sia sul piano interpretativo che nella sua applicazione pratica, la responsabilità da contatto sociale qualificato non sembra fisiologicamente compatibile con la relazione non contrattuale che lega l'investitore e l'agenzia di *rating*. Altrimenti argomentando, il riconoscimento di un obbligo gene-

¹³⁵ A. SACCO GINEVRI, *op. ult. cit.*, (nt. 3), 348, ove si evidenzia che «non deve sottovalutarsi la circostanza che, nel caso qui in disamina, si registra una naturale indeterminabilità, *ex ante*, della cerchia di soggetti latamente interessati al puntuale adempimento degli obblighi di comportamento in capo alle agenzie di *rating* e, quindi, destinatari degli obblighi di protezione incombenti sulle agenzie, rendendosi peraltro imprevedibile l'esposizione a rischio a cui queste andrebbero incontro».

¹³⁶ Cfr. Trib. Roma, 7 febbraio 2014, in *Ilcaso.it*.

¹³⁷ Del resto, già qualche anno prima la Suprema corte si era pronunciata su un caso analogo, cfr. Cass. civ., SS. UU., 22 maggio 2012, n. 8076, la quale statuisce che, ai fini della giurisdizione, «il luogo in cui si è verificato il fatto illecito corrisponde con la sede legale dell'agenzia di *rating*».

ralizzato verso tutti i potenziali fruitori del *rating* rischierebbe di porre le agenzie in una condizione di esposizione risarcitoria tale da compromettere l'equilibrio economico del settore, in contrasto con il principio di proporzionalità delle tutele¹³⁸.

8. Possibili spunti per una responsabilità "solidale" o, meglio, congiunta

Nel vivace dibattito dottrinale sulla materia esaminata, è emersa anche un'ipotesi interpretativa che mira a inquadrare l'agenzia di *rating* entro uno schema di responsabilità solidale, condivisa con altri soggetti che hanno preso parte al collocamento dei titoli valutati sul mercato e che, pertanto, debbono ritenersi corresponsabili del danno cagionato all'investitore¹³⁹. Tale proposta delinea un modello di responsabilità parziaria diretta, ripartita secondo il grado della colpa, che riunirebbe gli amministratori, colpevoli di divulgare false informazioni; i sindaci, che non impiegano un sufficiente grado di diligenza nelle attività di vigilanza; la società di revisione, la quale non attesta correttamente il contenuto delle scritture contabili; nonché i soggetti responsabili del collocamento, tra i quali potrebbe figurare anche l'agenzia di *rating* che valuta i titoli collocati.

Un simile regime, fuori dall'ordinario assetto normativo, avrebbe la medesima *ratio* di quelle norme di diritto dei mercati finanziari, le quali modellano l'assetto aquiliano in base all'esigenza di tutelare la parte contraente debole, ad esempio l'art. 23, sesto comma, t.u.f.¹⁴⁰ in materia di contratti conclusi dall'intermediario, nonché l'art. 94, quinto comma, t.u.f. in materia di responsabilità da prospetto¹⁴¹.

¹³⁸ Si tratterebbe di un classico caso di *floodgate effect*, fenomeno esaminato fin da tempi risalenti dalla giurisprudenza americana, a partire dal famoso caso *Ultramares Corp. v. Touche*, risalente al 1932, ove il giudice Benjamin N. Cardozo ammonì contro il rischio che «a thoughtless slip or blunder [...] may expose accountants to a liability in an indeterminate amount for an indeterminate time to an indeterminate class», puntualizzando che «[t]he hazards of a business conducted on these terms are so extreme as to enkindle doubt whether a flaw may not exist in the implication of a duty that exposes to these consequences». In merito, cfr. l'interessante disamina operata a proposito degli *auditor* in P. GIUDICI, *Auditors Multi-Layered Liability Regime*, in 13 *EBOR*, 2012, 501.

¹³⁹ Cfr. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 396 s., ripresa e sviluppata quindi in ID., *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 517.

¹⁴⁰ Cfr. art. 23, sesto comma, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, il quale statuisce che «nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

¹⁴¹ Cfr. art. 94, quinto comma, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, in base al quale «l'emittente o l'offerente, a seconda dei casi, nonché l'eventuale garante e le persone responsabili di talune parti delle informazioni contenute nel prospetto rispondono, queste ultime limitatamente a tali parti, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto e in un suo eventuale supplemento, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso».

Soprattutto quest'ultima norma funge da modello ispiratore, poiché disciplina una forma di responsabilità solidale che lega l'emittente, l'offerente, l'eventuale garante e soprattutto – ciò che più conta ai fini dell'estensione dello schema alle agenzie di *rating* – le «persone responsabili di talune parti delle informazioni contenute nel prospetto». Queste ultime sono responsabili limitatamente a tali parti della veridicità del contenuto del prospetto e quindi rispondono proporzionalmente del danno patito dall'investitore che ha fatto affidamento su di esso. Ognuno dei soggetti menzionati è, quindi, responsabile limitatamente al contributo individualmente offerto al documento informativo finale, salvo che non provi di avere adottato «ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso».

Fare rientrare le agenzie di *rating* in questo concorso di condotte, che ad oggi si spinge fino a ricomprendere le attestazioni delle società di revisione, avrebbe il vantaggio di razionalizzare il contenzioso e di evitare duplicazioni di giudizi di regresso, garantendo al contempo un'equa ripartizione del carico risarcitorio¹⁴².

D'altro canto, un'interpretazione specificamente orientata dell'art. 2055 c.c., in materia di responsabilità solidale, mostra come l'attività di *rating* mal si concili col concorso ad un unico evento dannoso¹⁴³. Infatti, la condotta dell'agenzia si pone tendenzialmente su una serie causale autonoma rispetto a quella che lega i corresponsabili riuniti nella responsabilità da prospetto. Questi ultimi sono legati da una concatenazione di poteri di controllo, che mette in relazione diretta la diligenza di ciascuno di essi con quella del soggetto che sono tenuti a monitorare. Un analogo potere non è ravvisabile in capo alle agenzie, le quali si limitano ad una mera ricognizione dei dati informativi forniti dall'emittente e, partendo da questi, elaborano il proprio giudizio sul rischio di credito, non disponendo – a differenza dell'organo di controllo interno o della società di revisione – della minima facoltà di intervenire sulla qualità dell'informazione ricevuta, nemmeno nelle blande forme del potere di segnalazione¹⁴⁴. Pertanto, nel quadro degli ordinari rapporti intercorrenti tra

¹⁴² P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Le Agenzie di Rating*, (nt. 15), 396, ove si osserva che «la responsabilità parziaria diretta, riduce, in primis, i costi processuali – duplicati nel meccanismo del regresso –; riduce i rischi di deep pocket; consente, attraverso la prescrizione espressa del criterio residuale di valutazione equitativa della misura della responsabilità, di allocare razionalmente l'obbligazione risarcitoria, in modo più efficiente della regola della presunzione di uguaglianza delle colpe».

¹⁴³ Cfr. l'ampia trattazione della questione contenuta in C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 351 ss.

¹⁴⁴ C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 374, ove si osserva che «[l]e agenzie di rating non hanno, però, di regola, un dovere di controllo o di vigilanza in senso stretto nei confronti della società valutata, né hanno l'obbligo di intervenire al fine di evitare il danno provocato dall'illecito dell'emittente, a differenza, ad esempio, dei membri del collegio sindacale, in relazione ai danni derivanti dalla condotta degli amministratori che non si sarebbero verificati “se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi della loro carica”, ai sensi dell'art. 2407, secondo comma,

agenzia di *rating* ed emittenti, è difficilmente ravvisabile un rapporto tale da generare la connessione colposa richiesta tra le condotte dei medesimi.

Un'eccezione a questa regola di massima si può, tuttavia, ravvisare in due ipotesi peculiari, che esulano dalla consueta relazione contrattuale descritta. In primo luogo, è ben possibile che l'agenzia emetta un *rating* dolosamente gonfiato, nel quadro di un disegno collusivo con l'emittente per garantire a quest'ultimo dei tassi di interesse più bassi in sede di collocamento¹⁴⁵. In questo caso l'incapacità dell'agenzia di intervenire nella sfera dell'emittente sembra venir meno, partecipando quest'ultima attivamente, con la propria condotta dolosa, alla predisposizione del disegno fraudolento volto a trarre in errore l'investitore. In questa ipotesi, quindi, il normale complesso dei doveri e dei limiti che presiedono alla prestazione dei servizi di *rating* appare sovvertito e il legame instaurato a livello di elemento soggettivo pare sufficiente a determinare la responsabilità solidale dei partecipanti alla condotta lesiva.

Un secondo caso, in cui può configurarsi un concorso di responsabilità, concerne quegli ambiti dell'attività di *rating* in cui il legame di interdipendenza economica tra l'agenzia e il cliente diventa stringente al punto da rischiare di sconfinare nel conflitto di interessi. Rientra in tale casistica, ad esempio, il mercato dei prodotti strutturati, in cui il possesso di un *rating* assurge a condizione indispensabile per accedere alla quotazione del titolo. In tale contesto, vi è un più alto rischio che l'agenzia, oltre a svolgere il proprio ordinario lavoro di valutazione, si spinga (come avvenuto in un passato non troppo lontano, nonostante i divieti oggi previsti) a porre in essere condotte prossime al conflitto di interessi, offrendo una serie di servizi di consulenza accessori, volti a confezionare su misura i prodotti stessi successivamente sottoposti al suo giudizio, così da assicurare loro un più agevole collocamento sul mercato¹⁴⁶. In tali circostanze il ruolo delle agenzie appare ancora una volta snaturato, instaurandosi un vincolo di patologica interdipendenza tra il committente e l'agenzia, la quale perde la propria indipendenza di giudizio a favore del legame economico col singolo emittente, arrogandosi l'indebito potere di intervenire direttamente sul contenuto del prodotto negoziato¹⁴⁷. La presenza dimostrata

c.c.; ovvero degli stessi componenti dell'organo di gestione, atteso che essi sono comunque solidalmente responsabili con gli altri amministratori quando "essendo a conoscenza di fatti pregiudizievoli, non hanno fatto quanto potevano per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose»».

¹⁴⁵ C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 377, ove si sottolinea che «[l]a sussistenza di un vincolo di interdipendenza tra le condotte della società di rating e dell'emittente potrebbe essere, invece, ravvisata in più rare ipotesi di cooperazione o addirittura concertazione al fine di innalzare, mediante plurimi atti coordinati, il prezzo degli strumenti finanziari».

¹⁴⁶ Per una disamina su questa condotta delle agenzie di rating, molto diffusa nel mercato dei prodotti strutturati prima della crisi finanziaria di fine anni duemila, cfr. *ex multis*, J.C. COFFEE jr., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly*, (nt. 3), 237.

¹⁴⁷ C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti*, (nt. 19), 378 ss., ove si osserva che «[nei] casi in

di un legame reciproco così stretto appare certamente idoneo a riunire la condotta negligente di entrambi i partecipanti in un'unica concatenazione causale volta al collocamento dei prodotti strutturati, ponendo, così, le premesse di una responsabilità solidale in caso di lesioni derivanti dal titolo negoziato.

In queste ipotesi ben definite, chiaramente, spetterà poi all'interprete cimentarsi con la non semplice ripartizione del danno in base alla negligenza mostrata, rispetto alla quale valgono i rilievi effettuati in materia di quantificazione del danno da *rating* nel quadro della responsabilità aquiliana verso gli investitori, ai quali si rimanda.

9. In limine materiae: cenni su una possibile responsabilità da *rating ESG errato*

Esaminate le varie declinazioni della responsabilità da *credit rating errato*, appare utile uscire dai più ristretti confini della materia e volgere lo sguardo ad un tipo di giudizio che, sebbene concerna caratteristiche dell'emittente assolutamente diverse dal merito di credito, ha innegabilmente assunto un'importanza crescente nel contesto regolatorio globale ed eurounitario, ossia il *rating* di sostenibilità, comunemente appellato *rating ESG* (con riferimento al trinomio costituito dalle dimensioni di *environmental, social e governance*)¹⁴⁸. Gettare uno sguardo su questa diversa tipologia di giudizi, la cui emissione sembra peraltro tendenzialmente preclusa alle agenzie di *rating*¹⁴⁹, è utile ad appurare se, al variare del contenuto della valutazione, muti anche la responsabilità del soggetto di mercato che la predispone.

cui il *rating* rappresenti un fattore necessario per la negoziabilità dei titoli, per il loro accesso a un mercato o per la vendita a una particolare categoria di investitori, la solidarietà risarcitoria pare trovare ancora più agevole applicazione» e si puntualizza che «[n]el caso delle operazioni di cartolarizzazione dei crediti è, quindi, la stessa configurazione del nesso causale a rendere interdipendenti la condotta dell'agenzia e quella dell'emittente, posto che senza l'una o l'altra gli strumenti finanziari strutturati non potrebbero avere accesso al mercato».

¹⁴⁸ Il Reg. (UE) 2024/3005, all'art. 3, n. 1) definisce un *Rating ESG* come «un parere, o un punteggio o una combinazione di entrambi, in merito al profilo o alle caratteristiche di un elemento valutato riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance o in merito all'esposizione di un elemento valutato a rischi o all'impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance che si basa sia su una metodologia consolidata sia su un sistema di classificazione definito costituito da categorie di *rating*, indipendentemente dal fatto che tale *rating ESG* sia denominato "rating ESG", "parere ESG" o "punteggio ESG"».

¹⁴⁹ Reg. (UE) 2024/3005, art. 16, par. 1, lett. b) sancisce che i fornitori di *rating ESG* «non svolgono alcuna delle attività seguenti: [...] emissione e distribuzione di *rating del credito* ai sensi dell'articolo 3, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (CE) n. 1060/2009». Ne consegue che un'agenzia di *rating* che voglia offrire anche *rating ESG* debba quantomeno affidare tale attività in via esclusiva ad una società autonoma, sebbene non sia chiaro il livello di separazione accettabile che debba intercorrere tra questa e l'agenzia.

I *rating* ESG, in ragione di un'articolata normativa preordinata ad incentivare gli investimenti sostenibili¹⁵⁰, sono frequentemente utilizzati come parametro per orientare gli investitori nella selezione degli emittenti di cui sottoscrivere i titoli¹⁵¹. In tale contesto, un giudizio errato da parte dell'agenzia valutatrice, pur non incidendo direttamente sul rischio di insolvenza, è idoneo a penalizzare i soggetti ingiustamente ritenuti scarsamente sostenibili, ponendo in evidenza rilevanti profili di responsabilità civile. A differenza di quanto visto per il *credit rating*, la disciplina in materia di *rating* ESG, ossia il regolamento (UE) 2024/3005, non prevede alcun regime speciale di responsabilità¹⁵², quindi le azioni per danno da *ESG rating* possono essere unicamente ricostruite secondo il diritto interno.

In primo luogo, anche in questo caso può essere danneggiato sia l'emittente, che lamenta una certificazione ESG che ne ha erroneamente evidenziato la carenza di sostenibilità, che l'investitore, viceversa indotto sulla base di un *rating* ESG eccessivamente generoso ad investire in un titolo rivelatosi scarsamente sostenibile. Inoltre, la responsabilità può in linea di principio configurarsi non solo in chiave aquiliana ma anche contrattuale, poiché il fornitore di *rating* ESG (così è esplicitamente appellato dal Regolamento in materia) può essersi impegnato, mediante un apposito contratto con l'emittente o l'investitore, a certificare i profili ESG di un determinato titolo¹⁵³.

In assenza, quindi, di una specifica disciplina settoriale, la configurabilità della responsabilità extracontrattuale ai sensi dell'art. 2043 c.c. non può che essere anche in questo caso ricondotta alla lesione della libertà negoziale, la quale, per le medesime ragioni esposte sopra a proposito del danno da *credit rating*, descrive in maniera ottimale l'efficacia lesiva del giudizio di sostenibilità errato. Nonostante esista un'ampia normativa in sede eurounitaria che incentivi il compimento di in-

¹⁵⁰ Cfr. ad es. il Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, abbrev. SFDR) e il Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. *Taxonomy Regulation*), i quali impongono puntuali obblighi informativi in tema di sostenibilità, nonché criteri oggettivi di classificazione delle attività economiche sostenibili.

¹⁵¹ Per un'esaustiva disamina sulla natura dei rating ESG e sui problemi regolatori che essi pongono, cfr. M. GARGANTINI, M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell'Unione Europea*, in *Riv. Soc.*, 2023, 637; per la versione in inglese dell'articolo cfr. ID., *The Case of ESG Ratings and Benchmarks*, in *The Cambridge Handbook of Sustainable Finance*, a cura di Alexander – Gargantini – Siri, Cambridge, Cambridge University Press, 2025, 280; cfr. inoltre diffusamente la disamina monografica contenuta in D. CASH, *ESG Rating Agencies and Financial Regulation*, Cheltenham, Edward Elgar, 2024.

¹⁵² Sulle svariate differenze intercorrenti tra la disciplina in materia di credit rating di cui al Regolamento (CE) 1060/2009 e quella sui rating ESG scaturente dal Regolamento (UE) 2024/3005, cfr. F. ANNUNZIATA, M. SIRI, *The EU Regulation on ESG Ratings: Fit for Purpose?*, *EUSFiL Research Working Paper Series 2025* no. 2, febbraio 2025, reperibile su ssrn.com, 14 ss.

¹⁵³ In base al Reg. (UE) 2024/3005, art. 2, par. 2, lett. a) va in tal caso tenuto presente che, qualora il *rating* ESG commissionato dall'emittente o dall'investitore non sia destinato alla pubblicazione, tale giudizio si colloca fuori dall'applicabilità della disciplina del Regolamento (UE).

vestimenti sostenibili, tuttavia collegare l'antigiuridicità ad un presunto diritto generale di compiere investimenti sostenibili appare una ricostruzione troppo sfumata e aspecifica, se rapportata alla precisa lesione del danno da *rating ESG* errato, il quale si presenta come una figura paradigmatica di danno da informazione fuorviante, idonea a perturbare la libertà nel compimento delle operazioni di investimento, arrecando un pregiudizio sia agli emittenti che agli investitori coinvolti.

La quantificazione del danno patito non diverge sensibilmente da quanto rilevato a proposito dei *credit rating*, giacché può assumere, nel caso dell'emittente, la forma dei maggiori interessi da questi pagati in seguito all'ostilità mostrata dal mercato all'indomani della divulgazione del *rating ESG* errato, la perdita di valore dei titoli stessi qualora siano già stati collocati al momento della diffusione del giudizio, nonché i costi sostenuti dall'emittente per recuperare un profilo di sostenibilità adeguato (incluse quindi le spese per commissionare ulteriori *rating ESG* di segno opposto). Vista la sostanziale identità con il danno causato all'emittente da un *credit rating* errato si rimanda alle considerazioni operate *supra*.

Leggermente diverso appare, invece, il danno cagionato all'investitore, poiché in questo caso il giudizio errato non espone quest'ultimo ad una più elevata probabilità di insolvenza dell'emittente ed alla perdita economica ad esso connessa, bensì alla conseguenza (apparentemente assai meno lesiva) di aver sottoscritto un titolo incompatibile con le preferenze di investimento perseguite. In un simile contesto il danno può realisticamente coincidere solamente con i costi connessi alla correzione dell'investimento indotto dalla valutazione errata, i quali, in presenza di linee guida vincolanti in materia ESG, corrispondono al complesso di operazioni condotte per riacquistare un livello di sostenibilità di portafoglio accettabile, ancorando il danno al valore puntualmente individuabile delle relative operazioni di dismissione e acquisto. Al contrario, come si è già detto, in assenza di *default* il mero impatto negativo del *rating ESG* errato sul valore di mercato del titolo non configura una lesione certa e quantificabile, data la tendenziale reversibilità di ogni ribasso di prezzo.

Per quanto concerne l'elemento soggettivo, nonostante il complesso di obblighi meno articolato previsto dal reg. (UE) 2024/3005¹⁵⁴, anche per il fornitore di *rating ESG* l'unico standard di negligenza realisticamente dimostrabile passa per l'accertamento di rilevanti violazioni dei requisiti organizzativi, operativi e di indipendenza disciplinati dalla normativa unionale e da eventuali altri codici di comportamento o *best practice* concretamente adottati a livello settoriale. Tale conclusione è corroborata dal fatto che, sotto il profilo delle tecniche impiegate, l'analisi dei fattori di sostenibilità ESG appare ancor più frammentata della valutazione del merito creditizio, sostanziandosi in metodologie sensibilmente differenti, rispetto alle quali è pressoché impossibile verificare in termini assoluti la maggiore ade-

¹⁵⁴ Cfr. Reg. (UE) 2024/3005, Titolo III, capo I rubricato come «Requisiti organizzativi, processi e documenti relativi alla governance», artt. 15 ss.

guatezza a catturare il corretto livello di sostenibilità del singolo investimento. Pertanto, occorre ancora una volta appellarsi alla dimensione procedurale della diligenza attesa in capo al fornitore di *rating* ESG, accordando anche a questa attività valutativa, parimenti caratterizzata da un elevato livello di complessità, la limitazione della responsabilità al dolo e alla colpa grave *ex art.* 2236 c.c.

L'ultimo elemento costitutivo della responsabilità, ossia il nesso di causalità, pare atteggiarsi in maniera sostanzialmente simile a quanto esaminato a proposito delle agenzie di *rating*, con qualche differenza. In linea generale, trova anche in questo caso applicazione il giudizio di regolarità causale che impone all'emittente danneggiato di provare che il *rating* ESG errato ha determinato la necessità di corrispondere un interesse più elevato, la perdita di valore del titolo valutato, nonché i costi sostenuti per rafforzare i profili di sostenibilità. Anche in questo caso è necessario isolare l'impatto della valutazione errata da contributi causali concorrenti, evidenziando la prossimità temporale tra divulgazione del giudizio e danno patito, nonché producendo l'eventuale documentazione che comprova la mancata finalizzazione di un collocamento privato, in ragione della carenza dei *requisiti* ESG erroneamente attribuita.

Dal canto suo, l'investitore deve dimostrare che il *rating* ESG viziato ha inciso in modo determinante sulle sue scelte allocative, facendo leva sulla centralità di tale giudizio nel quadro della documentazione d'offerta o della consulenza finanziaria ricevuta. La principale differenza rispetto al caso del *credit rating* consiste nel fatto che, nonostante nel diritto dell'Unione europea l'uso dei *rating ESG* come parametro normativo vincolante si mantenga per ora entro i livelli di guardia¹⁵⁵, la disciplina in materia non contempla alcuna norma volta a disincentivare l'affidamento degli investitori a tali giudizi, né impone l'utilizzo contestuale di più valutazioni o *benchmark* alternativi. Tale rilievo sembrerebbe deporre a favore di una maggiore efficacia cogente riconosciuta dal legislatore al *rating ESG* e, quindi, di un suo maggior potere persuasivo sull'azione dell'investitore improntato alla sostenibilità. Così argomentando, quest'ultimo dovrebbe giovare di un onere della prova meno gravoso in relazione al contributo causale del giudizio ESG, specialmente se sono contestualmente adottati l'appetito di sostenibilità del suo portafoglio, nonché l'autorevolezza del fornitore della valutazione.

A ben vedere, una simile ricostruzione risulterebbe eccessivamente semplicistica, dal momento che l'assenza di limiti espressi all'affidamento ai *rating ESG* non equivale alla promozione, ad opera del legislatore, di un loro uso eccessivo, prova ne è che la normativa impone ai fornitori di *rating ESG* di specificare chiaramente che tali valutazioni consistono in semplici pareri (art. 15, n. 11, reg. (UE) 2024/3005). Inoltre, in una prospettiva più ampia, va evidenziato che l'investitore, mentre da un lato è ineluttabilmente esposto alle conseguenze del livello di rischio di credito misurato dal *credit rating*, dall'altro, nonostante gli incentivi for-

¹⁵⁵ In merito, cfr. la puntuale disamina condotta in M. GARGANTINI, M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità*, (nt. 151), 656 ss.

niti dal legislatore eurounitario, rimane libero di attribuire al livello di sostenibilità ESG il peso e l'importanza che ritiene più opportuni. Conseguentemente, anche in questa ipotesi appare piuttosto difficoltoso ricondurre l'esecuzione dell'operazione di investimento pregiudizievole ad un singolo giudizio di sostenibilità, in un contesto di mercato in cui ne coesistono molteplici, variamente presentati e talora perfino consultabili gratuitamente.

In definitiva, la responsabilità da *rating* ESG errato sconta sostanzialmente le medesime difficoltà rilevate a proposito della responsabilità da *credit rating* errato, poiché risulta parimenti complessa la configurazione della responsabilità aquiliana ove difetta un legame diretto e stringente tra una determinata scelta dell'investitore e il singolo giudizio di sostenibilità attribuito ai titoli oggetto di investimento.

10. Considerazioni conclusive

Giunti alla conclusione di questa articolata disamina, è opportuno verificare se l'analisi svolta possa offrire risposta alle questioni sollevate in premessa, concernenti le criticità che interessano la responsabilità da *credit rating* errato e la sua efficacia come strumento di politica legislativa, volto ad incentivare l'emissione di giudizi più precisi ed affidabili. Nonostante sul piano teorico tutte le ipotesi di azione risarcitoria per danno da *rating* errato trovino formalmente spazio nel diritto comune, tuttavia, a livello pratico si riscontrano vari ordini di problemi che ne ostacolano la vittoriosa esperibilità, relativi alla quantificazione del danno, all'accertamento della colpa, nonché alla dimostrazione del nesso causale tra la condotta dell'agenzia e il danno patito.

Per quanto concerne il problema della quantificazione del danno da *rating* errato, appare imprescindibile che la stima del pregiudizio sia effettuata a partire da valori certi e incontrovertibili, non soggetti ad oscillazioni e presunzioni. Pertanto, il danno emergente subito dagli emittenti può essere riconosciuto ogniqualvolta si sostanzii nel pagamento di interessi aggiuntivi ai sottoscrittori, nella significativa riduzione del prezzo di mercato dei titoli emessi o nei costi sostenuti per adottare misure finanziarie e patrimoniali volte a recuperare il merito creditizio perduto, purché tali voci siano specificamente documentate e quantificate. Viceversa, il lucro cessante, derivante da ipotetici acquisti di titoli non realizzatisi a causa dell'infondato declassamento, presenta una dimensione di incertezza e aleatorietà tale da negarne la risarcibilità.

Con riferimento agli investitori, il principio di certezza richiamato sembra escludere ogni ipotesi di danno basato su mere oscillazioni dei titoli sottoscritti e pare ammettere, invece, solo il pregiudizio corrispondente alle quote di capitale non restituite e agli interessi non corrisposti in seguito al *default* dell'emittente valutato. Allo stesso modo, appare puntualmente quantificabile anche il danno pa-

tito dall'investitore istituzionale, corrispondente al costo delle operazioni tese a riorganizzare il portafoglio e recuperare la conformità alle regole che ne impongono una precisa composizione. Anche in relazione alle pretese dell'investitore, non sembra corrispondere alla certezza minima richiesta alcuna ipotesi di lucro cessante.

Per quanto concerne l'elemento soggettivo, la natura intrinsecamente discrezionale della valutazione svolta dall'agenzia rende ardua qualsiasi dimostrazione della colpa basata su irrealistiche nozioni di esattezza assoluta dei *credit rating*. L'incertezza stessa insita nella dimensione probabilistica di tali giudizi, infatti, non consente il più delle volte di evidenziarne inequivocabilmente il carattere errato e impreciso. Lo stesso confronto di un *rating* con misurazioni alternative del rischio di credito è gravato da significativi limiti di coerenza metodologica, i quali impediscono di affermare con certezza che la prestazione d'opera dell'agenzia non rispetti la diligenza richiesta dalla natura dell'attività esercitata, che nel nostro ordinamento appare soggetta all'esclusione della colpa lieve di cui all'art. 2236 c.c.

Di conseguenza, tanto nelle azioni promosse dagli emittenti quanto in quelle spettanti agli investitori, la negligenza dell'agenzia appare attendibilmente dimostrabile solo in presenza di irregolarità procedurali che abbiano sensibilmente inficiato la metodologia di valutazione adottata. La compromissione della capacità predittiva del *credit rating* può quindi essere unicamente desunta dalla grave violazione degli obblighi di professionalità, trasparenza, adeguatezza organizzativa e indipendenza imposti alle agenzie dalla normativa in materia. Tale impostazione pare condivisa dal legislatore eurounitario, che nel reg. (CE) n. 1060/2009 ha incluso un articolato complesso di doveri e adempimenti, finalizzato a garantire la trasparenza informativa e la diligenza impiegata dall'agenzia, quindi ha delineato, all'art. 35-*bis*, uno schema di responsabilità fondato proprio su specifiche infrazioni delle norme poste a presidio della qualità del processo di valutazione. Per converso, non pare configurabile in capo all'agenzia un generale dovere di verificare nel dettaglio la consistenza e la veridicità delle informazioni ricevute da terzi, non essendo la stessa dotata dei poteri idonei a sottoporle ad un penetrante scrutinio, ma tutt'al più ad un superficiale esame preventivo.

I problemi relativi alla prova del nesso causale appaiono, tuttavia, il vero scoglio contro cui rischiano di infrangersi le pretese risarcitorie formulate secondo il diritto italiano, poiché appare difficilmente superabile l'ostacolo posto dal legame causale che collega il *rating* errato con il danno patito. Tale prova, nelle azioni promosse dagli emittenti presuppone la sussistenza di una stretta contiguità temporale tra l'emissione del giudizio e la manifestazione del danno, dal momento che un prolungato lasso di tempo tra i due eventi indebolisce l'autonomia della loro concatenazione causale, esponendola all'influenza di altri fattori contingenti del mercato finanziario. Solamente nel caso eccezionale in cui i titoli siano fin dall'origine destinati ad un collocamento ristretto presso soggetti predefiniti,

l'onere probatorio può essere mitigato dalla presenza di una documentazione negoziale che certifichi un mutamento della volontà dei potenziali sottoscrittori all'indomani del declassamento.

Per quanto invece concerne gli investitori, l'elemento che lega il *rating* al danno patito consiste nel livello di affidamento da questi riposto nel giudizio dell'agenzia, il quale deve porsi come causa sufficiente ad orientare autonomamente le scelte di investimento. Tale ricostruzione si scontra sul piano fattuale con la compresenza di numerose fonti normative alternative e autorevoli quanto il *credit rating*, la cui agevole reperibilità, anche per l'investitore non sofisticato, rende irragionevole qualsiasi affidamento esclusivo al giudizio delle agenzie. Su un piano formale, inoltre, hanno un ruolo dirimente le previsioni legislative volte a contenere l'impatto regolamentare del *credit rating*. Le disposizioni degli artt. 5-*bis* ss. del reg. (CE) n. 1060/2009 vietano qualsiasi affidamento eccessivo a tali giudizi, apparentemente escludendo in radice la sussistenza di un nesso di causalità autonomo e sufficiente tra il *rating* emesso e la scelta di investimento effettuata. Permane potenzialmente un nesso maggiormente diretto solo nelle menzionate ipotesi residuali in cui la storica centralità del *rating* ancora sopravvive, come nel settore delle operazioni di finanza strutturata di cui alla l. 30 aprile 1999, n. 130, oppure nel caso in cui l'investitore stesso abbia stipulato un contratto con l'agenzia al fine di ottenere *rating* personalizzati per orientare le proprie scelte di investimento. In quest'ultima ipotesi, la natura privata e "sartoriale" dei giudizi emessi, nonché la conclamata finalità del loro utilizzo, avvicinano il *rating* ad una vera e propria raccomandazione di investimento.

I molteplici profili di complessità esaminati e la delicatezza del ruolo delle agenzie – che continuano a ricoprire una funzione rilevante nella rielaborazione e nella distribuzione dell'informazione nel mercato finanziario – dovrebbero dissuadere l'interprete dalla tentazione di superare la difficoltà posta dal nesso causale descritto mediante il ricorso ad ardite presunzioni, caratterizzate da un elevato grado di opinabilità o ispirate da ragioni di politica extra-legislativa. Simili soluzioni rischierebbero di trascurare l'effettiva portata lesiva del *credit rating* e la prevedibilità del danno in capo alle agenzie, ponendo un potenziale problema di *overshooting* e incidendo negativamente sulla stessa ricchezza dell'informazione a disposizione degli investitori.

Per rispondere, infine, al secondo interrogativo posto in apertura, si può concludere che, in ragione delle numerose criticità applicative esaminate, la responsabilità civile per danno da *credit rating* errato non sia in grado in via autonoma di assolvere efficacemente alla funzione di promozione di giudizi più affidabili e precisi. Al contrario, le persistenti incertezze interpretative e probatorie che permeano l'intero impianto dell'azione risarcitoria ne limitano fortemente la funzione deterrente, specialmente con riferimento agli investitori, le cui pretese paiono nella maggior parte dei casi inesorabilmente destinate ad essere frustrate dalla prova del nesso causale. Pertanto, la responsabilità civile si configura come rime-

dio giuridico residuale e complementare rispetto ad altri strumenti regolatori, quali la predisposizione di una ricca e articolata disciplina prudenziale nonché l'esercizio di una vigilanza capillare da parte delle autorità competenti, rimedi che debbono necessariamente essere utilizzati in maniera sinergica e bilanciata.

La disamina compiuta, quindi, dimostra in ultima istanza come un'efficace politica legislativa tesa a promuovere l'affidabilità dei *credit rating* non possa fondarsi prevalentemente su un sistema sanzionatorio *ex post*, ma debba prioritariamente valorizzare i meccanismi di prevenzione, trasparenza e controllo delineati dal diritto unionale, incentivando la qualità strutturale e procedurale dei processi valutativi. L'analisi condotta ha evidenziato puntualmente come proprio l'attenzione del legislatore alla qualità e alla professionalità del procedimento valutativo costituisca la stella polare che guida l'interprete verso la ricostruzione di un razionale paradigma di tutela del danneggiato. Solo un equilibrio adeguatamente calibrato tra vigilanza preventiva e responsabilità *ex post*, fondato sulla qualità dei profili operativi e strutturali delle agenzie, può in ultima istanza rafforzare la funzione informativa del *credit rating* nel mercato finanziario senza snaturarne il ruolo, né comprimere indebitamente la libertà d'impresa degli operatori del settore, già gravati da una mole considerevole e sempre crescente di adempimenti normativi.