

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

# Rivista

**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

GENNAIO/MARZO

**2020**

[dirittobancario.it/rivista](http://dirittobancario.it/rivista)

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

## **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

## **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

## **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

## **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## Rating e tutele

**SOMMARIO:** 1. Agenzie di *rating*, emittenti ed investitori: i personaggi di una trama complessa. – 2. Tratti essenziali del *rating* e dei modelli di *business* delle agenzie. – 3. *Rating*, libertà d’espressione e libertà di stampa. – 4. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

### 1. Agenzie di rating, emittenti ed investitori: i personaggi di una trama complessa

Nella scena dei mercati finanziari, il *rating* del credito ha ormai assunto un ruolo di *deus ex machina*: è noto, infatti, come i *rating* relativi ad un emittente, ad un titolo o ad un insieme di titoli emessi dalle principali agenzie di settore,<sup>1</sup> in ragione della loro affidabilità e della loro immediata comprensibilità,<sup>2</sup> siano in grado di influenzare le strategie di investimento tanto degli investitori istituzionali quanto di quelli al dettaglio.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Ci si riferisce, in particolare, ai *rating* emessi dalle quattro *big* a livello mondiale: ossia, la canadese DBRS e le statunitensi Fitch, Moody’s e Standard and Poor’s, operanti, negli Stati Uniti e nell’Unione Europea, in regime – non pare scorretto scriverlo – di oligopolio. In relazione alla scarsa concorrenza tra le agenzie di *rating*, si v., *ex multis*, G. FERRI E P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, *passim* e spec. 306-316; e G. OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, *passim*.

<sup>2</sup> I *rating*, infatti, riassumendo in poche lettere i risultati di una valutazione particolarmente complessa, «rispondono a un inevitabile bisogno di semplificazione cognitiva» (così L. ENRIQUES E M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2010, 500). Sulla problematica della semplicità delle informazioni nei mercati finanziari e l’immediata comprensibilità dei *rating*, si v. anche E. DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, 2015, 1-16.

<sup>3</sup> Sul punto pare condivisibile quanto affermato da F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una terza via*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, 325, il quale osserva come «Il rating è, cioè, divenuto pericoloso non in quanto tale, ma per il fatto di aver anestetizzato la capacità di conoscere, ragionare, verificare e controllare, di tutti coloro che operano sul mercato. E se [...] chi in un rapporto costi/benefici, ha tutto il diritto a farsi

Se, da un lato, l'esperienza ormai maturata dalle agenzie consente alle stesse di produrre *rating* che, nella gran parte delle volte, hanno un alto tasso di affidabilità, dall'altro non si può negare la possibilità di gravi falle e criticità (sulle cui tipologie presto si dirà), tali da compromettere le scelte che sulla base degli stessi sono assunte da investitori ed emittenti. Di conseguenza, da tempo si è posto il problema di come tutelare l'investitore o l'emittente che abbiano subito un pregiudizio da un *rating* non valido.<sup>4</sup>

Prima di approfondire la tematica dell'eventuale responsabilità in capo ad un'agenzia di *rating* pare però opportuno precisare alcuni aspetti del fenomeno in esame, a cominciare dalla definizione di *rating* e dai modelli di business adottati dalle agenzie.

## 2. *Tratti essenziali del rating e dei modelli di business delle agenzie*

Il fenomeno del *rating* del credito nasce già nel diciannovesimo secolo negli Stati Uniti con la finalità di fornire informazioni utili ai – piccoli e grandi – capitalisti desiderosi di investire le proprie risorse in attività profittevoli, specie nell'espansione verso Ovest (e, quindi, *in primis*, nella ferrovia).<sup>5</sup> Le prime agenzie di *rating*, invero, raccoglievano e pubblicavano informazioni relative alle compagnie che

---

anestetizzare, e cioè il risparmiatore che non ha mezzi, risorse e tempo per “andare oltre” la tripla A che marca il suo piccolo investimento, la stessa cosa non può dirsi per chi, si pensi ai fondi di investimento o agli intermediari creditizi, ha invece l'obbligo di verificare e indagare, senza fare del *rating* il suo unico ed esclusivo parametro di riferimento». Sul punto, assume rilevanza anche quanto notoriamente affermato dall'*ex* presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi: «Bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di *rating* o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi» (in S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, in *Dir. banc. fin.*, 3, 2013, 415).

<sup>4</sup> D'ora in poi, ci si riferirà sempre alla «validità» del *rating*, non alla sua «inesattezza», «erroneità», *ecc.* La scelta terminologica è dovuta alla considerazione che il *rating*, in quanto «parere relativo», non è suscettibile di un giudizio di veridicità o falsità (si v. quanto si scriverà a breve).

<sup>5</sup> Sul punto, si v., *ex multis*, R. SYLLA, *A Historical Primer on the Business of Credit Rating*, in R. M. LEVICH, G. MAJNONI, C. REINHART (a cura di), *Rating Agencies and the Global Financial System*, Springer, 2002, 19-40; e A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, Edward Elgar, 2013, 13-28.

potevano costituire oggetto di investimenti, ed i loro ricavi derivavano dalla vendita di dette pubblicazioni.<sup>6</sup>

Rispetto ai suoi albori, il *rating* è ovviamente profondamente cambiato. Nonostante le agenzie di *rating* perseguano ancor oggi l'obiettivo di informare in modo utile i potenziali investitori;<sup>7</sup> l'oggetto dell'informazione da esse prodotto è profondamente cambiato e, in un certo senso, non è neppure più possibile parlare di *informazione*, almeno in senso stretto: infatti, quanto pubblicato al giorno d'oggi dalle agenzie di *rating* non si sostanzia più in un insieme di dati relativi ad uno o più titoli o ad un emittente, ma in una valutazione sul merito creditizio, sempre di uno o più titoli (cd. «*issue rating*») o di un emittente (cd. «*issuer rating*»), basata sulla analisi di titoli o emittenti e riassunta in una combinazione di lettere o simboli, di facile e pronta comprensione.

Non solo: al giorno d'oggi, il *rating* è anche una previsione sul *risk of default* di un emittente, ossia sul rischio che lo stesso non adempia ad alcune o a tutte le proprie obbligazioni.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Le agenzie – *rectius*: gli antenati delle agenzie – inizialmente pubblicavano informazioni sugli assetti proprietari, sulla capitalizzazione, sulla gestione delle compagnie ferroviarie. A queste informazioni ben presto seguì un'analisi dei titoli delle compagnie stesse ed una valutazione sulla qualità di un eventuale investimento negli stessi, con l'utilizzo di simboli alfanumerici. A riguardo, si v. M. MARCHESI, *Rating e trasparenza. Esperienze europee e nordamericane a confronto*, Torino, 2015, 20.

<sup>7</sup> In quest'ottica, le agenzie di *rating* possono essere correttamente definite come «*information intermediaries*» (così M. LEHMANN, *Civil liability of rating agencies – an insipid sprout from Brussels*, in *Capital Market Law Journal*, 11, 1, 2016, 61)

<sup>8</sup> A riguardo, si v. G. PRESTI, *Take the AAA train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, 252-253, che definisce il *rating* come «una valutazione previsionale da parte di un soggetto specializzato sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche un ente di tipo diverso, p.e. uno Stato sovrano) di soddisfare regolarmente i propri debiti per capitale e interessi (oppure una particolare categoria di debiti di quel soggetto: p.e. una data emissione obbligazionaria)». Similmente, G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, 78, considera il *rating* «come un'informazione sintetica e prognostica (in quanto fondata sulla stima del grado di probabilità di eventi finanziari futuri), la quale assume valenza nei termini di una «mera opinione» e non certo di una «raccomandazione» alla gestione dei portafogli di investimento finanziario».

Il Regolamento (CE) n. 1060/2009,<sup>9</sup> che disciplina in maniera unitaria il fenomeno del *rating* a livello di Unione Europea, conferma quanto appena scritto, definendo il *rating* del credito come «un *parere* relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito» (enfaticizzazione di chi scrive).<sup>10</sup>

Come anticipato, quindi, il *rating* non è una informazione – sottoponibile ad un giudizio di verità o falsità<sup>11</sup> –; non è nemmeno una raccomandazione a comprare un determinato titolo, a tenerlo in portafoglio o a venderlo;<sup>12</sup> il *rating* è, come detto, un «parere», ossia,

---

<sup>9</sup> Più precisamente, il Regolamento (CE) N. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito, e successive modifiche.

<sup>10</sup> Così l'art. 3, co. 1, lett. a), *Definizioni*, del Regolamento (CE) N. 1060/2009. La definizione data dalla normativa europea, peraltro, rispecchia quella data Organizzazione Internazionale delle Commissioni sui Valori Mobiliari (cd. «IOSCO») nel 2004: «*For the purposes of the Code Fundamentals, a “credit rating” is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system*» (così IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2004, 3). Più propriamente, la revisione del Codice IOSCO del 2015 rivede la definizione del 2004 sostituendo il termine «*opinion*» con *assessment*» (ossia, valutazione). Infatti, «*the definition of “credit rating” is revised by replacing “opinion” with “assessment”. This modification is intended to reflect the fact that under the provisions of the IOSCO CRA Code, CRAs should strive to determine credit ratings: (1) using methodologies that are rigorous, among other things; (2) that reflect all information known, and believed to be relevant at the time when the credit rating is determined; (3) using analysts that have appropriate knowledge and expertise; and (4) that are free of bias and not influenced by conflicts*» (così IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Final Report*, 2015, 7).

<sup>11</sup> Come è invece lo *scoring*, che si sostanzia in una elaborazione – generalmente attraverso l'uso di un algoritmo – di dati storici (quali, ad esempio, quelli di bilancio), e, di conseguenza, sottoponibile ad un giudizio di verità o falsità.

<sup>12</sup> Così l'art. 3, co. 2, lett. a), Regolamento (CE) N. 1060/2009. Sul punto, si v. anche Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. Comm.*, 2013, II, 465, che esaustivamente precisa come «Le valutazioni sull'affidabilità creditizia, cosiddetti rating, non rappresentano consigli di investimento e non offrono consulenza finanziaria dovendo poi ciascun investitore effettuare le proprie scelte a suo esclusivo

non già in una serie di dati oggettivamente verificabili ma in una *valutazione* degli stessi,<sup>13</sup> che potrà variare a seconda dell'agenzia che esprimerà il giudizio. Si parla di "relatività" del rating proprio per esprimere la soggettività dell'angolo visuale di chi lo rilascia.

Non solo i criteri di valutazione potranno essere diversi,<sup>14</sup> ma anche il significato attribuito alle combinazioni di lettere e simboli (le cdd. «categorie di *rating*»<sup>15</sup>).

Come già anticipato, il modello di business delle agenzie è profondamente mutato rispetto alle origini del fenomeno: infatti, i proventi delle stesse non sono più dati dalla vendita delle informazioni raccolte e poi pubblicate. È noto, infatti, come, al giorno d'oggi, i *rating* siano di pubblico dominio. Nello specifico, sono gli stessi emittenti a richiedere alle agenzie di valutare il loro merito creditizio o quello di uno o più titoli che hanno emesso (cd. «*solicited rating*»), e a pagarle per questo.

Quello appena descritto è il cd. «*issuer-pays model*» che, invero, genera non poche perplessità in relazione al potenziale conflitto di interessi che potrebbe sorgere in capo alle agenzie, chiamate, appunto, a valutare chi le paga: ed infatti si è soliti parlare di *rating shopping*,

---

rischio, avvalendosi eventualmente di un promotore finanziario a sua scelta che valuti il rischio in riferimento alla situazione finanziaria del singolo investitore».

<sup>13</sup> Detta valutazione combinerà due approcci: uno cd. «*backward looking*», fondato su dati passati ovvero attuali (come le informazioni contabili relative all'emittente), l'altro cd. «*forward looking*», fondato su dati relativi alla gestione dell'emittente, e che pertanto contribuiscono a formare il carattere previsionale della valutazione prodotta dall'agenzia.

<sup>14</sup> Ad esempio, per Standard and Poor's il *default* di un emittente si verifica nel caso di *i*) un mancato pagamento (purché, ovviamente, lo stesso sia dovuto); *ii*) richiesta spontanea di accesso ad una procedura concorsuale; o, ancora *iii*) di offerta di ristrutturazione di debito (purché la stessa ne riduca il valore). Per Moody's, invece, il *default* di un emittente si verifica nel caso di *i*) mancato o ritardato pagamento degli interessi e del capitale a scadenza; o *ii*) mutamento nelle condizioni del debito (purché in senso sfavorevole agli investitori). Sul punto si v. E. MACIARIELLO, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2018, 159-160, e spec. nt. 8.

<sup>15</sup> Ai sensi dell'art. art. 3, co. 1, lett. h), Regolamento (CE) N. 1060/2009, la categoria di *rating* è «un simbolo, come ad esempio una lettera o un simbolo numerico che potrebbe essere integrato da caratteri identificativi, utilizzato nell'ambito di un rating per fornire una misura del rischio relativo, al fine di distinguere le diverse categorie di rischio dei tipi di entità, emittenti e strumenti finanziari o altre attività oggetto di rating».

onde sottolineare come gli emittenti possano essere indotti a rivolgersi verso agenzie particolarmente compiacenti nella valutazione del merito creditizio loro o dei loro titoli. *Contra*, le agenzie di rating hanno sempre obiettato che il rischio di una loro “cattura” era insussistente per l’importanza da esse assegnata alla propria reputazione – reputazione fondata non solo sulla bontà dei criteri di valutazione adottati ma, anche, sull’indipendenza e sulla serietà di giudizio –; reputazione sulla base della quale gli emittenti si rivolgono alle agenzie per ottenere il *rating*.

Questa difesa – è la cd. «teoria reputazionale» –, però, se in linea teorica potrebbe apparire condivisibile, nei fatti perde buona parte della propria persuasività dinnanzi all’attribuzione al *rating* di una «forza normativa», almeno in senso lato: sempre più spesso, infatti, i legislatori – quello europeo compreso – usano “premiare” condotte finanziarie quando esse siano state avvalorate da un rating emesso da un’agenzia accreditata.<sup>16</sup> Ad esempio, il *rating* assume un ruolo chiave nella disciplina relativa al patrimonio di vigilanza delle banche (in particolare nella ponderazione del rischio degli asset),<sup>17</sup> con la

---

<sup>16</sup> In Europa, dall’Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati le agenzie accreditate sono le cdd. «*External Credit Assessment Institution*» o «ECAI», tra le quali, immancabilmente, figurano le quattro sorelle DBRS, Fitch, Moody’s e Standard and Poor’s. Si noti che l’art. 39-ter, co. 2, par. 2, *Obblighi di comunicazione* Regolamento (CE) N. 1060/2009 delegava la Commissione a presentare al Parlamento europeo e al Consiglio (entro il 31 dicembre 2016) una relazione sull’opportunità e la fattibilità di istituire un’agenzia di *rating* europea, preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito. La relazione della Commissione ha ritenuto inutile l’istituzione di tale agenzia, considerando che la stessa apporterebbe un «esiguo valore aggiunto alle informazioni già esistenti» (si v. Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio riguardante [...] la fattibilità di un’agenzia di rating del credito europea*, COM/2016/0664 final, 22). Va inoltre considerato come una simile agenzia potrebbe trovarsi a dover competere – inizialmente, di sicuro, non ad armi pari – con il *know-how* e la reputazione delle quattro *big*.

<sup>17</sup> Disciplinati dal Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. Si v., in particolare, l’art. 113, co. 1, *Calcolo degli importi delle esposizioni ponderati per il rischio*, del Regolamento appena citato, il quale così stabilisce: «Per il calcolo degli importi delle esposizioni ponderati per il rischio [...] La qualità creditizia può essere

conseguenza che gli emittenti *necessariamente* si rivolgeranno alle agenzie per ottenere un *rating*.<sup>18</sup> Sfuma, pertanto, la portata della tesi che mette al centro la reputazione dell'agenzia di rating come fattore discriminante la scelta di ricorrere alla stessa. Peraltro, è noto che le agenzie possono anche emettere «*unsolicited ratings*», ossia esprimere valutazioni su un emittente o su uno o più suoi titoli anche se non richiesti e pagati dall'emittente stesso. Questo, da un lato, assicura certamente una maggiore indipendenza dell'agenzia nel giudizio; dall'altro, tuttavia, può facilmente dar luogo a condotte anti-competitive: si pensi all'ipotesi in cui un emittente si rivolga solo ad alcune agenzie per ottenere un *rating*, ottenendo un giudizio positivo, ma un'altra agenzia, non interpellata, emetta un *rating* negativo – si potrebbe dire – per ritorsione.<sup>19</sup> La conseguenza? L'emittente si rivolgerà all'agenzia che ha emesso il *rating* non richiesto, pagandola, per ottenere un *rating* nuovo e potenzialmente migliore.<sup>20</sup>

---

determinata con riferimento *alle valutazioni del merito di credito espresse dalle ECAI*».

<sup>18</sup> Sul punto, si v., *ex multis*, A. VERNATA, *Costituzione, rating e sovranità nello spazio giuridico globalizzato*, in *Diritto Pubblico*, 2018, 990-992, che sottolinea come «L'effetto di un *rating* non elevato, tuttavia, non si ripercuote esclusivamente sul tasso di interesse e, quindi, sul costo del credito. Esso, al contrario, può arrivare a inibire, *tout court*, l'afflusso di capitali da parte di determinati investitori, quali, ad esempio, quelli istituzionali [...] rendendo difficile il reperimento di liquidità sul mercato».

<sup>19</sup> Il caso *Jefferson County School District v. Moody's* del 1993 è esemplificativo di quanto appena affermato: il distretto scolastico della contea di Jefferson, volendo emettere dei titoli di credito, si era rivolto a Fitch e a Standard and Poor's per la valutazione degli stessi (ottenendo dei *rating* positivi). Poco prima dell'inizio delle contrattazioni dei titoli *de quo*, Moody's ha pubblicato un *unsolicited rating*, negativo, sugli stessi, pregiudicandone fortemente le contrattazioni. Sul caso in questione, si v., *ex multis*, F. PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in University of San Diego – School of Law, *Legal Studies Research Paper Series*, n. 07-46, 2006, 71-73. In tema di *unsolicited rating*, si v. anche quanto affermato da R. LENER e M. RESCIGNO, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, 358: «Se il rischio del conflitto di interessi appare evidente, deve comunque notarsi che siffatte valutazioni «non volute» possono svolgere un ruolo positivo nei mercati più piccoli o più opachi; in quelli cioè in cui sia più difficile procurarsi informazioni. Non di meno, se queste valutazioni sono espresse in via autonoma dall'agenzia, esse non potranno che basarsi sui dati pubblicamente disponibili, non potendo per ciò essere particolarmente approfondite e, in ultima analisi, davvero affidabili».

<sup>20</sup> Così, *ex multis*, G. FERRI e P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, 313. Ad ogni modo, il nuovo *rating* emesso potrebbe essere migliore anche, al di là di ogni malizia, per il

Come emerge già da queste prime brevi riflessioni, è evidente che un *rating* possa risultare imperfetto già a causa delle opacità che possono caratterizzare il modello di *business* dell'agenzia di *rating*. A ciò si aggiunga che il processo valutativo utilizzato dalle agenzie per l'analisi dei dati e l'elaborazione del *rating* può presentare «falle» di vario genere. Viene dunque da chiedersi quali siano i profili di responsabilità dell'agenzia nel caso in cui il *rating* emesso dalla stessa sia imperfetto e rechi un pregiudizio ad investitori ovvero a emittenti.

### 3. Rating, libertà d'espressione e libertà di stampa

Prima di soffermarci sulla disciplina dei profili di responsabilità delle agenzie di *rating* nell'ordinamento europeo e interno, pare opportuno affrontare una questione che, diremmo, è “preliminare” ad ogni analisi del tema della responsabilità, di rilevanza tanto teorica quanto pratica. Si è detto che il *rating* è definito come un parere – una «*opinion*» – e che, in quanto tale, non può essere giusto o sbagliato, corretto o errato, ossia, più precisamente, che non può essere assoggettato al giudizio “vero/falso”.

Trattandosi di una previsione sulla capacità di un emittente di ripagare le proprie obbligazioni, la sua validità può essere verificata solo *ex post*, ossia nel momento in cui l'emittente risulti adempiente ovvero inadempiente.

Queste considerazioni hanno in passato portato la dottrina e la giurisprudenza statunitense a ritenere che il *rating* sia protetto dai principi di libertà di espressione e libertà di stampa di cui al I emendamento della Costituzione degli Stati Uniti,<sup>21</sup> con la conseguenza che le agenzie non potrebbero incorrere in alcuna forma di responsabilità conseguente all'eventuale pubblicazione di *rating* che successivamente si rivelino non validi o che, comunque, rechino un

---

semplice fatto che, a seguito della richiesta, l'agenzia dispone di una quantità superiore di informazioni da analizzare, fornitegli dall'emittente stesso (così OLIVIERI, *op. cit.*, 286).

<sup>21</sup> Il quale così recita: «Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press, or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances».

pregiudizio all'emittente o all'investitore<sup>22</sup>.

Seguendo questa linea di pensiero, i *rating* sono stati definiti come «*the World's shortest editorials*»<sup>23</sup>.

Unico contraltare all'altrimenti certa irresponsabilità delle agenzie fu ritenuta l'applicazione del cd. «*actual malice standard*», in forza del quale un'agenzia di rating sarebbe responsabile nel caso in cui avesse pubblicato un *rating* della cui falsità era a conoscenza, ovvero non curandosi del fatto che lo stesso potesse non essere veritiero (canoni, quelli della veridicità e della falsità, che, ad ogni modo, sembrano difficilmente riconducibili alla definizione di *rating* quale *opinion*).<sup>24</sup>

Nonostante anche il nostro ordinamento tuteli la libertà di espressione e la libertà di stampa a livello costituzionale, la franchigia assegnata dagli Stati Uniti d'America al *rating* non ha trovato consenso nel nostro Paese sulla scorta della considerazione che essa oblitera la legittimità dell'affidamento che un *rating* relativo al merito creditizio di un emittente o di uno o più suoi titoli suscita in investitori e potenziali investitori.<sup>25</sup> Si è aggiunto poi che l'impostazione statunitense sembra

---

<sup>22</sup> Il già citato caso *Jefferson County v. Moody's* (in <https://caselaw.findlaw.com/us-10th-circuit/1211589.html>) ne è un esempio: infatti, la Corte d'Appello competente è giunta alla conclusione che «*Because the School District's complaint fails to allege that Moody's article contained or implied a provably false factual assertion, we conclude that the article is protected by the First Amendment*». Una simile impostazione pare accolta anche da Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *op. cit.*, 465, laddove afferma che «qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating [...] non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi».

<sup>23</sup> Si v. G. HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell Law Review*, vol. 75, 2, 1990, 446, che criticamente scrive: «*A bond rating – the heart of the information which rating agencies publish – is at most three letters long. While they communicate a lot of information, and represent much work, it is not immediately obvious that bond ratings were what the framers had in mind when they proposed the first amendment. If they are protected at all, then bond ratings are the world's shortest editorials*».

<sup>24</sup> Ossia, «*a publisher will not incur liability for a false statement unless the statement was made with "actual malice," i.e., "with knowledge that the statement was false or with reckless disregard for whether or not it was true"*» (così la Corte distrettuale californiana nel caso *County of Orange v. McGraw Hill Companies*, in <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/BR/245/151/1926929/>).

<sup>25</sup> Sul punto, si v. Trib. Roma, sez. III, 27 marzo 2015, n. 6827, in *Giurisprudenza delle Imprese* (<https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wordpress/wp->

difficilmente accettabile anche perché il *rating* non è solo un parere ma anche, e ancor di più, un *giudizio tecnico* reso in forma professionale e fondato sull'analisi di dati ed informazioni, con la conseguenza che, se i processi di analisi presentano delle criticità, dell'imperfezione del *rating* dovrà rispondere chi lo ha fornito.<sup>26</sup>

---

content/uploads/2017/02/20150327\_RG24571-2010-1.pdf), 13, che sottolinea come «tale orientamento – che, in una qualche misura, è sottoposto ad un ampio dibattito critico che, anche negli Stati Uniti, tende fortemente a metterlo in discussione – non appare convincente in quanto il giudizio delle agenzie di *rating* crea, negli investitori, un affidamento sul rischio di credito di un titolo o sulla solvibilità o solidità economico-finanziaria di un emittente, che viene tradito o leso quando la valutazione dell'agenzia è erronea, inesatta o incompleta o comunque frutto di una attività di istruttoria negligente». Sul punto si v. anche Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. Comm.*, 2013, II, 468, secondo cui «Non vi è dubbio che i *rating* e, dunque, le informazioni fornite dalle agenzie influenzano i comportamenti delle imprese e degli investitori (non di rado, piccoli risparmiatori). Peraltro, le agenzie hanno, come detto, un rapporto contrattuale solo con le imprese che commissionano loro il *rating*, ma non sono legate da vincoli contrattuali con gli investitori, che, di regola, stringono rapporti contrattuali solo con gli intermediari finanziari»; e Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, così massimato in *Resp. civ. prev.*, 4, 2007, 911-912: «Il *rating* costituisce sicuramente un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata comunicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi». Sul punto, va anche condiviso quanto scritto – in un'ottica più ampia – da R. LENER e M. RESCIGNO, *op. cit.*, 356: «Il rilievo del *rating* nella determinazione dei requisiti patrimoniali di banche e intermediari finanziari, nella determinazione delle scelte di investimento, nella stessa misurazione delle responsabilità degli intermediari nei confronti della clientela *retail*, porta naturalmente le agenzie di *rating*, e l'emissione dei loro giudizi, nell'ambito di quelle istituzioni che non possono essere lasciate, nella loro disciplina, alla autoregolamentazione o alla (ipocrita) riduzione al ruolo di consulenti di chi richiede il *rating* o di «opinionisti» sui mercati finanziari».

<sup>26</sup> Condivisibile è quanto scrive S. AMOROSINO, *op. cit.*, 421: «quelle delle agenzie di *rating* non sono mere opinioni, libere ed insindacabili, ma sono giudizi, tecnicamente motivati, a forte incidenza sui mercati, il che comporta responsabilità civilistiche, pubblicistiche, anche penali, in caso di comportamenti non “conformi alle regole” nell'elaborazione dei giudizi stessi correttamente». Sul punto si v. anche quanto affermato da M. LEHMANN, *op. cit.*, 66: «Given that a *rating* is, in fact, a forecast on an issuer's ability to honour its obligations in the future, it is undisputed that there is a certain element of opinion built into it. Ratings are merely prognoses, and as such, are subject to error even where the most exacting standards have been met. That is not the same as to say that [Credit Rating Agencies] merely state opinions. Instead, rating agencies expressly or implicitly claim to have conducted a thorough review of the financial condition of the issuer and the terms of his offer, based on a

#### 4. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*

Se, come appena esposto, affrancare le agenzie da ogni forma di responsabilità in caso di *rating* non valido, giustificando un simile esonero sulla base delle loro libertà di espressione e di stampa, non è tesi che ha trovato ospitalità nel nostro ordinamento; se questo non pare accettabile, si diceva, va allora trovato un giusto bilanciamento tra le libertà di espressione e di stampa delle agenzie – che, in ogni caso, non si può *in toto* disconoscere, posto che, comunque, il *rating* è pur sempre un «parere» – e le esigenze di tutela di investitori ed emittenti, senza che dette esigenze si trasformino in una *iper-tutela*, legittimante condotte parassitarie ovvero opportunistiche.<sup>27</sup> Il legislatore europeo è intervenuto sul punto nel 2013<sup>28</sup> introducendo nel Regolamento (CE) N. 1060/2009 l'art. 35-*bis* *Responsabilità civile*,<sup>29</sup> il quale offre tutela

---

*comprehensive analysis of facts. This claim is precisely why investors subscribe to ratings. Investors do not rely on mere opinions, but rather on the facts that allegedly support them. If and where these facts are wrong, liability should be imposed. Rating agencies do not deserve protection where the factual basis of their ratings is false or where they have failed to properly analyse underlying facts. This conforms also to the US Constitution because the First Amendment does not bar the courts from sanctioning false and deceptive speech, independent of whether one considers ratings as free speech in the sense of this provision».*

<sup>27</sup> E. CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, I, 293 nota come l'espandere la sfera della responsabilità delle agenzie di *rating* aumenterebbe il prezzo dei servizi svolti dalle agenzie stesse, onde far fronte alla loro – più ampia – esposizione a forme di responsabilità. Un tale aumento dei prezzi potrebbe avere conseguenze avverse: piuttosto che proteggere dai trasgressori, potrebbe allontanare le agenzie osservanti della legge.

<sup>28</sup> Con il Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito.

<sup>29</sup> Se, da un lato, lo strumento legislativo del Regolamento consente di raggiungere, tra gli Stati membri, la massima armonizzazione della disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*; dall'altro, va notato, come al legislatore nazionale di limitare – rispetto a quanto previsto dal legislatore europeo – la responsabilità delle agenzie di *rating* purché tale limitazione, a pena della sua efficacia sul piano giuridico, sia *i*) ragionevole; *ii*) proporzionata; *iii*) consentita dal diritto nazionale applicabile (così il terzo comma dell'art. 35-*bis*). Non solo: allo stesso diritto nazionale il legislatore europeo rinvia anche per l'interpretazione di taluni termini impiegati dalla norma, quali «danno», «intenzione», «colpa grave», «affidamento ragionevole», «dovuta attenzione», «incidenza», «ragionevolezza» e «proporzionalità» (si v. il quarto comma dell'art. 35-*bis*).

all'investitore e all'emittente che abbiano subito un pregiudizio a causa di un *rating*.

Invero, l'art. 35-*bis* – che è costruito in modo estremamente dettagliato e, come si vedrà a breve, con una tecnica legislativa in un certo senso *inedita* – crea un regime di responsabilità fondato non sulla veridicità o falsità del *rating* pregiudizievole all'investitore o all'emittente, ma sulla sua validità o invalidità e, pertanto, guardando ai processi con cui lo stesso *rating* è stato elaborato dall'agenzia. Infatti, l'investitore o l'emittente pregiudicati da un *rating* dovranno anzitutto dimostrare che l'agenzia che lo ha emesso ha commesso una delle violazioni di cui all'Allegato III del Regolamento *de quo*. L'allegato in questione individua diverse tipologie di condotte, quali violazioni di disposizioni in materia di prevenzione dei conflitti di interesse, di adeguatezza dei requisiti organizzativi e operativi, di cooperazione con l'attività di vigilanza, di informativa al pubblico, *etc.*<sup>30</sup> La novità della tecnica normativa è data dal sistema di rinvii dall'Allegato (che individua la condotta censurata dell'agenzia) all'articolato del Regolamento o ad un altro Allegato del Regolamento (che individuano l'obbligo in capo all'agenzia violato dalla condotta della stessa).<sup>31</sup>

Investitore o emittente, oltre alla commissione della violazione da parte dell'agenzia di *rating*, dovranno anche dar prova che la stessa abbia commesso detta violazione intenzionatamente o con colpa grave.<sup>32</sup>

---

<sup>30</sup> Sul punto, si v. quanto affermato da C. PICCIAU, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis*, in *European Company and Financial Law Review*, 15, 2, 2018, 387, la quale sottolinea come «*the infringements listed in Annex III constitute, first of all, a closed – and to some extent, rigid – system, which may need ongoing review as rating services evolve and expand and which may also present significant loopholes*».

<sup>31</sup> A titolo esemplificativo, si v. il pt. 17 dell'Allegato III: «L'agenzia di rating del credito viola l'articolo 6, paragrafo 2, in combinato disposto con l'allegato I, sezione A, punto 9, quando non stabilisce una funzione che: a) sia responsabile di riesaminare periodicamente le proprie metodologie, i propri modelli e le principali ipotesi di rating ovvero tutte le modifiche significative, o l'adeguamento di tali metodologie, modelli e principali ipotesi di rating nel momento in cui siano utilizzati o sia previsto di utilizzarli per la valutazione di nuovi strumenti finanziari; b) sia indipendente dai servizi incaricati delle attività di rating del credito; o c) relazioni i membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza».

<sup>32</sup> Il considerando n. 33 del Regolamento (UE) N. 462/2013 spiega chiaramente la *ratio* sottesa alla scelta del legislatore: «Tale criterio di colpevolezza è appropriato in

Si noti, poi, che l'investitore potrà chiedere il risarcimento del danno purché provi di aver fatto ragionevole affidamento sul *rating* o, comunque, di aver assunto la decisione di investire nell'emittente o nei titoli oggetto del *rating* con la dovuta diligenza, di tenerli nel proprio portafoglio, ovvero di disinvestire. Più precisamente, l'art. 35-bis, co. 1, par. 2, del Regolamento stabilisce che «Un investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito» (enfasi aggiunta). Il dato letterale dell'articolo impone quindi di operare dei distinguo a seconda che l'investitore sia o meno un'«istituzione finanziaria».<sup>33</sup> Nel caso in cui l'investitore lo sia, esso dovrà dar prova di aver riposto ragionevole affidamento nel *rating* relativo all'oggetto del proprio

---

quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato. Inoltre, è opportuno che le agenzie di rating del credito siano esposte a una responsabilità potenzialmente illimitata unicamente in caso di violazione intenzionale o per colpa grave del regolamento (CE) n. 1060/2009». In tal senso, non pare azzardato potere fare un paragone tra la responsabilità della – *solicited* – agenzia di *rating* e la responsabilità del professionista, il quale, *ex art.* 2236 cod. civ., «Se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà [...] non risponde dei danni, se non in caso di dolo o di colpa grave». Ed infatti, la valutazione a cui sono chiamate le agenzie è spesso estremamente complessa, basti pensare ai prodotti di finanza strutturata, *ai quali possono essere sottese financo delle mucche* (ci si riferisce ad una nota intercettazione del 2007 di una conversazione di dirigente di Standard and Poor's, relativa al *rating* di un contratto di *Mortgage-Backed Security*: «*We rate every deal. It could be structured by cows and we would rate it*», in <https://www.cnn.com/id/27321998>). In tema di *rating* e finanza strutturata, si v. poi le ulteriori criticità individuate da G. PRESTI, *op. cit.*, 258-262; e da R. LENER e M. RESCIGNO, *op. cit.*, 359-360.

<sup>33</sup> Ossia, ai sensi dell'art. 4, co. 1, par. 1, *Utilizzo dei rating* del Regolamento (CE) N. 1060/2009, richiamato appunto dal citato art. 5-bis, co. 1, *Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie*, del Regolamento (CE) N. 1060/2009, richiamato appunto dall'art. 5-bis, co. 1, un ente creditizio, un'impresa di investimento, un'impresa di assicurazione, un'impresa di riassicurazione, un ente pensionistico aziendale o professionale, una società di gestione, una società di investimento, un gestore di fondi di investimento alternativi o una controparte centrale.

investimento. Nello specifico, è l'art. 5-*bis*, co. 1, del Regolamento (CE) N. 1060/2009 a precisare il significato di un'espressione di ampia portata come *affidamento ragionevole*: l'istituzione finanziaria dovrà dar prova di aver effettuato una propria valutazione del rischio di credito relativa all'oggetto del proprio investimento o disinvestimento, e di non essersi affidata «esclusivamente o meccanicamente» al *rating* relativo allo stesso.<sup>34</sup> In ogni caso, essa dovrà dimostrare di aver agito con la dovuta diligenza (ossia secondo i comuni *standard* operativi e professionali alla stessa riferibili).

Per contro, nel caso in cui l'investitore sia un soggetto diverso da un'istituzione finanziaria, allo stesso non è richiesto di provare di avere effettuato una autonoma valutazione del rischio di credito dell'oggetto del proprio investimento o disinvestimento, come quella prevista dall'art. 5-*bis*, co. 1, del Regolamento; né, generalmente, una simile valutazione potrebbe ragionevolmente essergli richiesta: infatti, un investitore al dettaglio – quale ad esempio, una persona fisica ovvero una piccola impresa – non dispone in genere delle conoscenze né delle risorse necessarie per svolgere in autonomia una valutazione del rischio di credito dell'oggetto del proprio investimento.<sup>35</sup> Di conseguenza, all'investitore che non sia una istituzione finanziaria sarà semplicemente richiesto di provare di avere agito con la dovuta diligenza.<sup>36</sup>

---

<sup>34</sup> Sul punto, si v. F. VELLA e R. GHETTI, *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 784, che, guardando all'affidamento che i gestori collettivi del risparmio possono riporre in un *rating*, criticano la scelta del legislatore europeo per la quale «nel caso in cui il rating sia effettivamente l'unica fonte attendibile di informazione riguardante un emittente o un bene, non la si possa considerare "esclusivamente", quantomeno se l'operazione può presentare dei vantaggi per gli investitori che si sono affidati al gestore. Una simile formulazione può infatti proibire investimenti vantaggiosi, ponendo limiti non giustificati all'attività di impresa dei gestori».

<sup>35</sup> Correttamente il considerando n. 36 del Regolamento (UE) N. 462/2013 sottolinea come «i piccoli investitori in particolare possono non essere in grado di valutare criticamente un rating del credito fornito da un'agenzia di rating del credito». Il considerando, si noti, non presume che un investitore, in quanto *retail*, automaticamente non sia in grado di valutare criticamente il *rating* di un'agenzia, ma, invece, che *possa* non essere in grado di valutarlo (ed, invero, questa è la situazione più frequente).

<sup>36</sup> Peraltro, va notato come la categoria degli investitori che non siano istituzioni finanziarie non si esaurisca solo in persone fisiche e piccole imprese, ma possa

L'emittente, invece, potrà chiedere il risarcimento dei danni qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari siano stati oggetto di *rating* e che la violazione di cui all'Allegato III del Regolamento commessa dall'agenzia non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti, fornite dallo stesso emittente all'agenzia, direttamente ovvero tramite informazioni pubblicamente accessibili.<sup>37</sup>

L'onere probatorio in capo ad investitori e ad emittenti, che già pare particolarmente oneroso, è ulteriormente aggravato dal secondo comma dell'art. 35-*bis*: «Spetta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso». Di conseguenza, l'investitore o l'emittente dovranno anche dar prova del nesso di causalità tra violazione ed elaborazione del *rating* prodotto.<sup>38</sup>

Riassumendo, l'attore dovrà provare: *i*) che l'agenzia di *rating* ha commesso una delle violazioni di cui all'Allegato III del Regolamento (CE) N. 1060/2009; *ii*) che detta violazione è stata realizzata dall'agenzia con dolo o con colpa grave; e *iii*) che ha avuto un impatto sul *rating* emesso.<sup>39</sup> E dovrà poi dare prova di questo attraverso

---

comprendere anche imprese di grandi dimensioni. Queste ultime potrebbero ben disporre di risorse e di un *know-how* sufficientemente adeguati da poter effettuare una propria valutazione del rischio di credito dell'oggetto del proprio investimento o disinvestimento. Viene quindi da chiedersi se, ad un'impresa che presenti dette caratteristiche, possa essere richiesto egualmente di dover provare di aver svolto una valutazione autonoma, se non sulla base dell'art. 5-*bis*, co. 1, del Regolamento, quantomeno sulla base della «dovuta diligenza» alla stessa riferibile.

<sup>37</sup> Invero, rispetto ai casi di *solicited rating*, la scelta del legislatore non sembra risolvere in maniera eccessivamente favorevole la criticità individuata dal considerando n. 32 del Regolamento (UE) N. 462/2013: «Gli emittenti possono incontrare difficoltà nel far valere la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nei loro confronti persino quando abbiano un rapporto contrattuale con l'agenzia interessata: ad esempio, il declassamento di un rating deciso sulla scorta di una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 commessa intenzionalmente o per colpa grave può incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente, che ne subisce pertanto un danno anche se non coperto da responsabilità contrattuale».

<sup>38</sup> Infatti, «*There is no reason to protect, for example, an investor where the rating he has relied upon has not changed as a result of an infringement*» (così M. LEHMANN, *op. cit.*, 74).

<sup>39</sup> Come già spiegato più nel dettaglio pocanzi, a ciò si aggiunga che: *iv*) se l'attore è un investitore qualificabile come istituzione finanziaria, esso dovrà dar prova di

«elementi informativi precisi e dettagliati». Il legislatore, spostando l'onere della prova pressoché *in toto* sull'investitore o sull'emittente, ha così deciso di voler contrastare il fenomeno – crescente – di *over-reliance* (ossia, disovra-affidamento) nei confronti dei *rating* prodotti dalle agenzie<sup>40</sup>.

Tuttavia, un simile regime probatorio potrebbe risultare eccessivamente oneroso e macchinoso per certe categorie di attori (specie gli investitori *retail*), sicché il legislatore – saggiamente, a nostro avviso – vi ha introdotto una valvola di sfogo al secondo paragrafo del secondo comma dell'art. 35-*bis*: «L'organo giurisdizionale nazionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, *tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating*». Di conseguenza, l'organo giudicante potrà tarare, caso per caso, alla luce delle specifiche conoscenze e competenze dell'attore, l'*onus probandi* posto in capo allo stesso.

Delineati i tratti essenziali della responsabilità civile delle agenzie di *rating* di cui all'art. 35-*bis*, viene da chiedersi se la stessa sia da ricondurre – per quanto riguarda il nostro ordinamento – all'archetipo della responsabilità contrattuale ovvero della responsabilità aquiliana. *Prima facie*, unico caso in cui la stessa potrebbe essere ricondotta al

---

avere svolto la valutazione autonoma *ex art. 5-bis* e, comunque, di avere agito con la dovuta diligenza; *v*) se l'attore non è un investitore qualificabile come istituzione finanziaria, esso dovrà in ogni caso dar prova di avere agito con la dovuta diligenza; e, infine, *vi*) se l'attore è un emittente, esso dovrà dar prova di essere stato oggetto del *rating de quo* – o che lo siano stati i suoi titoli – e che la violazione commessa dall'agenzia non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti, fornite dallo stesso emittente all'agenzia, direttamente ovvero tramite informazioni pubblicamente accessibili.

<sup>40</sup> Si v. G. PRESTI, *op. cit.*, 275, che osserva come «più si facilita la prova del nesso di causalità, più si rende effettiva la responsabilità civile delle agenzie; ma più si rafforza anche l'affidamento degli utenti nel *rating*. Il *trade-off* è chiaro in quanto la lotta contro la *over-reliance* è tanto più difficile quanto più si agevola lo spostamento sulle agenzie delle conseguenze negative di scelte di investimento sbagliate. La riduzione di valore del *rating* deve, allora, necessariamente accompagnarsi a una maggiore responsabilizzazione dei suoi utenti. In quest'ottica, appare, quindi, condivisibile la scelta prudente del [legislatore europeo] che, lungi dal rappresentare un «regalo» per le agenzie, si mostra come un tassello coerente di un disegno finalizzato a ridurre la *over-reliance*».

tipo contrattuale è quello in cui tra emittente ed agenzia sussista un contratto riconducibile al fenomeno del «*solicited rating*»: a ben vedere, però, la disciplina dell'onere della prova prevista dall'art. 35-*bis* del Regolamento si allontana di molto da quella tipica della responsabilità contrattuale di cui all'art. 1218 cod. civ. Quanto poi ai casi in cui l'attore sia un emittente (colpito da un *unsolicited rating*) ovvero un investitore, il regime di responsabilità di cui all'art. 35-*bis* è certamente riconducibile al tipo extra-contrattuale,<sup>41</sup> sia in ragione dell'inesistenza di alcun contratto tra le parti,<sup>42</sup> sia in ragione del già

---

<sup>41</sup> Questa affermazione pare confermata dal considerando n. 32 del Regolamento (UE) N. 462/2013: «Mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di rating del credito possono scegliere di intentare un'azione nei confronti di tale agenzia di rating del credito per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, *indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti*» (enfasi aggiunta).

<sup>42</sup> Non sembra nemmeno ravvisabile un *contatto* tra le parti nel caso in cui l'attore sia un investitore che abbia fatto affidamento sul *rating* pubblicato dall'agenzia: «Tale affidamento si forma nell'investitore in considerazione del valore reputazionale delle agenzie di rating, della loro credibilità e competenza tecnica e prescinde da un rapporto di tipo contrattuale o di mero contatto sociale, non venendo l'investitore mai in contatto con le agenzie di cui conosce il giudizio espresso attraverso altri canali (intermediario finanziario, stampa etc.)» (così Trib. Roma, 27 marzo 2015, n. 6827, in *op. cit.*, 13. Infatti, «ciò che difetta è proprio la relazione tra investitore ed agenzia dato che è assente, a monte, l'entità dei soggetti potenzialmente interessati all'informazione dell'agenzia di rating; ciò rende assolutamente inconsistente la tesi di un "contatto" cui ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale» (così F. GRECO, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in questa *Rivista*, 2013, estratto dal n. 11, 10). Sul punto si v. anche D. ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, II, 24-27, che osserva come «la prescrizione di specifici doveri di comportamento che [le agenzie] sono tenute ad osservare a protezione delle emittenti di strumenti finanziari e degli investitori, unitamente all'imposizione a livello regolamentare europeo del rispetto della procedura di registrazione da parte delle agenzie di rating, consentono di poter annoverare l'attività da queste svolte tra quelle di "protezione" e di ricondurre, per tale via, la responsabilità per danni verso gli investitori a quella da cd. contatto sociale. Di certo, osta a tale ricostruzione, la considerazione che le agenzie di *rating* esprimono un parere diretto a destinatari indeterminati; ancorché, questi ultimi, siano solo apparentemente indeterminati, ma in concreto determinabili (dove la possibilità di individuare i soggetti lesi dai loro giudizi)» (così 25-26).

citato regime probatorio previsto dalla norma.

Invero, in ragione delle peculiarità della disciplina appena descritta, non pare azzardato abbandonare le categorie del nostro ordinamento, o, quantomeno, riferirsi alle stesse solo in via del tutto residuale, in favore di una qualificazione della responsabilità in esame come «responsabilità civile europea»;<sup>43</sup> la quale, tuttavia, come precisato dal quinto comma dell'art. 35-*bis* «non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale».

---

<sup>43</sup> Così, *ex multis*, E. DEPETRIS, *op. cit.*, 359, secondo «pare potersi affermare che ci si trova di fronte a un'ipotesi di c.d. responsabilità civile europea», precisando poi che detta responsabilità «se nella costruzione normativa prescinde da qualsivoglia distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, tuttavia, non essendo “autosufficiente”, non esime l'interprete dal ricondurre la fattispecie concreta nell'una o nell'altra categoria al fine di individuare la disciplina sussidiaria applicabile».