

# LE AGENZIE DI RATING

a cura di ANGELA PRINCIPE

**377**

Quaderni di  
**GIURISPRUDENZA  
COMMERCIALE**



GIUFFRÈ EDITORE

QUADERNI DI GIURISPRUDENZA COMMERCIALE

*collana fondata da:*

FRANCO BONELLI  
VINCENZO BUONOCORE  
GAETANO CASTELLANO  
RENZO COSTI

FLORIANO D'ALESSANDRO  
PAOLO FERRO-LUZZI  
AGOSTINO GAMBINO  
PIER GIUSTO JAEGER

*Tutti i Quaderni di Giurisprudenza commerciale, a eccezione di quelli che accolgono gli atti di convegni, sono sottoposti a referaggio*

# LE AGENZIE DI RATING

ATTI DEL CONVEGNO

Salerno, 8-9 novembre 2012

*a cura di*

ANGELA PRINCIPE

Appendice normativa

a cura di

FEDERICO PARMEGGIANI



GIUFFRÈ EDITORE

ISBN 9788814183560

*Il presente volume è stato pubblicato con il contributo  
del Dipartimento di Scienze Giuridiche dell'Università degli Studi di Salerno*

© Copyright Dott. A. Giuffrè Editore, S.p.A. Milano - 2014

La traduzione, l'adattamento totale o parziale, la riproduzione con qualsiasi mezzo (compresi i microfilm, i film, le fotocopie), nonché la memorizzazione elettronica, sono riservati per tutti i Paesi.

---

Tipografia «MORI & C. S.p.A.» - 21100 Varese - Via F. Guicciardini 66

## INDICE SOMMARIO

	<i>pag.</i>
ANGELA PRINCIPE, <i>Presentazione</i> . . . . .	vii
CLAIRE A. HILL, <i>Limits of dodd-Frank's agency reform</i> . . . . .	1
BÉNÉDICTE FRANÇOIS, <i>Les agences de notation en France.</i> . . . . .	19
JOHANNES ENGELS, <i>Rating agencies in Germany - Bafin's approach</i> . . . . .	53
RAFFAELE SCALCIONE, <i>Rating Agencies: a contradictory regulatory reform the credit rating agencies at the international symposium</i> . . . . .	57
FILIPPO ANNUNZIATA, <i>Lowering expectations on ratings: a comment on Claire Hill's and Bénédicte François' reports</i> . . . . .	69
FEDERICO PARMEGGIANI, <i>Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives</i> . . . . .	75
SANTIAGO CAPRARO, CARLO PANICO e FRANCESCO PURIFICATO, <i>Indipendenza della politica e ragionevolezza delle politiche economiche: alcune riflessioni sulla crisi del debito nell'area euro</i> . . . . .	89
GIACOMO DE LAURENTIS, <i>Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie.</i> . . . . .	105
MARIO LIBERTINI e PHILIPP FABBIO, <i>Concorrenza e rating finanziario</i> . . . . .	151
GIOVANNI CAPO, <i>Intervento</i> . . . . .	169
ROBERTO ROSAPEPE, <i>Intervento</i> . . . . .	173
MARCO LAMANDINI, <i>Le agenzie di rating: alcune riflessioni in tema di proprietà e conflitto di interessi</i> . . . . .	179
LUCIA PICARDI, <i>Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating.</i> . . . . .	189
FRANCESCO LUKACS, <i>La responsabilità delle società di rating nei confronti dei soggetti valutati (per l'emissione di solicited o unsolicited rating) e nei confronti dei terzi</i> . . . . .	215
GIUSEPPE FAUCEGLIA, <i>Intervento.</i> . . . . .	253
MARCO MAUGERI, <i>Assetti proprietari e conflitto di interessi delle agenzie di rating tra "tentazioni" pubblicistiche ed enforcement privatistico</i> . . . . .	261
ANDREA R. CASTALDO, <i>Agenzie di rating, capacità predittive e diritto penale.</i> . . . . .	271

LUCA DI DONNA, <i>Danni da rating e rimedi degli investitori</i> . . . . .	275
MARILENA RISPOLI FARINA, <i>Profilo evolutivo del ruolo del rating e prospettive di riforma</i> . . . . .	299
SANDRO AMOROSINO, <i>Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario</i> . . . . .	339
ENZO MARIA MARENGHI, <i>In tema di società di rating e regolazione dei mercati</i> . . . . .	351
MARCO GALARDO, <i>Intervento</i> . . . . .	357
RICCARDO BASSO, <i>Amo et odi: Il regolatore e la "buona reputazione" delle agenzie di rating</i> . . . . .	361
NEOMISIO SUSI, <i>La vigilanza sulle agenzie di rating e le innovazioni introdotte dalle recenti modifiche al regolamento europeo</i> . . . . .	373
MARIO PORZIO, <i>Alcune domande in tema di rating</i> . . . . .	383
VINCENZO DI CATALDO, <i>Intervento</i> . . . . .	385
PAOLO MONTALENTI, <i>Le agenzie di rating: appunti</i> . . . . .	389
RICCARDO PATERNÒ, <i>Intervento</i> . . . . .	399

#### APPENDICE NORMATIVA

a cura di FEDERICO PARMEGGIANI

<i>Brevi note all'appendice normativa</i> . . . . .	413
1. Regolamento UE 1060/2009 (mod. Reg. UE 513/2011 e Reg. UE 462/2013). . . . .	415
2. Regolamento UE 946/2012 in materia di procedure sanzionatorie . . . . .	490
3. Security and Exchange Act of 1934 (come aggiornato dal Title IX, Subtitle C del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act). . . . .	497
4. Securities and Exchange Commission, Rules 17g-1, 17g-2, 17g-3, 17g-4, 17g-5, 17g-6, 17g-7 . . . . .	514

LUCIA PICARDI (\*)

## OBBLIGHI DI COMPORTAMENTO E PROFILI DI RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI *RATING*

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Gli obblighi di comportamento delle agenzie di *rating* nel diritto statunitense ed in quello europeo. — 3. Le agenzie di *rating* quali soggetti professionali dotati di uno *status* particolarmente qualificato e le condizioni per poter affermare una loro responsabilità da contatto sociale. — 4. Lo *standard* di diligenza esigibile dalle agenzie di *rating*. — 5. Il problema del nesso di causalità. — 6. L'accesso all'azione collettiva risarcitoria da parte dei risparmiatori a fronte della lesione del diritto ad un'adeguata informazione.

### 1. *Premessa.*

Il tema degli obblighi di comportamento e della responsabilità delle agenzie di *rating* del credito coinvolge molteplici profili meritevoli di attenzione e di approfondimento, che spaziano dalla ricostruzione in chiave comparatistica del quadro normativo di riferimento, alla riflessione sul rapporto fra regolazione pubblica e tutele civilistiche dei soggetti operanti sul mercato finanziario ed a vario titolo interessati ai giudizi emessi dalle stesse agenzie.

In questa prospettiva, mentre occorre tener conto di come la recente imposizione a carico delle agenzie di *rating* di doveri organizzativi, informativi e di condotta contribuisca a definire il contenuto della prestazione loro richiesta e ad orientare l'individuazione delle regole anche di diritto comune cui far ricorso qualora tali doveri siano violati, non si può fare a meno di domandarsi, in un'ottica di più ampio respiro, se un inasprimento del regime di responsabilità civile delle agenzie in parola possa condurre a conseguenze non sempre positive sulla struttura e sul funzionamento del mercato del *rating*.

E tuttavia, proprio l'evidente complessità delle linee di indagine appena richiamate suggerisce di prescegliere un punto prospettico di osservazione dal quale provare ad esaminare — senza alcuna pretesa di completezza — l'argomento assegnatomi.

(\*) Professore associato di Diritto Commerciale, Università Federico II di Napoli.

La visuale da cui partire per delineare una traiettoria utile ad ordinare il discorso che si andrà a svolgere, potrebbe essere ravvisata nella ricerca di una correlazione fra doveri di comportamento delle agenzie di *rating*, caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di valutazione da parte delle medesime e qualità soggettive dei terzi che su tali giudizi abbiano basato le proprie decisioni di investimento, secondo un'opzione non dissimile da quella apertamente indicata dal legislatore comunitario nel c.d. sistema MiFID e seguita dalla normativa interna di recepimento <sup>(1)</sup>.

Pur nella consapevolezza del rischio di incorrere in facili e troppo sbrigative suggestioni, vale la pena di proporre una simile impostazione, dal momento che essa consente, comunque, di soffermarsi su alcuni — e non certo tra i meno significativi — nuclei critici implicati dal tema affrontato. Si tratterà così di individuare lo *standard* di diligenza imposto alle agenzie di *rating* e di identificare la cerchia dei possibili fruitori delle

(1) Può essere utile ricordare che per effetto dell'attuazione della c.d. direttiva MiFID — avvenuta con il d. lgs. 19 settembre 2007, n. 164 e con il regolamento Consob in materia di intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007 — è stato introdotto nel nostro ordinamento un sistema di disciplina dei servizi di investimento caratterizzato dalla ripartizione della clientela in tre categorie — identificate in controparti qualificate, operatori professionali e clienti al dettaglio — sulla base del riconoscimento di un diverso grado di conoscenza e di esperienza nel mercato finanziario. A ciascuna categoria è assegnato un differente livello di tutela, che è massimo per i clienti al dettaglio e tende ad affievolirsi progressivamente sino a raggiungere la soglia minima per le controparti qualificate: su tale impianto sistematico cfr., per limitarci a talune indicazioni, LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi: disclosure in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 377 ss.; MINNECI, *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, *ibidem*, I, 583 ss.; LENER, *Conflitti di interesse nella prestazione dei servizi di investimento e del servizio di gestione collettiva*, in D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MIFID in Italia*, Bologna, 2010, 357 ss.; PERRONE, *La classificazione della clientela*, *Cedem*, 507 ss.; A. TUCCI, "Servizio" e "contratto" nel rapporto fra intermediario e cliente, diretto da Rescigno e Gabrielli, in *I contratti del mercato finanziario*<sup>2</sup>, a cura di Gabrielli e Lener, in *Trattato dei contratti*, Torino, 2011, in specie 193 ss.; M. CIAN, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, *ibidem*, 221 ss.; F. GRECO, *Informazione pre-contrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2010, 11 ss.

Occorre, peraltro, essere avvertiti del diverso modo di operare delle agenzie di *rating* rispetto agli intermediari abilitati allo svolgimento dei servizi di investimento, dal momento che esse formulano e pubblicano opinioni sulla solidità e solvibilità di un determinato emittente o di una particolare emissione di titoli di debito (v., fra molti, FERRI-LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, 78 ss.; PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *I nuovi equilibri mondiali: banche, imprese, risparmiatori*, a cura del Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale, Milano, 2009, 75 ss.; PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, I, 714), di regola gratuitamente (salvo il caso dei *ratings* su abbonamento), a prescindere da un rapporto contrattuale con gli investitori. Ne discende che le agenzie in parola, pur contribuendo a ridurre o attenuare le asimmetrie informative sul valore dei flussi di reddito sul mercato finanziario, non tengono conto delle aspettative di rendimento dei singoli investitori né del loro livello di competenza ed esperienza, ma operano — non diversamente, sotto questo aspetto, dagli analisti finanziari, da cui pure si discostano non essendo chiamate a valutare la redditività economica di un investimento (v. sul punto, SEIBT, *Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarkt-recht*, in *ZGR*, 2006, 504) — in maniera impersonale e standardizzata.



valutazioni da esse di volta in volta espresse, con inevitabili riflessi anche sulla questione — che pure si potrebbe dire ‘classica’ — della qualificazione della responsabilità a carico delle agenzie medesime. Strettamente connesso a tali aspetti e destinato ad avere un rilievo decisivo nell’affermazione in concreto della responsabilità delle agenzie di *rating* è poi il problema della ripartizione dell’onere probatorio. Ed è importante sottolineare, a livello generale, che la possibilità di perseguire con successo la strada del *private enforcement* rispetto a quella della vigilanza pubblica e della disciplina negoziale non può non risentire del particolare contesto giuridico in cui ciascuno di tali strumenti è chiamato ad operare.

## 2. *Gli obblighi di comportamento delle agenzie di rating nel diritto statunitense ed in quello europeo.*

Per meglio comprendere le linee direttive degli interventi legislativi susseguitisi nell’ultimo lustro in ambito tanto statunitense quanto europeo non sembra superfluo ricordare come il comportamento delle agenzie di *rating* sia stato indicato in sede di dibattito non solo scientifico, ma anche giornalistico, come una delle cause prossime della crisi finanziaria (ed economica) che tuttora investe la maggior parte dei Paesi con un sistema capitalistico avanzato <sup>(2)</sup>. L’emersione, in particolare, di taluni problemi legati all’operatività delle agenzie in questione, soprattutto con riguardo ai prodotti della finanza strutturata <sup>(3)</sup>, non solo ha reso più urgente — a

(2) Cfr., ad esempio, PARTNOY, *Historical Perspectives on the Financial Crisis: Ivar Kreuger, the Credit-Rating Agencies and Two Theories about the Function, and Dysfunction, of Markets*, in 26 *Yale J. of Regul.*, 2009, 431 ss.; FREEMAN, *Who’s Guarding the Gate? Credit-Rating Agency Liability as “Control Person” in the Subprime Credit Crisis*, in 35 *Vermont L. Rev.*, 2009, 585 ss.; ARNER, *The Global Credit Crisis of 2008: Causes and Consequences*, in 43 *The Int’l Lawyer*, 2009, 132 s.; NAGY, *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigations*, in 94 *Minn. L. Rev.*, 2009, 140 ss.; v., anche, per un accenno, PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 209.

(3) Il ruolo delle agenzie nelle operazioni di finanza strutturata — in particolare, nella crisi legata alle vicende dei mutui *sub-prime* — può essere meglio compreso alla luce della presenza, in capo a tutti i soggetti coinvolti nelle operazioni di cartolarizzazione, di un interesse all’attribuzione del *rating* migliore possibile: questo tratto accomuna, infatti, la posizione dell’*originator* e degli emittenti, i quali possono raccogliere fondi a costi inferiori, e quella degli investitori professionali, che possono ridurre l’entità della copertura patrimoniale richiesta dalle disposizioni di vigilanza prudenziale con riguardo all’esposizione sui prodotti della finanza strutturata. Da qui il determinarsi di fenomeni di c.d. *rating shopping* e di consulenza « mascherata » da parte delle agenzie nella fase di strutturazione dei prodotti, con il risultato di condurre all’assegnazione di *ratings* più elevati di quanto il merito di credito degli *special purpose vehicles* e delle attività sottostanti avrebbe giustificato: cfr., su tali vicende e sulle tematiche ad esse sottese, PRESTI, *Take the « AAA » train: note introduttive sul rating*, in *A.G.E.*, 2012, 259 ss.; ENRIQUES-GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, *ivi*, 2010, 478 ss.; McNAMARA, *Informational Failures in Structured Finance and Dodd-Frank’s “Improvements to the Regulation of Credit*

livello teorico — l'interrogativo se esse siano effettivamente in grado di svolgere la funzione loro tradizionalmente attribuita di « *gatekeepers* »<sup>(4)</sup> e, più in generale, di contribuire all'efficiente funzionamento del mercato dei capitali, ma ha anche indotto molti fra legislatori e regolatori a riformare le norme esistenti o, laddove mancati, ad introdurne di nuove.

È appena il caso di accennare alle critiche rivolte all'opaco sistema di registrazione delle agenzie di *rating* esistente negli Stati Uniti dagli anni settanta del secolo scorso, con conseguente attribuzione della qualifica di *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSROs), ed alle modifiche ivi introdotte nel 2006 dal CRARA (*Credit Rating Agency Reform Act*), al fine di dettare criteri più puntuali e trasparenti di ammissione all'albo tenuto dalla SEC e di imporre alle agenzie medesime l'adozione di modelli di gestione dei conflitti di interesse<sup>(5)</sup>.

*Rating Agencies*”, in 17 *Fordham J. of Corp. & Fin. L.*, 2012, in specie 685 ss.; MANNs, *Rating Risk After the Subprime Mortgage Crisis: A User Fee Approach for Rating Agency Accountability*, in 87 *N. C. L. Rev.*, 2008-2009, 1038 ss.; WHITE, *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Critical Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, August 4, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1454483>, soprattutto 10 ss.

(4) Scettici sul ruolo di « *gatekeepers* » delle agenzie di *rating* a causa della funzione « quasi regolamentare » loro attribuita e della struttura oligopolistica del relativo mercato, PARTNOY, *How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers*, San Diego Legal Studies Paper, 07-46, May 2006, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=900257>, 74 ss.; HOSP, *Problems and Reforms in Mortgage-Backed Securities: Handicapping the Credit Rating Agencies*, February 27, 2009, pure reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1362536>; e per una rinnovata riflessione alla luce delle recenti novità introdotte nell'ordinamento statunitense, cfr. TUCH, *Multiple Gatekeepers*, in 96 *Virginia L. Rev.*, 2010, 177 ss.

(5) Più precisamente, il *Credit Rating Agency Reform Act* ha inserito nel *Securities Exchange Act* del 1934 (c.d. *Exchange Act*) la *sec. 15E*, che — oltre a prevedere la registrazione delle NRSROs che soddisfano specifici requisiti — impone alle agenzie registrate di predisporre, mantenere ed applicare politiche e procedure ragionevolmente intese a gestire i conflitti di interesse ed attribuisce alla SEC il potere di vietare taluni comportamenti suscettibili di compromettere l'indipendenza di giudizio delle agenzie, quali ad esempio quelli consistenti nel condizionare l'emissione di un *rating* al preventivo acquisto di altri servizi da parte dell'emittente o di soggetti ad esso collegati, o nel subordinare il rilascio del *rating* su uno strumento finanziario al fatto di aver formulato un giudizio anche sui beni sottostanti a tale strumento finanziario (cfr., su tali misure, BAL, *On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry*, University of Cincinnati College of Law Public Law & Legal Theory Research Paper No. 10-17, May 1, 2010, disponibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1594462>). Accanto alla emanazione delle norme attuative della suddetta disciplina (SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations: Final Rule*, June 18, 2007), occorre altresì menzionare l'introduzione ad opera della SEC, alla luce della crisi, di disposizioni specificamente intese a ridurre gli effetti dell'opacità e dei conflitti di interesse connessi all'emissione di *collateral debt obligations* (CDOs) e di altri titoli analoghi: SEC, *Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Amendments to*, 17 CFR Parts 240 and 249 b, in vigore dal 10 aprile 2009 Id., *Amendments to Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations, Final Rules*, 17 CFR Parts 240 and 243, del 2 febbraio 2010; cfr., sul susseguirsi di interventi legislativi e regolamentari poi sfociati nel *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, PARTNOY, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, University of San Diego Research Paper No. 09-014, July, 2009, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1450608>; DARBELLAY-PARTNOY, *Credit Rating Agen-*

Una specifica incidenza sul tema delle regole di comportamento e della *governance* delle agenzie di *rating* si deve poi all'entrata in vigore nel 2010 del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, che — accanto all'istituzione in seno alla SEC dell'*Office of Credit Ratings*, cui è demandato il compito di controllare il rispetto della regolazione della stessa SEC da parte delle NRSROs e di svolgere una verifica almeno annuale su ogni singola agenzia registrata — prevede una serie di doveri informativi che devono essere osservati all'atto della pubblicazione iniziale di ogni *rating* e del cambiamento dello stesso allo scopo di migliorarne la qualità e di rendere maggiormente valutabile l'operato delle agenzie <sup>(6)</sup>. E se la previsione di specifici oneri riguardanti la *corporate governance* <sup>(7)</sup> può assumere rilievo — come si cercherà di chiarire più avanti — anche nei rapporti con gli investitori, una diretta incidenza ai fini del discorso che si sta svolgendo riveste l'abrogazione della *rule 436(g)*, la quale permetteva alle agenzie di *rating* di non essere considerate come « esperti » ai sensi della disciplina delle offerte al pubblico di strumenti finanziari e, per questa via, di sottrarsi alla responsabilità sancita dalla *sec. 11 del Securities Act del 1933* per le dichiarazioni inesatte contenute nei prospetti d'offerta. Ne consegue che le agenzie possono essere chiamate a rispondere per avere emesso con dolo o colpa grave un *rating* decettivo ed averne consentito l'inserimento nel « *registration statement* ».

Sebbene tale mutamento legislativo implichi l'onere per le agenzie di dimostrare che esse potevano ragionevolmente ritenere ed effettivamente credevano che i *ratings* fossero accurati, il tentativo di estendere alle medesime il regime di responsabilità previsto per i revisori — pure indicato come uno degli obiettivi più ambiziosi della riforma — è stato considerevolmente ridimensionato nelle sue ricadute applicative dai successivi interventi della SEC. Quest'ultima, dinanzi al rifiuto delle più importanti agenzie di *rating* di acconsentire all'inserimento delle proprie valutazioni

*cies and Regulatory Reform*, University of San Diego Research Paper No. 12-085, April 2012, pure reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=2042111>.

<sup>(6)</sup> Vale la pena di richiamare, al riguardo, le considerazioni di MANNS, (nt. 3), 21, secondo cui l'imposizione di specifici obblighi di trasparenza, se pure può facilitare l'identificazione da parte dei soggetti sia pubblici che privati di abusi e deviazioni dalle metodologie posti in essere dalle agenzie di *rating*, non appare in grado di affrontare i problemi più gravi della mancanza di concorrenza e di *accountability*; toni più fiduciosi si colgono, invece, in McNAMARA, (nt. 3), 731, ad avviso del quale la disponibilità delle informazioni prescritte dalla *sec. 932*, in combinazione con la *sec. 938*, del *Dodd-Frank Act*, avrebbe reso gli investitori in prodotti finanziari strutturati maggiormente avveduti, permettendo loro di tener conto di tali dati nelle proprie decisioni di investimento.

<sup>(7)</sup> Vanno menzionati al riguardo la prescrizione di istituire una struttura di controllo interno, la fissazione di poteri-doveri a carico di un *compliance officer*, nonché l'obbligo di dotarsi di un consiglio di amministrazione composto per almeno la metà di amministratori indipendenti (alcuni dei quali devono essere utilizzatori dei *ratings*), chiamato a vigilare sulle politiche di gestione dei conflitti di interesse ed a controllare la correttezza delle procedure di elaborazione delle valutazioni rilasciate dall'agenzia e l'efficacia dei controlli interni (*sec. 932*).

nei « *registration statements* » riguardanti gli strumenti finanziari emessi nelle operazioni di cartolarizzazione, ha sospeso l'applicazione della nuova disciplina, evitando così il pericolo di bloccare il mercato delle *asset-backed securities*, ma aprendo nel contempo una grossa falla nel sistema degli strumenti di *private enforcement* e finendo col depotenziare l'introduzione di regole di maggiore trasparenza <sup>(8)</sup>.

Proseguendo in tale ricognizione, va altresì menzionata l'innovazione arrecata al *Securities Exchange Act* del 1934, consentendo all'attore che promuova un'azione di responsabilità per frode nei confronti di un'agenzia di *rating*, di superare la *motion to dismiss* del convenuto ed accedere alla fase della *discovery* attraverso la sola allegazione di fatti dai quali si desume che l'agenzia di *rating* consapevolmente o con grave negligenza ha omesso di condurre personalmente, o per il tramite di un soggetto terzo ed indipendente, una ragionevole verifica delle informazioni su cui si è basata la propria attività di valutazione. Nell'agevolare l'attività processuale di *pleading* dell'attore che lamenti di essere stato danneggiato dal giudizio del *rater*, la disposizione — pur investendo essenzialmente il profilo della « procedibilità » dell'azione, senza modificare i presupposti sostanziali della responsabilità delle agenzie — tende, tuttavia, ad incentivare l'impiego da parte delle stesse dei servizi di *due diligence*, al fine di verificare i dati di fatto su cui si basano le metodologie impiegate per la valutazione del rischio di credito. E sotto questo profilo, l'intervento legislativo appena menzionato riflette la consapevolezza che ad incidere negativamente sulla *performance* delle agenzie sia stata proprio la drastica riduzione, determinatasi nel settore delle cartolarizzazioni dopo la fine del secolo scorso, della funzione di verifica degli elementi di fatto, oggetto di sempre minori investimenti e di una crescente tendenza alla esternalizzazione <sup>(9)</sup>.

L'aspetto della qualità e della affidabilità delle informazioni utilizzate dalle agenzie di *rating* è tenuto ben presente anche dal legislatore comunitario, che con il regolamento n. 1060/2009 — già novellato dal regolamento n. 513/2011 ed oggetto di ulteriori modifiche ad opera del regola-

<sup>(8)</sup> Più precisamente, la SEC ha dapprima emesso nel luglio 2010 una *no-action letter* con la quale sospendeva l'applicazione della suddetta disciplina per sei mesi, poi nel novembre 2010 ha esteso l'efficacia dell'esenzione a tempo indeterminato: cfr., per una valutazione critica, MANNs (nt. 3), 22; McNAMARA, (nt. 3), 740 ss.; nonché, per ulteriori dettagli sulla vicenda, TEMPKIN, *IFR-ABS: Bill reversing rating agencies liability advances*, reperibile sul sito [www.reuters.com](http://www.reuters.com).

<sup>(9)</sup> Il punto è ampiamente sottolineato da COFFEE jr., *Ratings Reform: The Good, The Bad, and the Ugly*, *Law ECGI Working Paper* n. 162/2010, September 2010, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1650802>, 45 ss.; sul « ruolo cruciale » della « *reasonable investigation* » nel processo di valutazione della diligenza, v. pure PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, in *A.G.E.*, 2012, 445 s.; ma per il rilievo che l'attenzione al solo aspetto della *due diligence* e non anche ad altre forme di potenziale decettività del *rating* ai fini dell'alleggerimento dei parametri del *pleading* contribuisca a restringere eccessivamente la sfera di operatività della norma, MANNs, (nt. 3), 23.

mento n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 (d'ora in avanti, « terzo » regolamento) — detta regole comuni intese a migliorare l'integrità, la trasparenza, la *governance* e l'indipendenza dell'attività di *rating* del credito e destinate a trovare applicazione ai *ratings* emessi da agenzie registrate nell'Unione europea, che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento <sup>(10)</sup>. In particolare, l'esigenza di dedicare la dovuta attenzione ai dati di base a disposizione dell'agenzia, si coglie nella previsione secondo cui non solo i *ratings* emessi e comunicati devono essere fondati su un'analisi accurata di tutte le informazioni disponibili e rilevanti per l'analisi condotta secondo le metodologie applicabili, ma le informazioni medesime devono anche essere di qualità sufficiente e provenire da fonti affidabili <sup>(11)</sup>.

Va pure segnalata la necessità che le agenzie di *rating* comunichino al pubblico ed aggiornino tempestivamente le informazioni relative alle metodologie, ai modelli ed alle ipotesi di base impiegati nel processo di valutazione del merito di credito <sup>(12)</sup>, nell'intento di favorire un controllo sulla solidità delle metodologie stesse ed una verifica delle valutazioni previsionali espresse, oltre che di rafforzare la disciplina del mercato. È infine opportuno porre in luce il dovere di utilizzare metodologie rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi *test* retrospettivi <sup>(13)</sup>.

Non senza incorrere in qualche semplificazione, sembra dunque di poter dire che la qualità del patrimonio informativo e l'attendibilità delle fonti da cui proviene, da una parte, e l'adeguatezza delle metodologie adottate, dall'altra, rappresentano due aspetti salienti ai fini della definizione dell'obbligazione gravante sulle agenzie di *rating* e dell'eventuale formulazione del giudizio di responsabilità a loro carico.

Con riferimento al profilo delle metodologie, bisogna peraltro aggiungere che, tenuto conto del divieto per le autorità pubbliche di interferire

<sup>(10)</sup> Un'analitica ricognizione della disciplina di cui al succitato regolamento n. 1060/2009 si legge in SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *N. leggi civ.*, 2010, 310 ss.; v., anche, PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca, impr., soc.*, 2010, 459 ss.; ID., *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 134 ss.; FRATINI, *Commento all'art. 4 bis*, in AA.VV., *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini e Gasparri, I, Torino, 2012, 148 ss.; PICARDI, (nt. 1), 742 ss.; cfr., inoltre, per un quadro aggiornato della normativa comunitaria in materia di *rating*, GARCIA ALCUBILLA-RUIZ DEL POZO, *Credit Rating Agencies on the Watch List: Analysis of European Regulation*, Oxford, 2012, 47 ss.

<sup>(11)</sup> V. l'art. 8, par. 2, del regolamento n. 1060/2009, come sostituito dal regolamento n. 462/2013; considera tale prescrizione di « scarsa rilevanza pratica » PROSPERETTI, *La possibile responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in *A.G.E.*, 2012, 463.

<sup>(12)</sup> Cfr. il dettato dell'art. 11, par. 1, in combinazione con l'Allegato I, sezione E, parte I, punto 6, del regolamento sopra citato.

<sup>(13)</sup> V. l'art. 8, par. 3, del regolamento in esame.



con il merito dell'attività di *rating* stabilito dal legislatore comunitario secondo un'opzione del tutto analoga a quella accolta dal legislatore federale statunitense <sup>(14)</sup>, il sindacato sull'adeguatezza delle suddette metodologie dovrà essere necessariamente reso sulla base dei manuali di *rating* e dei codici di autodisciplina, nonché della prassi seguita a livello internazionale.

Impostato il discorso sulle basi appena delineate, è legittimo ipotizzare una responsabilità in capo alle agenzie di *rating* fondata non sulla mera circostanza del mancato avverarsi della prognosi da esse formulata, ma sull'utilizzazione — in contrasto con i suaccennati doveri — di dati inesatti o incompleti o di procedure non corrette nella elaborazione delle proprie valutazioni predittive <sup>(15)</sup>.

Proseguendo lungo la visuale abbozzata, conviene riprendere lo spunto secondo cui la violazione delle norme rivolte ad incidere sulle strutture di *governance* delle agenzie, nonché la mancata o deficitaria adozione dei presidi intesi a prevenire e/o gestire i conflitti di interessi, pur non costituendo un autonomo titolo di responsabilità nei confronti dei terzi, potrà essere considerata un indizio difficilmente confutabile dall'agenzia convenuta di un suo agire doloso o gravemente colposo.

### 3. *Le agenzie di rating quali soggetti professionali dotati di uno status particolarmente qualificato e le condizioni per poter affermare una loro responsabilità da contatto sociale.*

Volendo trarre dai brevi cenni sopra svolti alcuni elementi utili per un inquadramento sistematico della questione, l'impressione che si ricava sembra essere orientata nel senso di addossare all'agenzia di *rating* un'ob-

<sup>(14)</sup> Giova segnalare che la *sec. 15E(c)(2)* — introdotta, come si è anticipato, dal *Credit Rating Agency Reform Act* — vieta alla SEC ed ai singoli Stati di regolare la « sostanza » dei *ratings* ovvero le procedure e le metodologie mediante le quali le NRSROs formulano le proprie valutazioni del merito di credito, nel convincimento che l'obiettivo di promuovere la qualità dei *ratings* possa essere meglio perseguito laddove il governo federale mantenga una posizione di neutralità. La norma, tuttavia, non ha evitato di sollevare dubbi in ordine alla sua sfera di operatività e di suscitare una riflessione sull'opportunità di estenderne la portata sino a precludere azioni di responsabilità contro le agenzie fondate sulle varie legislazioni statali, sul presupposto che anche le decisioni dei giudici possano essere intese come una forma di regolazione (sia pure indiretta) della « sostanza » e delle metodologie del *rating* (SULLIVAN, *Federal Preemption and the Rating Agencies: Eliminating State Law Liability to Promote Quality Ratings*, in 94 *Minn. L. Rev.*, 2009-2010, 2136 ss.). In senso analogo alla legislazione federale statunitense è orientato l'art. 23 del regolamento n. 1060/2009, a mente del quale nell'esercizio dei propri doveri né le autorità competenti europee né ogni altra autorità competente a livello nazionale possono interferire con il contenuto dei *ratings* o con le relative metodologie.

<sup>(15)</sup> BLAUROCK, *Verantwortlichkeit von Ratingagenturen — Steuerung durch Privat- oder Aufsichtsrecht?*, in *ZGR*, 2007, 628.

bligazione che, pur avendo ad oggetto un parere sull'affidabilità creditizia di un determinato emittente o di una data emissione di strumenti finanziari, implica tuttavia il rispetto di ben individuati doveri organizzativi e di comportamento. Le relative prescrizioni, unitamente alla predisposizione di un apparato di vigilanza incentrato sull'ESMA<sup>(16)</sup>, paiono concorrere ad attribuire alle agenzie di *rating* (o, quanto meno, a quelle registrate in tutti i casi in cui sia richiesto un *rating* a fini regolamentari) uno « *status* soggettivo altamente qualificato », legittimandone la riconduzione — come è stato notato<sup>(17)</sup> — entro la sfera degli esercenti « attività latamente riservate ».

Ne discende l'esigenza di ripensare criticamente l'idea espressa oltreoceano secondo cui la regolazione delle agenzie — in quanto appartenente all'ambito della *securities law* — dovrebbe perseguire l'obiettivo dell'efficienza del mercato piuttosto che quello della tutela degli investitori, sul fondamento del duplice assunto che, da una parte, le valutazioni emesse da tali soggetti sono rivolte soprattutto ad operatori qualificati (banche ed altri investitori istituzionali) i quali non sono privi di « difese » sul mercato dei capitali, dall'altra, che anche gli investitori *retail* sono in grado di diversificare il proprio portafoglio ottenendo lo stesso rendimento in relazione al livello di rischio conseguito dagli investitori più sofisticati<sup>(18)</sup>.

Riguardata da questa prospettiva, la tematica costringe a misurarsi — sia pure solo per i brevi richiami consentiti in questa sede — con le spinte innescate dalla crisi finanziaria nella direzione di un superamento delle strategie normative imperniate sulla trasparenza quale strumento cardine per correggere le imperfezioni del mercato e di un incremento dei controlli pubblici, nel contesto di una disciplina maggiormente orientata a promuovere e salvaguardare la fiducia degli investitori<sup>(19)</sup>. Una conferma della centralità di tale obiettivo può trarsi proprio dall'introduzione di un

<sup>(16)</sup> Cfr., per una ricostruzione del quadro di riferimento in materia di vigilanza sulle agenzie di *rating* in seguito all'entrata in vigore del già citato regolamento n. 513/2011, PARMEGGIANI-SACCO GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *N. leggi civ.*, 2012, in specie 55 ss.; PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in *A.G.E.*, 2012, 413 ss.; GARCIA ALCUBILLA-RUIZ DEL POZO, (nt. 10), 110 ss.; MANAIGO-VEKIL, *The regulation of credit rating agencies in Europe and ESMA's supervisory power*, in *18 Columbia Jour. of European Law Online*, 2011-12, 33 ss.

<sup>(17)</sup> SACCO GINEVRI, (nt. 10), 346; cfr., pure, F. GRECO, (nt. 1), 41 s., che annovera lo *status* professionale delle agenzie fra gli elementi che inducono ad assegnare al *rating* un ruolo diverso da quello del « consiglio amichevole » giuridicamente irrilevante ed a giustificare la responsabilità delle agenzie medesime.

<sup>(18)</sup> ROUSSEAU, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*, August 2005, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=797325>, 56 s.; RHODES, *The Role of the SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, in *20 Seton Hall Legis. J.*, 1996, 294.

<sup>(19)</sup> PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, 849; cfr. anche PRESTI, (nt. 3), 213 s., che sottolinea come alla base dell'incapacità dei regolatori e delle autorità di vigilanza di governare e gestire i rischi del mercato finanziario vi sia stata anche la mancanza di strumenti operativi nei confronti di soggetti come le agenzie di *rating*.

sistema di vigilanza delle agenzie di *rating* accompagnato dalla prescrizione delle regole testé menzionate che, in quanto destinate a trovare applicazione, in linea di principio, nei confronti di tutti i terzi fruitori dei *ratings* — siano essi emittenti o investitori professionali e non — si risolvono in una disciplina dell'attività, e dunque dell'impresa. Questa opzione appare coerente, del resto, con il riconoscimento di un interesse generale alla corretta prestazione dei servizi di emissione dei *ratings* in vista di un efficiente funzionamento del mercato del credito <sup>(20)</sup>.

La proposta di un simile approdo interpretativo solleva il quesito se, nonostante la fissazione a livello di legislazione europea di un regime dell'azione imprenditoriale impostato su basi oggettive, si possa comunque recuperare una rilevanza della tipologia di « utenti » dei *ratings* anche in funzione della classe di strumenti finanziari valutati, non scevra di conseguenze sull'affermazione della responsabilità delle agenzie di cui ci si sta occupando.

La segnalata sottoposizione delle agenzie di *rating* ad un sistema di vigilanza ed il valore tuttora riconosciuto ai loro giudizi sul merito di credito, nonostante le più recenti tendenze verso una riduzione dell'*over-reliance* sui medesimi <sup>(21)</sup>, se per un verso appaiono significative sul piano

<sup>(20)</sup> Cfr. DI RIENZO, *La responsabilità verso terzi nella valutazione del merito creditizio delle imprese*, in AA.VV., *Le fonti private del diritto commerciale*, Atti del Convegno di studi di Catania, 21 e 22 settembre 2007, a cura di V. Di Cataldo e P.M. Sanfilippo, Milano, 2008, 272 ss.

<sup>(21)</sup> Può essere di interesse sottolineare come siano stati molteplici — sia nell'ordinamento statunitense che in ambito europeo — gli interventi normativi e le iniziative istituzionali intese a ridurre il valore regolamentare dei *ratings* e l'eccessivo affidamento nei medesimi da parte degli investitori: solo esemplificativamente basta ricordare, da una parte, la *sec. 939 del Dodd Frank Act*, dedicata alla *Removal of statutory references to credit ratings* dei quali si dispone la sostituzione con il generico richiamo a « *standards of creditworthness* » individuati dalle autorità regolamentari competenti, nonché la *sec. 939A* della stessa legge, che impone a ciascuna autorità federale di rimuovere dalla propria regolamentazione ogni riferimento ai *credit ratings*, assegnando per tale revisione il termine di un anno (peraltro trascorso senza che molte delle *references* fossero eliminate); dall'altra, le integrazioni al regolamento n. 1060/2009 apportate dal c.d. « terzo » regolamento comunitario. Va menzionato, al riguardo, l'art. 5-*bis*, che impone agli « enti finanziari » di effettuare una propria valutazione del merito di credito di un'entità o di uno strumento finanziario, senza affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai *ratings*, secondo procedure la cui adeguatezza deve essere controllata — tenendo conto « della natura, della portata e della complessità » delle attività di tali imprese — dalle autorità incaricate della vigilanza su tali imprese, chiamate altresì a valutare l'utilizzo di riferimenti contrattuali ai *ratings* e, se del caso, ad incoraggiare una riduzione dell'incidenza di tali riferimenti in vista di un ricorso meno esclusivo e meccanico ai medesimi, in linea con le regolamentazioni settoriali specifiche. Merita pure richiamare l'art. 5-*ter*, in base al quale le nuove autorità di vigilanza europee su banche, assicurazioni e mercato finanziario (EBA, ESMA, EIOPA) non fanno riferimento ai *ratings* nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiano di determinare un affidamento eccessivo agli stessi da parte delle autorità competenti e dei partecipanti al mercato, essendo altresì tenute, entro il 31 dicembre 2013, a riesaminare e nel caso rimuovere tutti i riferimenti ai *ratings* eventualmente contenuti negli atti di competenza. Infine, va evidenziato che il nuovo art. 5-*quater* impegna la Commissione a rivedere i richiami al *rating* nella legislazione dell'Unione europea suscettibili di provocare un affidamento



del riconoscimento di una pretesa dell'emittente ad ottenere *ratings* accurati e corretti, per l'altro potrebbero condurre ad affermare la ragionevolezza dell'affidamento riposto dai terzi investitori sui *ratings* emessi dalle agenzie registrate, qualificabile in termini di fonte di obbligazioni *ex art.* 1173 c.c. <sup>(22)</sup>, nonché la natura di responsabilità da contatto sociale cui le stesse sarebbero esposte nei confronti di costoro <sup>(23)</sup>.

Certo, non ci si può nascondere come tale soluzione sia tutt'altro che incontrovertibile <sup>(24)</sup>, laddove si tenga conto che la sussistenza di una simile

ugualmente meccanico o esclusivo delle autorità competenti o degli operatori, con l'obiettivo di eliminare detti richiami entro il 1° gennaio 2020, a condizione che siano state identificate e attuate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito. Né si può trascurare di considerare la direttiva 2013/14/UE — approvata anch'essa il 13 maggio 2013 — che modifica la direttiva 2003/41/CE relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai *ratings* del credito. Proprio la consapevolezza che l'attenuazione della « sudditanza » nei confronti del *rating* non possa essere disgiunta dall'individuazione di adeguati meccanismi ad esso alternativi costituisce il *leit-motiv* dei contributi dottrinali che criticamente riassumono gli orientamenti suddetti ed animano il relativo dibattito: cfr. PRESTI, (nt. 2), 276 ss.; VELLA, *Il rating: alla ricerca di una « terza via »*, in *A.G.E.*, 2012, 323 ss.; SZEGO-GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. « Reliance » e « over-reliance » sulle agenzie di rating*, *ibidem*, 345 ss.; ENRIQUES-GARGANTINI, (nt. 3), 493 ss.; GARCIA ALCUBILLA-RUIZ DEL POZO, (nt. 10), 41 ss., 253 ss.

<sup>(22)</sup> FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, 80 ss.; cfr., più in generale, FAILLACE, *La responsabilità da contratto sociale*, Padova, 2004, 15, 121 ss., dove l'inquadramento della responsabilità da informazioni inesatte nel paradigma del rapporto obbligatorio senza obbligo primario di prestazione teorizzato da CASTRONOVO, *Tra contratto e torto. L'obbligazione senza prestazione*, in *La nuova responsabilità civile*<sup>3</sup>, Milano, 2006, 443 ss.; nonché, per un riesame della tematica in chiave di analisi economica del diritto, F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, in specie 201 ss.

<sup>(23)</sup> Propende per questa soluzione SACCO GINEVRI, (nt. 10), 344 ss.; cfr., inoltre, FRATINI, (nt. 10), 173 s.; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contr. impr.*, 2011, 822 ss.; diversamente orientato SALANITRO, *Capitalizzazione e crisi economica*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 136, dove l'affermazione dell'inadeguatezza dell'idea di una responsabilità da contatto sociale delle agenzie di *rating* ad offrire una soluzione efficace ai problemi suscitati dalla crisi finanziaria, nonché della mancanza di un dato normativo sicuro in grado di sorreggerla; la tesi della natura extracontrattuale della responsabilità delle agenzie medesime nei confronti degli investitori è seguita, fra gli altri, da MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 635; DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating*, Padova, 2012, 402 ss.; F. GRECO, *La responsabilità « extracontrattuale » dell'agenzia di rating nei confronti dell'investigatore*, in *Resp. civ. e prev.*, 2013, 145 ss.

<sup>(24)</sup> V., infatti, in senso contrario alla possibilità di « ravvisare, neppure astrattamente, un'ipotesi di responsabilità contrattuale, sia pure da c.d. contatto sociale », non sussistendo alcun rapporto contrattuale di fatto fra l'agenzia di *rating* e gli investitori, Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012; nonché Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Danno e resp.*, 2013, 185 e 181, con nota di SAPONARO; in *Giur. comm.*, 2013, II, 462, con nota di PARMEGGIANI. E tuttavia, un esempio di come la nostra giurisprudenza non sia del tutto refrattaria ad accogliere un siffatto orientamento è offerto dall'affermazione della natura contrattuale della responsabilità della banca girataria per l'incasso di assegni bancari (o circolari), la quale abbia pagato i medesimi in violazione delle regole poste dalla legge assegni: Cass. S.U., 26 giugno 2007, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, II, 567, con nota di CIOCCA; Cass., 30 marzo 2010, *ivi*, 2011, II, 677,

responsabilità presuppone la consapevolezza in capo all'operatore qualificato del « rischio di danno *contra ius* o *sine iure* al quale il suo comportamento espone altri soggetti con cui entra in un rapporto anche soltanto sociale o anche soltanto indiretto », dovendo essere questi ultimi previamente identificabili ed esposti al rischio in una misura prevedibile da parte del potenziale danneggiante <sup>(25)</sup>. Questa condizione potrebbe ritenersi insussistente nel caso dell'attività di *rating*, salvo far coincidere la cerchia dei destinatari del giudizio sul merito di credito con l'insieme dei sottoscrittori di una data emissione di strumenti finanziari.

Eppure, proprio quest'ultima notazione dischiude un ulteriore percorso di riflessione solo che si esamini la possibilità, in presenza di determinate circostanze, di considerare i potenziali investitori come un gruppo circoscritto ed identificabile *ex ante* in relazione alla connotazione economica ed alla professionalità dei medesimi, nonché alla specifica qualità degli strumenti finanziari valutati.

Tale orientamento non è estraneo alla giurisprudenza statunitense che — chiamata a decidere sull'ammissibilità di alcune azioni di responsabilità per *negligent representation* promosse in base *rule* 10b-5 della SEC da investitori istituzionali nei confronti delle agenzie di *rating* — ha respinto la difesa fondata sul *First Amendment* — dunque, la tradizionale posizione secondo cui i *ratings* sarebbero assimilabili a delle mere opinioni giornalistiche e godrebbero delle guarentigie connesse alla libertà di stampa — ed ha ammesso, pur in mancanza di un rapporto contrattuale fra l'agenzia ed il terzo investitore, l'esistenza di una *special relationship* qualora le valutazioni sul merito di credito siano assegnate a strumenti finanziari destinati ad un gruppo selezionato di potenziali sottoscrittori, come avviene di regola quando si tratti di titoli emessi nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione <sup>(26)</sup>.

Volendo tentare di vagliare la legittimità di una simile soluzione nel

con nota di GHERARDI; Trib. Parma, 6 marzo 2008, *ibidem*; Trib. Milano, 12 gennaio 2009, *ivi*, 2010, II, 768.

<sup>(25)</sup> MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *A.G.E.*, 2002, 227, il quale, valorizzando lo *status* del professionista e l'affidamento veicolato dalle sue dichiarazioni, afferma la responsabilità contrattuale del primo nei confronti di quei terzi utilizzatori delle dichiarazioni medesime che siano individuati o individuabili.

<sup>(26)</sup> La circostanza che il *rating report* sia disponibile ad un ristretto e qualificato gruppo di investitori implica — secondo le Corti statunitensi [*Abu Dhabi Commercial v. Morgan Stanley*, 269 F.R.D., 252; 2010 U.S. Dist. LEXIS 59339, dove si richiama *Dun & Bradstreet, Inc. v. Greenmoss Builders Inc.*, 472 U.S. 749 (1985)] — l'assimilabilità dello stesso ad un « *commercial speech* » e la fuoriuscita dalla sfera di applicazione del primo Emendamento (cfr. CANE-SHAMIR-JODAR, *Below Investment Grade and Above the Law: A Past, Present and Future Look at the Accountability of Credit Rating Agencies*, Nova Southwestern University Legal Studies Paper No. 11-005, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=1927907>, 23 ss.; DEATS, *Talk That Isn't Cheap: Does the First Amendment Protect Credit Rating Agencies' Faulty Methodologies from Regulation?*, in 110 *Colum. L. Rev.*, 2010, 1818 ss.).

nostro ordinamento, è da domandarsi — di là dall'influenza esercitata dalla figura di matrice tedesca del contratto con effetti di protezione a favore di terzi <sup>(27)</sup> — se la distinzione fra la responsabilità contrattuale o extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori possa essere basata sul criterio della determinabilità *a priori* dei destinatari delle valutazioni da esse formulate <sup>(28)</sup>, come accade non soltanto nelle offerte di strumenti finanziari riservate ai soli investitori professionali, ma anche nelle ipotesi in cui le valutazioni medesime siano veicolate da un prospetto, il quale — data la crescente complessità e lo spiccato tecnicismo che lo contraddistinguono — difficilmente sarà alla portata del livello di competenza e di cultura finanziaria dei clienti al dettaglio <sup>(29)</sup>.

Pur senza nascondersi la delicatezza e l'opinabilità di un tale indirizzo ricostruttivo, un elemento idoneo ad assicurare un'equilibrata composizione degli interessi in gioco pare risiedere nella circostanza che la professionalità degli investitori danneggiati da un *rating* inesatto o scorretto finisce per rappresentare non solo un indice di identificabilità *ex ante* di questi ultimi e, quindi, un presupposto della responsabilità nei loro confronti, ma anche un limite della stessa. Ed infatti, si dovrebbe arrivare ad escludere o, quanto meno, ad attenuare l'obbligazione risarcitoria dell'agenzia di *rating* tutte le volte in cui i terzi utilizzatori delle dichiarazioni rese siano autonomamente in grado di coglierne ed apprezzarne l'(in)attendibilità <sup>(30)</sup>. Questo rilievo — sebbene non vada eccessivamente enfatizzato in nome di un principio di autoresponsabilità gravante sugli investitori professionali destinatari dei *ratings*, tenuto conto della diversità di competenze ed *expertise* richieste dalle valutazioni del merito di credito — consente, peraltro, di ridimensionare il rischio di incorrere in ingiustificate disparità di trattamento fra terzi utilizzatori dei *ratings* appartenenti ad una cerchia ristretta e dotati di un'elevata professionalità, la cui tutela sarebbe assegnata al campo della responsabilità contrattuale, e terzi « remoti » che intendano far valere una pretesa risarcitoria per un danno asseritamente

<sup>(27)</sup> Cfr. WAGNER, *Die Haftung von Ratingagenturen gegenüber dem Anlegerpublikum*, in JUNG (Hrsg.), *Eineseit und Vielheit im Unternehmensrecht: Festschrift für U. Blaurock zum 70. Geburtstag*, Tübingen, 2013, p. 467 ss.; reperibile anche sul sito <http://ssrn.com/abstract=2145269>, 17 ss. (da cui si cita); HAAR, *Civil Liability of Credit Rating Agencies — Regulatory All-or-Nothing Approaches between Immunities and Over-Deterrence*, pure reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=2198295>, 4 ss.; BLAUROCK, (nt. 15), 634 s.

<sup>(28)</sup> Esclude che siano il contatto e lo status dei soggetti a determinare la doverosità di certi comportamenti, M. BARCELLONA, *Strutture della responsabilità e ingiustizia del danno*, in *Europa e diritto privato*, 2000, 464 ss.

<sup>(29)</sup> E tuttavia, come emerge dalla giurisprudenza sul c.d. risparmio tradito, la tutela degli investitori si è concentrata soprattutto sull'*enforcement* delle regole di comportamento degli intermediari, piuttosto che trovare attuazione per il tramite del sistema dei controlli sugli emittenti e sui loro *gatekeepers*: cfr. PERRONE, (nt. 19), 848.

<sup>(30)</sup> Cfr. MAZZONI, (nt. 25), 222 ss., secondo cui la comune professionalità dei soggetti coinvolti è « elemento, se non essenziale o costitutivo, quanto meno rilevante » della fattispecie in cui la pretesa di risarcimento è fatta valere dai terzi c.d. « prossimi ».

derivante da un'operazione in ordine alla quale l'agenzia abbia diffuso nel mercato un *rating* falso o inesatto: costoro, infatti, alla stregua di ogni attore in responsabilità extracontrattuale, dovrebbero affrontare e superare, pur con le precisazioni che si cercherà di fornire più avanti, gli ostacoli connessi alla prova dell'elemento soggettivo dell'illecito, nonché del nesso di causalità fra quest'ultimo e il danno.

#### 4. *Lo standard di diligenza esigibile dalle agenzie di rating.*

Quanto sin qui osservato invita a riflettere sul rapporto fra l'esistenza di precetti normativi rivolti ad imporre una doverosità specifica del comportamento delle agenzie di *rating* ed i margini di discrezionalità insiti nelle valutazioni del merito di credito. La verifica dello *standard* di diligenza osservato dall'agenzia nell'applicare le metodologie di *rating* e le misure dirette a garantire la qualità delle informazioni — che non potrà non essere quello della diligenza qualificata *ex art.* 1176, comma 2, c.c. — dovrà tener conto, da un lato, che il giudizio di *rating* rappresenta una sintesi di molteplici e complesse valutazioni relative sia al piano finanziario che a quello industriale dell'emittente e spesso implicanti apprezzamenti di segno soggettivo connessi alla peculiarità dei criteri anche qualitativi adottati (si pensi alla considerazione spesso rivolta alla « cultura dell'impresa » ed alla sua organizzazione interna, alla comunicazione ed alle tecniche di gestione) <sup>(31)</sup>; dall'altro, che le informazioni su cui le agenzie basano le proprie valutazioni sono fornite ed elaborate dall'emittente e, in larga misura, oggetto di verifica e controllo da parte di altri soggetti a ciò istituzionalmente preposti <sup>(32)</sup>. Mentre sotto il primo profilo si registrano opinioni secondo cui la peculiare natura dell'attività di valutazione del merito di credito potrebbe rendere tutt'altro che agevole un sindacato giurisdizionale sulla correttezza delle metodologie a tal fine applicate <sup>(33)</sup>, con riguardo al tema della qualità delle informazioni è da escludere che le agenzie siano tenute a seguire procedure di vera e propria *due diligence* (salva la necessità di effettuare verifiche o di rifiutare l'emissione del *rating*

<sup>(31)</sup> Del tutto condivisibile appare, perciò, il rilievo secondo cui non si può concludere che il *rating* fosse errato per il solo fatto che esso si sia rivelato inesatto *ex post*: v., in tal senso, BLAUROCK, (nt. 15), 627 s.; HABERSACK, *Rechtsfragen des Emittenten-Ratings*, in *Zeit. f. d. ges. Handelsrecht*, 2005, 185 ss.; WAGNER, (nt. 27), 9; TÖNNINGSEN, *Die Regulierung von Ratingagenturen*, in *ZBB*, 2011, 470, dove la notazione che ugualmente difficile può essere l'accertamento dell'inesattezza del *rating* nel momento giuridicamente rilevante della sua emissione.

<sup>(32)</sup> E v., in questi termini, SAPONARO, *Il danno da rating: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, nota a Cass. S.U., 22 maggio 2012, n. 8076, Trib. Milano, 1° luglio 2011, n. 8790, Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e resp.*, 2013, 186 ss.

<sup>(33)</sup> Cfr., fra gli altri, DITTRICH, *The credit rating industry: competition and regulation*, June 14, 2007, reperibile sul sito <http://ssrn.com/abstract=991821>, 143.

in caso di palese falsità delle informazioni fornite) <sup>(34)</sup> o che siano destinarie di obblighi di accertamento della veridicità delle informazioni o di ricerca e scoperta delle frodi, come è invece previsto — per limitarci al nostro sistema disciplinare — per il collegio sindacale, i revisori o la Consob, titolari di poteri anche molto incisivi. Ed un peso tutt'altro che secondario riveste, poi, la considerazione che affinché possano essere avanzate eventuali pretese risarcitorie non basta che sia stato errato o deficitario il processo di elaborazione e di emissione del *rating*, ma occorre che ciò abbia influenzato anche il risultato della valutazione compiuta <sup>(35)</sup>.

Un discorso in parte diverso può essere fatto, però, per il *rating* degli strumenti finanziari strutturati, oggetto sia nella normativa statunitense che in quella europea di alcune norme *ad hoc*, a dimostrazione della possibilità di ricavare da esse una specifica disciplina per un determinato segmento dell'attività imprenditoriale posta in essere dalle agenzie. È significativo a questo proposito l'accento posto sull'informazione e la valutazione delle procedure di *due diligence* svolte in ordine agli strumenti finanziari sottostanti o ad altre attività degli strumenti finanziari strutturati. È richiesto, fra altro, all'agenzia di indicare se ha provveduto direttamente a valutare tali procedure oppure se si è affidata alla valutazione di terzi, rendendo noto in che modo i risultati della medesima hanno influito sul *rating* del credito <sup>(36)</sup>.

Le considerazioni sinora svolte paiono, dunque, dimostrare l'imposizione a carico delle agenzie di *rating*, oltre che di regole a contenuto variabile connesse all'applicazione del principio di diligenza, seppure più nettamente individuate in relazione al particolare settore di operatività, anche di regole tecniche in senso stretto, idonee a definire la condotta esigibile dalle agenzie medesime alla stregua di un agire corretto e professionalmente attrezzato. Potrebbe allora ritenersi che a fronte della violazione di tali norme di condotta all'investitore che voglia promuovere un'azione risarcitoria sarà sufficiente dimostrare tale violazione, nonché il nesso di causalità fra la stessa ed il danno, mentre spetterà all'agenzia la

<sup>(34)</sup> Cfr. Trib. Milano, 1° luglio 2011, n. 8790, in *Società*, 2012, 1444, con nota di GIUDICI; in *Danno e resp.*, 2013, 178, con nota di SAPONARO; in *Obbligazioni e contratti*, 2012, 352 ss., con nota di MARIANELLO.

<sup>(35)</sup> BLAUROCK, (tit. 15), 628.

<sup>(36)</sup> Cfr. l'Allegato I, sezione D, parte II, punto 2, del regolamento n. 1060/2009. A ciò si accompagna la previsione a carico dell'emittente, del cedente e dello *sponsor* di uno strumento finanziario strutturato dell'obbligo di pubblicare congiuntamente in un'apposita pagina *web* creata dall'ESMA le informazioni sulla qualità creditizia e la *performance* delle attività sottostanti allo strumento finanziario strutturato, la struttura dell'operazione di cartolarizzazione, i flussi di cassa e le garanzie reali a sostegno delle esposizioni inerenti alla cartolarizzazione e le informazioni necessarie a condurre prove di *stress* complete e ben documentate sui flussi di cassa e i valori delle garanzie reali a sostegno delle esposizioni sottostanti (art. 8-ter, aggiunto dal « terzo » regolamento). Di rilievo è anche l'introduzione del doppio *rating* per gli strumenti finanziari strutturati, che deve essere fornito da due agenzie indipendentemente l'una dall'altra (art. 8-quater inserito dal medesimo regolamento).

prova liberatoria di aver usato, malgrado tale assunto, la diligenza professionale richiesta <sup>(37)</sup>.

Accedendo a questo ordine di idee, non si può escludere che — in assenza di un assoluto disfavore normativo verso l'attività di valutazione del merito di credito <sup>(38)</sup> — si sia voluto disciplinare l'esercizio della stessa attraverso l'espressa previsione di una serie di obblighi, la cui inosservanza determina il sorgere di una responsabilità ed il risarcimento del danno, anche se meramente patrimoniale.

Si è osservato, peraltro, come la fissazione di doveri di condotta a carico delle agenzie di *rating*, sui quali eventualmente fondare una responsabilità contrattuale, potrebbe finire per comprimere, anziché rafforzare, la tutela degli investitori, circoscrivendola alle ipotesi di comportamenti non conformi a quelli normativamente oggetto di « standardizzazione », e si è conseguentemente suggerito di valorizzare l'art. 1338 c.c. quale regola fondamentale dell'ordinamento su cui basare una responsabilità da affidamento, anche se di natura extracontrattuale, ma collegata alla violazione di precisi obblighi di azione come quelli oggettivati dalla disciplina legislativa e regolamentare. E tuttavia, a conferma dell'avvicinamento degli elementi costitutivi delle due ipotesi di responsabilità civile, si arriva a concludere che la presenza di regole giuridiche per l'assolvimento degli obblighi di valutazione del merito creditizio, in quanto espressive di una buona fede in senso oggettivo, farebbe sì che la prova dell'elemento soggettivo possa considerarsi assorbita nella dimostrazione della violazione della regola di comportamento <sup>(39)</sup>.

In questo articolato e forse non esaustivo quadro ricostruttivo si inseriscono le specifiche previsioni sul tema in esame contenute nell'art. 35 *bis*, aggiunto al regolamento n. 1060/2009 dal « terzo » regolamento recentemente approvato. Esso introduce un regime speciale che abbraccia sia le ipotesi di responsabilità contrattuale dell'agenzia nei confronti dell'emittente, sia quelle di responsabilità « quasi contrattuale » (o extracontrattuale) della medesima verso l'investitore, contribuendo in definitiva a

<sup>(37)</sup> Particolarmente significativa appare al riguardo l'affermazione che si legge in Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, cit., che — dopo aver richiamato le regole metodologiche di cui al regolamento n. 1060/2009, non applicabile ai fatti per cui era causa, ma comunque meritevole di menzione in quanto suscettibile di offrire utili spunti interpretativi — precisa che ai terzi danneggiati spetterà il compito di dimostrare che l'agenzia di *rating* ha emesso (o omesso di rivedere) un giudizio che non rispecchia la situazione economico-patrimoniale-finanziaria dell'emittente e tale mancata corrispondenza dipende dall'utilizzo di procedure di valutazione non conformi alle prassi internazionali e agli *standards* di settore, mentre l'agenzia di *rating* dovrà, di contro, dimostrare che l'erronea valutazione fornita e l'inesatta rappresentazione dell'immagine economico-patrimoniale della società emittente non è dovuta alla violazione delle prassi e degli *standards* predetti, ma a false informazioni fornite dall'emittente i titoli e non riscontrabili come tali all'atto della valutazione.

<sup>(38)</sup> Cfr. PARMEGGIANI-SACCO GINEVRI, (nt. 16), 59 ss.

<sup>(39)</sup> Si tratta del percorso argomentativo proposto da DI RIENZO, (nt. 20), 280 ss.



dimostrare che l'ambito disciplinato, o meglio il tipo di problemi cui il testo normativo intende dare risposta, non risiede nella qualificazione del titolo di responsabilità in base al quale le agenzie possono essere chiamate a rispondere <sup>(40)</sup>, ma è quello, ben più significativo, del fondamento della stessa responsabilità e della considerazione delle posizioni dei diversi soggetti in funzione di un loro riequilibrio rispetto ai fatti in contestazione <sup>(41)</sup>.

Nell'intento di contemperare le istanze riparatorie a favore di emittenti ed investitori al bisogno di non ampliare eccessivamente il perimetro della responsabilità delle agenzie di *rating*, la normativa europea di recente emanazione limita tale responsabilità ai casi nei quali si riscontri una delle violazioni elencate nell'allegato III del regolamento, la cui rilevanza — tenuto conto della connotazione professionale e della complessità della valutazione sottesa all'emissione del *rating* <sup>(42)</sup> — viene circoscritta alle ipotesi di dolo o colpa grave <sup>(43)</sup>.

Pur abbandonando la regola dell'inversione dell'onere della prova prevista nel testo originario approvato dalla Commissione, il paragrafo 2 dell'art. 35-*bis* richiede all'investitore o all'emittente che reclamano i danni subiti a causa dell'infrazione di presentare elementi informativi precisi e dettagliati tali da indicare la violazione da parte dell'agenzia di *rating* delle disposizioni contenute nel regolamento e l'impatto che essa ha avuto sulla valutazione del merito di credito emessa.

Non sfugge, tuttavia, pure in presenza di un generale significativo incremento del livello di trasparenza in ordine alle metodologie seguite dalle agenzie di *rating*, la difficoltà per soggetti comunque estranei al processo di elaborazione ed emissione delle valutazioni del merito di credito di addurre indizi sufficientemente univoci e particolareggiati da cui

<sup>(40)</sup> Il punto è ben colto e sottolineato — con riferimento al testo della proposta di regolamento in esame approvato dalla Commissione il 15 novembre 2011, ma con considerazioni che risultano essere calzanti anche rispetto alla versione definitiva — da WAGNER, (nt. 27), 25.

<sup>(41)</sup> V. il trentaduesimo *considerando* del regolamento summenzionato, che si chiude con l'affermazione secondo cui mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di *rating* possono intentare un'azione nei confronti della medesima per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale fra le parti.

<sup>(42)</sup> Cfr., sul tema, PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie*, (nt. 10), 149 s.

<sup>(43)</sup> Approva la scelta di limitare la responsabilità ai casi di dolo o colpa grave, PRESTI, (nt. 3), 274. Una consonanza di vedute si coglie sotto questo profilo con talune posizioni espresse oltre oceano, favorevoli a circoscrivere la responsabilità delle agenzie di *rating* ai casi di « *gross negligence* » [cfr. MANNS, (nt. 3) 1076 ss.], mentre non mancano in sistemi giuridici europei diversi dal nostro proposte inclini ad ammettere una responsabilità da *rating* inasatto anche per colpa semplice, limitando però ad una somma determinata l'obbligazione risarcitoria a carico dell'agenzia nell'ipotesi in cui la vicenda riguardi il mercato secondario, essendovi in tal caso una redistribuzione delle perdite fra gli investitori: cfr. WAGNER, (nt. 27), 29 ss.

possano desumersi la suaccennata violazione, nonché il fatto che essa abbia in concreto influenzato il *rating* emesso, il quale — in assenza della violazione medesima — sarebbe stato diverso.

Mostrando di recepire la condivisibile preoccupazione che il riferimento a fatti da cui potesse trarsi una « verosimiglianza » della violazione — come pareva emergere dalla formulazione della norma dell'art. 35-bis, par. 4, nel testo approvato dalla Commissione <sup>(44)</sup> — si sarebbe tradotto in un fattore di incertezza, non essendo il concetto medesimo compiutamente ed uniformemente definito nei vari ordinamenti europei, il legislatore comunitario rimette, peraltro, a ciascun organo giurisdizionale nazionale competente il compito di stabilire come debba intendersi la locuzione « elementi informativi precisi e dettagliati », senza rinunciare a porre l'accento sulla circostanza che l'investitore o l'emittente possono non avere accesso ad informazioni di stretta pertinenza dell'agenzia.

Sullo sfondo di tale contesto normativo, una soluzione percorribile per scongiurare il pericolo di un automatico affidamento su *ratings* rivelatisi poi errati e, nel contempo, valorizzare la diversa posizione dei soggetti danneggiati, può risiedere, all'interno nel nostro ordinamento, nell'applicazione del principio processualciviltistico della c.d. prossimità della prova, imponendo così all'agenzia la dimostrazione di non essere incorsa nelle violazioni ad essa imputate e, nel contempo, innalzando l'onere di allegazione da parte dell'investitore professionale in ordine al comportamento doloso o gravemente negligente della stessa <sup>(45)</sup>.

## 5. Il problema del nesso di causalità.

Strettamente connesso con quanto sin qui osservato è il tema — la cui rilevanza cruciale è dimostrata dalle prime recenti pronunce delle nostre Corti di merito nei giudizi di responsabilità promossi da investitori (ed emittenti) contro le agenzie di *rating* — del nesso di causalità fra la

<sup>(44)</sup> In effetti, il dettato normativo della proposta summenzionata statuiva che se l'investitore avesse accertato fatti dai quali poter desumere che un'agenzia di *rating* del credito avesse posto in essere una delle violazioni di cui all'Allegato III, spettava all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che quest'ultima non avesse avuto impatto sul *rating* emesso.

<sup>(45)</sup> Utili spunti interpretativi possono trarsi al riguardo dalla lettura del trentaseiesimo considerando del suddetto regolamento, dove si ha cura di precisare come il fatto che gli investitori istituzionali, compresi i gestori di investimenti, siano tenuti ad effettuare le proprie valutazioni del merito di credito di determinati strumenti o attività finanziarie non impedisce alle autorità giudiziarie di dichiarare la responsabilità civile di un'agenzia di *rating* del credito per i danni cagionati a un investitore. Sebbene il regolamento intenda migliorare le possibilità degli investitori di effettuare una propria valutazione del rischio, questi ultimi continueranno ad avere un accesso più limitato alle informazioni rispetto alle agenzie di *rating* del credito. Il testo in parola non manca poi di sottolineare come i piccoli investitori, in particolare, spesso possono non essere in grado di valutare criticamente un *rating* esterno fornito da un'agenzia.



valutazione del merito di credito e la specifica scelta di investimento (o operazione di finanziamento) compiuta. Non può non ricordarsi, in proposito, la posizione assai ricorrente secondo cui le agenzie di *rating* formulano mere previsioni, anziché raccomandazioni ad investire, differenziandosi sotto questo aspetto, ad esempio, dagli analisti finanziari <sup>(46)</sup>.

Senza ripercorrere analiticamente in questa sede le diverse proposte avanzate in dottrina per cercare di risolvere il problema della prova del nesso causale, merita soffermarsi sulla possibilità, in determinati casi che si andranno ad esaminare, di fornire tale prova mediante il ricorso a presunzioni.

Viene immediato di richiamare l'eventualità dell'insolvenza dell'emittente i cui titoli erano valutati fino a pochi giorni prima del manifestarsi del dissesto come caratterizzati da un basso rischio di credito, sicché l'investitore che si duole del danno consistente nell'aver acquistato i medesimi o nel non averli prontamente venduti potrà assumere come normale, secondo i canoni della regolarità causale, che senza tale erronea valutazione non avrebbe effettuato l'investimento oppure si sarebbe deciso al disinvestimento. Ma in termini non del tutto dissonanti potrebbe dolersi anche l'emittente che abbia subito un'alterazione in negativo delle proprie capacità finanziarie e della propria solvibilità in conseguenza dell'applicazione da parte dell'agenzia di *rating* di metodologie non corrette e dell'emissione di un *rating* errato <sup>(47)</sup>. Il nesso di causalità fra l'operazione — costituita, a seconda dei casi, dall'investimento o dal mancato disinvestimento oppure dagli esiti del ricorso a mercato del capitale di credito — ed il danno subito sarebbe *in re ipsa*, mentre graverebbe sull'agenzia di *rating* l'onere di provare la sussistenza di fatti idonei ad interrompere la concatenazione

<sup>(46)</sup> Non sembra superfluo ricordare che nella prassi le stesse agenzie, nell'emettere i propri giudizi valutativi, si avvalgono di formule declinatorie di responsabilità (*disclaimers*), intese a sottolineare che i *ratings* rappresentano delle semplici opinioni. Posto che la stessa normativa comunitaria impedisce di riconoscere automaticamente a tali *disclaimers* l'effetto di esonerare da responsabilità il dichiarante, là dove richiede che la limitazione preventiva della responsabilità medesima sia « ragionevole e proporzionata » nonché consentita dalla legislazione nazionale applicabile [art. 35-bis, par. 3, lett. a) e b), inserito dal regolamento n. 462/2013], pare ragionevole ammettere un'efficacia di tali clausole verso gli investitori con i quali l'agenzia sia in una relazione di « consapevole prossimità » nei limiti di cui all'art. 1229 c.c. e dunque, con esclusione dell'efficacia nei casi di dolo, colpa grave o violazione di norme di ordine pubblico: cfr. MAZZONI, (nt. 25), 229 s., con riferimento ai *disclaimers* o *qualifications* apposti dagli analisti finanziari alle dichiarazioni rese alla propria controparte diretta.

<sup>(47)</sup> Una casistica delle ipotesi di responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti del soggetto valutato si legge in AR. FUSARO, *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, in *Contr. impr.*, 2012, 187; cfr., inoltre, per un'analisi della natura, del contenuto e dell'eventuale inadempimento della prestazione delle agenzie di *rating* nei riguardi non solo degli emittenti, ma anche delle banche, MARIANELLO, *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, in *Obbligazioni e contratti*, 2010, 289 ss.

causale e di dimostrare la sostanziale ininfluenza della valutazione (positiva) emessa <sup>(48)</sup>.

Qui vale anche un'ulteriore osservazione che si ricollega alle considerazioni svolte in precedenza, ovvero l'opportunità di far discendere la prova del nesso causale dall'esistenza di un quadro normativo che riconosce alle agenzie di *rating* quanto meno registrate il compito di fornire informazioni finanziarie corrette ed obiettive, destinate a rappresentare un parametro indispensabile nel collocamento di dati strumenti finanziari, includendolo nell'informativa che gli intermediari sono tenuti a fornire alle proprie controparti contrattuali. Non sembra tuttavia agevole sormontare una specifica obiezione sollevata rispetto a questa tesi e riassumibile nell'idea che anche laddove il *rating* sia condizione di ammissione del titolo nel mercato sul quale l'investitore ha operato, questi dovrebbe dimostrare che proprio tale giudizio (positivo) lo ha spinto ad investire in quel determinato titolo, preferendolo ad altri oggetto di negoziazione sul medesimo mercato <sup>(49)</sup>.

La sussistenza del nesso causale potrebbe ravvisarsi in presenza di uno scostamento fra il prezzo effettivo dello strumento finanziario e quello che si forma dopo la *corrective disclosure*, purché l'incremento o il decremento dello stesso sia davvero la conseguenza dell'emersione della reale situazione economica e finanziaria dell'emittente ovvero del titolo e non sia invece dovuto ad altri fattori, quali informazioni relative al generale andamento dell'economia, oppure diffuse in maniera tendenziosa dagli operatori o, ancora, relative all'emittente, ma non rientranti nella categoria di quelle esigibili dall'agenzia di *rating* <sup>(50)</sup>.

Non è necessario prendere posizione, ai fini del discorso che qui si vuole svolgere, sulla condivisibilità o meno, sul piano strettamente teorico, di questa argomentazione. È sufficiente rilevare che l'accertamento della sussistenza del nesso causale in concreto non può prescindere dalla dimostrazione — che potrà essere fornita attraverso indici probatori precisi e concordanti — dell'appropriazione da parte dell'investitore del giudizio reso dall'agenzia di *rating* e dell'influenza esercitata sul suo comportamen-

<sup>(48)</sup> Un'interruzione del nesso causale fra il comportamento dell'agenzia di *rating* ed il danno eventualmente subito dall'emittente deve riscontrarsi laddove la violazione imputabile alla prima sia stata provocata dalle informazioni ingannevoli o imprecise fornite — sia direttamente sia attraverso dati diffusi nel mercato — dal secondo, sicché opportunamente l'art. 35-bis, par. 1, terzo periodo, esclude la possibilità per l'emittente medesimo di avanzare in tale ipotesi una pretesa risarcitoria ai sensi della disciplina da esso recata.

<sup>(49)</sup> Cfr., per questa critica, SCARONI, (nt. 23), 816.

<sup>(50)</sup> L'affermazione secondo cui il criterio fondato sulla misurazione dell'effetto, sul prezzo degli strumenti finanziari, del ripristino della corretta informazione sia l'unico criterio davvero oggettivo per accertare il nesso di causalità fra inadempimento e danno, si deve a E. BARCELLONA, *Responsabilità da informazione al mercato: il caso dei revisori legali dei conti*, Torino, 2003, 330 ss.

to finanziario. Ne discende che, a fronte di un quadro normativo da cui si evince come la categoria degli investitori sia tutt'altro che unitaria, ma sfaccettata e differenziata al suo interno, non sarà agevole riscontrare il nesso di causalità fra la violazione posta in essere dall'agenzia di *rating* ed il danno basandosi soltanto sul criterio oggettivo dell'investitore di media diligenza<sup>(51)</sup>, ma ci si dovrà riferire, quanto meno, al presumibile comportamento ipotetico del soggetto appartenente a quella data tipologia di operatori di volta in volta presa in esame.

Al fine di un più compiuto inquadramento dei termini della questione, è il caso di sviluppare qualche ulteriore riflessione e considerare l'idea secondo cui, dal momento che gli investitori assumono le proprie decisioni basandosi sul prezzo e quindi — indirettamente — sulle informazioni disponibili sul mercato, sarebbe lecito presumere che l'errato valore informativo fornito da tale « veicolo » abbia causato loro un danno<sup>(52)</sup>. È quasi superfluo aggiungere che tale presunzione può essere disattesa quando si dimostri — ed il relativo onere probatorio graverà sull'agenzia di *rating* — l'inesistenza di alcuna correlazione fra prezzo di mercato e danno, ad esempio perché il primo è dipeso da cause esterne. Preme tuttavia evidenziare che la presunzione medesima incontra un duplice ordine di limiti: da una parte, essa non può avere un'efficacia temporale indeterminata, dal momento che il prezzo di mercato incorpora le informazioni solo per un lasso di tempo definito, oltre il quale è lecito attendersi che esso subisca l'influenza di altri fattori idonei a spezzare il nesso di causalità originario; dall'altra, il grado di affidabilità della stessa dipende dal livello di efficienza del mercato di riferimento<sup>(53)</sup>, sicché pare ragionevole dubitare della sua

(51) È questo il parametro proposto da E. BARCELLONA, (nt. 50), 322 ss., sulla scorta di un'interpretazione delle norme di diritto positivo in materia di responsabilità contrattuale — e, segnatamente dell'art. 1227, comma 2, c.c. (su cui v. *infra*) — intesa ad evitare il rischio di incorrere in una disparità di trattamento fra due debitori che, in presenza di un identico inadempimento, potrebbero trovarsi esposti a conseguenze risarcitorie diseguali per via della diversa condizione soggettiva del creditore.

(52) Questa tesi — proposta nella nostra letteratura da PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 187; S. BRUNO, *L'azione per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario: diritto comune e legislazione speciale*, in *Contr. impr.*, 2001, 1330 s. — richiama la « *fraud on the market theory* » elaborata dalla giurisprudenza americana per evitare la prova a carico dell'attore di essere stato effettivamente influenzato in presenza della diffusione di un'informazione finanziaria non corretta sul mercato finanziario [cfr. *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224, 241-42, 108 S. Ct. 978, 99 L. Ed. 2d 194 (1988)]. In effetti, a fronte di studi che dimostrano l'esistenza di una correlazione fra l'emissione o il mutamento del *rating* ed il costo dei prodotti finanziari, può ritenersi che l'investitore abbia subito un danno a causa dell'erroneità del *rating* medesimo, anche a prescindere dalla prova di avervi realmente fatto affidamento, qualora si dimostri che il titolo è stato acquistato ad un prezzo « gonfiato » a causa del giudizio sul suo livello di rischio. Tale danno potrà essere quantificato nella differenza fra il prezzo pagato e quello che, *ex ante*, avrebbe correttamente riflesso il rischio [cfr. BLAUROCK, (nt. 15), 636 s.].

(53) GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008,

applicabilità a mercati opachi come quelli dei prodotti finanziari strutturati.

Avendo presente quest'ultima notazione, è interessante domandarsi se l'incidenza del *rating* sulla formazione del prezzo dei prodotti della finanza strutturata (e quindi sui comportamenti degli investitori) non possa in realtà desumersi dalla circostanza che il successo dell'operazione di collocamento dei medesimi dipende dall'ottenimento di un'elevata valutazione del merito di credito.

Consegue dalle precedenti considerazioni come anche la prova del nesso causale debba essere modulata a seconda del tipo di strumenti finanziari oggetto dell'operazione e di investitore che l'abbia posta in essere.

Il punto si ricollega alla possibilità di riscontrare un'interruzione del nesso di causalità o un concorso di colpa del danneggiato *ex art.* 1227 c.c. laddove l'investitore sia un operatore qualificato e non un investitore al dettaglio e sia dotato perciò di un patrimonio di conoscenze e competenze tale da poter valutare autonomamente il grado di rischio di un'operazione di investimento, anche a prescindere dal giudizio dell'agenzia di *rating* <sup>(54)</sup>. Con ciò non si vuole arrivare a negare, però, la responsabilità dell'agenzia che non abbia positivamente adempiuto agli obblighi di condotta positivamente imposti a suo carico <sup>(55)</sup>, specie laddove si riscontri — guardando ai fallimenti del mercato nella prospettiva dell'economia comportamentale — la tendenza anche degli investitori professionali a fare un « uso euristico » dei *ratings* e ad assumere « comportamenti gregari », manifestando così limiti cognitivi analoghi a quelli predicati di regola per gli investitori al dettaglio <sup>(56)</sup>.

284. È indicativo che l'applicabilità della « *theory on the market fraud* » sia stata esclusa in un caso di danno da *rating* sulla base dell'assunto che « if plaintiffs can demonstrate that a market for a security is efficient — that is, the price at which the securities traded in the markets embodies all publicly available information concerning the issuer and its business prospects — then reliance on the alleged misleading statement or omission can be presumed for every investor who purchased or sold shares in the market during the relevant period » (v. *Abu Dhabi Commercial v. Morgan Stanley*, cit.).

<sup>(54)</sup> Cfr., in tal senso, SCARONI, (nt. 23), 819.

<sup>(55)</sup> Ci si può domandare, dunque, se una lettura così orientata dell'art. 1227, comma 1, c.c. (proposta da MORERA-MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole...ma soprattutto persone*, in *A.G.E.*, 2012, 38) possa ridurre in taluni casi il peso della rilevanza causale della decisione autonoma dell'investitore ai fini della quantificazione del danno risarcibile (PERRONE, *Le società di rating*, in *La società per azioni oggi*. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia, 10-11 novembre 2006, a cura di Balzarini-Carcano-Ventoruzzo, t. 2, Milano, 2007, 1042).

<sup>(56)</sup> PERRONE, *Mercato all'ingrosso e regole di comportamento*, in *Riv. soc.*, 2010, 524 s.

6. *L'accesso all'azione collettiva risarcitoria da parte dei risparmiatori a fronte della lesione del diritto ad un'adeguata informazione.*

A fronte delle difficoltà insite nel riconoscimento di una tutela obbligatoria a favore dei soggetti danneggiati da un *rating* inesatto e degli sforzi normativi (ed interpretativi) diretti ad attenuarle, vale la pena di dedicare un qualche spazio al tema dell'astratta applicabilità dell'azione collettiva risarcitoria di cui all'art. 140-*bis* del codice del consumo nel caso di sottoscrizione o di acquisto di strumenti finanziari il cui grado di rischiosità sia stato erroneamente valutato dall'agenzia medesima<sup>(57)</sup>.

Sebbene la questione richiederebbe riflessioni di notevole ampiezza e complessità, è possibile, tuttavia, ai nostri specifici fini, prescindere da una loro compiuta ricostruzione e fermare l'attenzione su un dato che appare significativo: quello del rapporto fra le nozioni di consumatore e di investitore e del progressivo avvicinamento fra le rispettive tutele, giustificato dal ricorrere in capo ad entrambi di una disparità di conoscenze o di potere contrattuale rispetto a soggetti il cui agire rileva in quanto manifestazione di un'attività d'impresa<sup>(58)</sup>. Ne deriva l'attribuzione al consumatore/investitore di una serie di prerogative e diritti, soprattutto di carattere informativo, intesi a colmare tale divario ed a consentire al singolo di compiere scelte consapevoli all'interno di ogni mercato che si vuole aperto alla concorrenza.

La centralità dei problemi legati al *gap* informativo fra le parti impe-

(57) L'attualità e la rilevanza della questione risultano indirettamente confermate dalla pronuncia del Trib. Roma, 17 gennaio 2012, cit., che, dinanzi alla domanda attorea intesa ad ottenere il risarcimento dell'ulteriore somma non corrisposta in sede di transazione dalla banca collocatrice, da devolvere ad un'associazione dei consumatori la cui individuazione era « curiosamente » rimessa al medesimo giudice adito, ha negato la legittimazione ad agire dell'attore, dal momento che l'azione a tutela della categoria dei consumatori non può essere proposta da un singolo danneggiato, ma dalle associazioni preposte ed individuate sulla base della normativa introdotta con l'art. 140-*bis* cod. cons. In realtà, il profilo della legittimazione a proporre l'azione collettiva risarcitoria secondo la formulazione del summenzionato art. 140-*bis* introdotta dall'art. 49 della l. 23 luglio 2009, n. 99 è ben più articolato di quanto emerge dal rapido *obiter dictum* contenuto nella pronuncia richiamata, spettando il potere di agire a ciascun consumatore o utente, anche mediante associazioni cui dà mandato o comitati cui partecipa: cfr., per limitarci soltanto ai più recenti contributi sul tema, SCHIAVONE, *Sulla legittimazione e proporre l'azione di classe e altre questioni*, in *Resp. civ. e prev.*, 2012, 186 ss.; nonché FIORIO, *Solo il consumatore ricco può curare adeguatamente gli interessi della classe? La legittimazione ad agire alla luce delle prime esperienze applicative dell'art. 140-bis*, in *Giur. merito*, 2012, 377 ss.

(58) Cfr., per un'ampia ricognizione della tematica non priva di accenti critici, ispirati dall'idea che l'ordinamento non possa farsi carico della tutela dell'investitore da comportamenti irrazionali e poco avveduti, quali quelli evidenziati dagli studi in tema di *behavioral finance*, BUCK-HEEB, *Vom Kapitalanleger- zum Verbraucherschutz. Befund und Auswirkungen auf das Recht der Anlageberatung*, in *ZHR*, 2012, 66 ss. È appena il caso di evidenziare, con riguardo al tema che ci occupa, come la tutela dell'investitore e del consumatore siano additate fra gli obiettivi del « terzo » regolamento (art. 1).

gnate nella negoziazione nel contesto del mercato finanziario parrebbe allora legittimare l'applicabilità dell'azione collettiva risarcitoria nell'ipotesi — tipicamente rappresentata dalla divulgazione di un *rating* errato — di lesione del diritto ad un'adeguata informazione riconosciuto in forma rafforzata a chi su quel mercato non operi professionalmente <sup>(59)</sup>.

Anche muovendosi in coerenza con questa premessa, occorre tuttavia superare la difficoltà rappresentata dall'assenza di un esplicito riferimento nell'art. 140 *bis* cod. cons. alle pretese risarcitorie derivanti da omesse o fuorvianti informazioni nella conclusione dei contratti di investimento finanziari e dalla precisa individuazione dell'oggetto della proposizione dell'azione collettiva nella violazione di « diritti contrattuali » individuali ed omogenei di una pluralità di consumatori e utenti che versano nei confronti di una stessa impresa in situazione identica, ovvero di « diritti identici » spettanti ai consumatori finali di un dato prodotto nei confronti del produttore, « anche a prescindere da un diretto rapporto contrattuale », o, ancora, di « diritti identici » al ristoro del pregiudizio derivante agli stessi consumatori ed utenti da pratiche commerciali scorrette o da comportamenti anticoncorrenziali. Anche a voler sostenere l'eterogeneità della fattispecie che ci occupa rispetto alle ultime due ipotesi testé menzionate, è opportuno tener presente quanto in precedenza osservato in merito alla possibilità di riconoscere in capo ai singoli investitori che abbiano sottoscritto una ben precisata ed individuabile classe di strumenti finanziari una pretesa sostanzialmente omogenea a determinarsi alla conclusione dell'operazione di investimento sulla base di valutazioni previsionali del rischio di credito ad essa connesso che siano state formulate nel rispetto dei doveri organizzativi e di condotta imposti all'agenzia. D'altro canto, l'esplicita presa di posizione del legislatore comunitario a favore della coesistenza fra *private* e *public enforcement* in un settore, come quello del *rating*, sino a tempi recenti non regolato e non disciplinato affatto consente di negare l'esistenza di argomenti di sicuro rilievo sistematico contro l'applicabilità dell'azione collettiva risarcitoria nella materia di cui si sta discorrendo <sup>(60)</sup>.

Così impostata la questione, è lecito domandarsi se il ricorso al rimedio risarcitorio collettivo da parte di una pluralità di soggetti che assumono di essere stati lesi dall'erronea valutazione emessa dall'agenzia di *rating* costituisca uno strumento in grado di svolgere una funzione di tutela

<sup>(59)</sup> GUIZZI, *Rapporti societari, mercato finanziario e tutela collettiva. Un esercizio interpretativo sull'ambito di operatività dell'azione risarcitoria collettiva ex art. 140-bis d.lgs. 206/2005*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, spec. 803 ss.; cfr., inoltre, per l'estensione dell'oggetto dell'azione collettiva risarcitoria ai danni patrimoniali derivanti dagli illeciti finanziari commessi dagli intermediari, CAVALLINI, *Azione collettiva risarcitoria e controversie finanziarie*, in *Riv. soc.*, 2010, 1115 ss.

<sup>(60)</sup> Cfr., invece, a favore di una lettura riduttiva dell'ambito di applicazione dell'istituto nella materia bancaria, ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, 36.



complementare rispetto al sistema di vigilanza sulle medesime agenzie, ma — allo stesso tempo — di aprire il varco a fenomeni di *over-deterrence*. E se pure quest'ultimo rischio può essere mitigato dall'assenza, nella nostra esperienza giuridica nazionale, di una disciplina e di una mentalità della classe forense analoghe a quelle esistenti negli Stati Uniti <sup>(61)</sup>, occorre comunque tener presente il disagio di isolare l'apporto causale delle agenzie di *rating* rispetto a quello degli altri soggetti che abbiano concorso al verificarsi del danno e l'eventualità che esse siano chiamate, in base alla regola della solidarietà passiva, a risarcirlo per l'intero <sup>(62)</sup>.

Dinanzi al pericolo che un inasprimento della tutela risarcitoria a carico delle agenzie di *rating* possa condurre ad un aumento della loro remunerazione <sup>(63)</sup>, ad un allungamento dei tempi di esecuzione dell'incarico, nonché all'emissione di *ratings* eccessivamente prudenti con un conseguente incremento dei costi di raccolta del capitale da parte degli emittenti <sup>(64)</sup>, si rafforza l'importanza di assegnare il giusto rilievo alle specifiche istanze di protezione sollevate dalle diverse categorie di soggetti danneggiati e connesse alla classe di prodotti finanziari oggetto di valutazione, nella consapevolezza che l'istituto della responsabilità civile potrà efficacemente affiancare il sistema di regolazione pubblica e contribuire all'elaborazione di giudizi affidabili ed accurati <sup>(65)</sup> solo se adeguatamente

<sup>(61)</sup> E v., per tali rilievi, LENER, *L'introduzione della class action nell'ordinamento del mercato finanziario*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 273; C. AMATUCCI, *La vera ambizione delle azioni di classe: brevi note sulla deterrenza*, in *A.G.E.*, 2008, in specie 17 ss.; nonché, in termini più radicali, sulla inopportunità delle azioni di classe o collettive nei mercati finanziari, STELLA, *L'enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 435 ss.; sulle differenze fra il contesto giuridico statunitense e quello europeo, COFFEE jr., (nt. 9), 6.

<sup>(62)</sup> PICARDI, (nt. 2), 753, testo e nt. 125; propone di introdurre una regola che preveda, fra l'altro, una « *responsabilità parziaria diretta* », ripartita fra coloro che concorrono nella emissione di un dato strumento finanziario, secondo il criterio della colpa, MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 517 ss. (corsivo nell'originale), e in questo volume.

<sup>(63)</sup> ENRIQUES-GARGANTINI, (nt. 3), 492.

<sup>(64)</sup> Cfr. SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, 93 *Minn. L. Rev.*, 2008, 403 s. La tendenza a sovrastimare il rischio di perdite associato agli strumenti finanziari oggetto di valutazione, in sostanziale contrasto con l'obiettivo di migliorare la qualità dei *ratings*, può essere acuito dalla non uniformità delle legislazioni statali in materia di responsabilità civile. La questione — evidenziata dalla dottrina statunitense con riferimento alla già ricordata *sec. 15E(c)(2)* del *Securities Exchange Act* [SULLIVAN, (nt. 14), 2159 ss.] — si pone in termini analoghi nell'ambiente europeo, dato che l'art. 35-*bis* è norma di armonizzazione operante a livello di diritto materiale, ma destinata a dar luogo a problemi di individuazione del giudice competente (come quelli già affrontati, e risolti con il riconoscimento della giurisdizione dello Stato in cui sono stati negoziati i titoli valutati, da Cass. S.U., 22 maggio 2012, n. 8076, in *Danno e resp.*, 2013, 177, con nota di SAPONARO; in *Giur. comm.*, 2013, II, 1009, con nota di DESOGUS) e della legge applicabile: cfr., sul punto, PRESTI, (nt. 2), 276; nonché BENEDETTELLI, *La responsabilità civile delle agenzie di rating tra conflitti di leggi e conflitti di giurisdizioni*, in *A.G.E.*, 2012, 479 ss., che propone di dare risalto all'ordinamento dello Stato membro in base al quale è organizzato il mercato interessato da una data fattispecie di responsabilità.

<sup>(65)</sup> Considerano la « minaccia » della responsabilità civile nei confronti delle agenzie di *rating* una componente essenziale di ogni seria riforma regolamentare delle stesse ed un

calibrato in relazione alle peculiarità del contesto in cui è chiamato ad operare ed ai molteplici interessi in esso coinvolti.

Giuffrè Editore

incentivo all'emissione di *ratings* accurati ELLIS-FAIRCHILD-D'SOUZA, *Is Imposing Liability on Credit Rating Agencies a Good Idea: Credit Rating Agencies Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis*, in 17 *Stan. J. L. Bus. & Fin.*, 2011-2012, 211 s.