



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE, GIURIDICHE E STUDI
INTERNAZIONALI**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"LA RESPONSABILITÀ DELL'AGENZIA DI RATING NEI CONFRONTI
DELL'EMITTENTE"**

RELATORE:

CH.MA PROF.SSA FUSARO ARIANNA

LAUREANDA: TRESIN ELENA

MATRICOLA N. 1137767

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

LA RESPONSABILITÀ DELL'AGENZIA DI RATING NEI CONFRONTI DELL'EMITTENTE

Sommario

I. Agenzie di rating e rating finanziario	3
Il ruolo del <i>rating</i> nel mercato	4
La natura del settore	7
II. Regolamentazione delle agenzie di rating	8
Fonti italiane	8
Fonti comunitarie e internazionali	8
Fonti statunitensi	10
III. Natura giuridica della responsabilità dell'agenzia di rating	11
Responsabilità contrattuale nei confronti dell'emittente	12
Responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori (cenni).....	13
IV. La responsabilità nei confronti dell'emittente	13
Il contratto di <i>rating</i>	13
Il “danno da <i>rating</i> ”	14
La diligenza	15
Il nesso di causalità.....	16
V. La giurisprudenza italiana	17
Tribunale di Milano del 1° luglio 2011	17
VI. La giurisprudenza statunitense	20
Il Primo Emendamento	20
Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.....	21
County of Orange v. McGraw Hill Companies	22
Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's	22
Fitch, Inc. v. UBS PaineWebber, Inc.	23
VII. Conclusioni	23

I. Agenzie di rating e rating finanziario

La crescente globalizzazione dei mercati è uno dei fenomeni che più caratterizzano il panorama economico del nostro millennio. Per effetto di questa tendenza, le agenzie di *rating* hanno conosciuto una fortissima espansione, sia in termini di presenza sul mercato globale che di influenza sul medesimo. Ciò è stato confermato, in *primis*, dall'effetto amplificativo dei *rating* con riguardo alle conseguenze negative degli scandali finanziari degli ultimi decenni; in secondo luogo, dal crescente impiego del *rating* come parametro per la regolamentazione del mercato finanziario. Queste circostanze hanno sollevato importanti problematiche dal punto di vista della disciplina dell'attività di *rating* e dell'eventuale responsabilità civile che può sorgere in capo alle agenzie di *rating* per lo scorretto esercizio della stessa.

Questo lavoro ha lo scopo di fornire una panoramica della responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti del soggetto valutato, con particolare riferimento a quanto elaborato in proposito dalla giurisprudenza e dalla dottrina italiana e statunitense.

Il *rating* finanziario è definito dalla Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito n. 2006/C59/02 come un parere sul merito di credito di un determinato emittente o strumento finanziario, che valuta la probabilità di insolvenza dell'emittente, o rispetto ai suoi obblighi finanziari in generale (*rating* dell'emittente) o rispetto ad un determinato debito o titolo a reddito fisso (*rating* dello strumento)¹. Le agenzie di *rating* sono dunque i soggetti specializzati ed indipendenti che svolgono come attività principale la formulazione dei *rating* e la loro successiva emissione.

Il *rating* è altresì una previsione, in forma sintetica, circa le prospettive di solvibilità di un debitore ad una certa data. Esso viene espresso facendo riferimento a due categorie generali: la categoria *investment grade* corrisponde a *rating* elevati e comprende i titoli a basso rischio di insolvenza, mentre nella categoria *speculative grade* vengono collocati titoli cui viene attribuito un *rating* basso, caratterizzati da un elevato rischio di insolvenza. Si tratta dei c.d. *junk bond*, detti anche *high yield bond*, in quanto si distinguono per l'elevato rendimento correlato alla loro rischiosità.²

Si distinguono, con riguardo alla sussistenza o meno di un vincolo contrattuale tra l'agenzia e l'emittente, i *rating* c.d. *solicited*, richiesti e pagati dal cliente oggetto del giudizio, dai *rating* c.d. *unsolicited*, pubblicati dall'agenzia senza la richiesta né il consenso dell'emittente. Nel

¹ Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito n. 2006/C59/02, in G.U.U.E., 11 marzo 2006, n. C59/2.

² G. Facci, 2009. *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, pp. 313-314. Bologna: Zanichelli.

primo caso, la richiesta del servizio da parte dell'emittente da origine ad un rapporto contrattuale tra questi e l'agenzia di *rating*, che potrà chiedere all'emittente di fornire informazioni anche "privilegiate" ai fini della formulazione del giudizio. Con riferimento alla seconda ipotesi, invece, in assenza di un vincolo contrattuale i *rating* saranno formulati sulla base di dati pubblicamente disponibili.

Stando al Codice di condotta di Moody's, l'agenzia si riserva il diritto di pubblicare giudizi non richiesti al verificarsi di due condizioni: a) se si ritiene che la pubblicazione di un *rating* sia nell'interesse del mercato o degli investitori e b) se siano disponibili informazioni sufficienti su cui basare un'analisi adeguata.³ Sempre nell'ipotesi di *unsolicited rating*, l'emittente può fornire dati ulteriori al fine di migliorare la valutazione ad esso assegnata. Diverso è il caso del *rerating*, cioè l'aggiornamento del *rating* iniziale, il quale invece per la sua pubblicazione non necessita del consenso dell'emittente⁴. Si tratta di considerazioni importanti ai fini dell'esame di un'eventuale responsabilità dell'agenzia di *rating*, la quale avrà natura diversa a seconda dell'esistenza o meno di un accordo tra le parti.

Il ruolo del *rating* nel mercato

Come accennato nel paragrafo introduttivo, il *rating* svolge un ruolo fondamentale nel mercato globale, principalmente nella circolazione delle informazioni finanziarie. Una delle caratteristiche del *rating* che può aiutare a spiegare il suo successo in tal senso è la semplicità: esso riassume, in una formula sintetica e di immediata comprensione, informazioni complesse e difficilmente reperibili dal singolo investitore, riguardanti la situazione finanziaria attuale e prospettica di qualsiasi emittente o strumento in un dato momento. La rilevanza nel mercato globale delle agenzie di *rating* è confermata dal dato sul fatturato delle due agenzie che detengono le maggiori quote di mercato nel rispettivo settore: nel 2017, esso fu pari a \$4,204 milioni per Moody's e \$6,604 milioni per S&P⁵.

Dal punto di vista di molteplici operatori del mercato il *rating* ricopre un ruolo fondamentale. Per gli investitori, le agenzie di *rating* fungono da "intermediari dell'informazione". Infatti, con la formulazione e la diffusione al pubblico dei voti, non solo si riducono i costi complessivi di raccolta e analisi dei dati relativi a ciascun emittente e ciascun titolo in capo ad ogni investitore, ma si attenuano anche le asimmetrie informative tra questi e le imprese che raccolgono i loro finanziamenti. Tutto ciò consente agli investitori di compiere scelte di investimento più

³ Codice di condotta Moody's, in A. Fusaro, 2012, cit., p. 184.

⁴ A. Fusaro, 2012. *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente*, p. 184. *Contratto e impresa*.

⁵ Dati reperibili sul sito di Fortune 500: <http://fortune.com/fortune500/>

razionali, con la conseguenza che nel complesso sarà possibile una migliore allocazione dei risparmi⁶.

Il servizio fornito dalle agenzie di *rating* può risultare vantaggioso anche per gli emittenti, i quali sottopongono sé stessi o una loro emissione alla valutazione dell'agenzia. In questo caso, il *rating* positivo serve a comunicare al pubblico la buona qualità del debito dell'emittente. Tale *rating* può generare maggiore fiducia nella capacità di rimborso dell'emittente, con la conseguenza che si ridurrà per l'ente oggetto del giudizio positivo il costo di raccolta del capitale. Infatti, una minore rischiosità è correlata ad un minore tasso di interesse. L'emittente, inoltre, potrà godere di questo vantaggio evitando di diffondere informazioni "sensibili" al pubblico, che resteranno riservate alla sola agenzia preposta alla formulazione del giudizio.⁷

Sempre dal punto di vista dell'emittente, il *rating* acquisisce un'importanza fondamentale nei casi in cui la legge lo pone come requisito per l'emissione di determinati titoli. Ne consegue che il *rating* rappresenta, talvolta, requisito imprescindibile per l'accesso al mercato.⁸

Nonostante i benefici che un emittente può trarre dal rendere nota al mercato tramite il *rating* la propria capacità di onorare i debiti, la valutazione negativa può avere l'effetto opposto e provocare ad esso ingenti danni. Come giustamente osserva Picardi (2009), "un eventuale declassamento sotto la soglia del c.d. *investment grade* può condurre al fallimento dell'emittente"⁹, incidendo negativamente sulla fiducia degli investitori e, conseguentemente, compromettendo le sue possibilità di raccogliere il capitale necessario per operare sul mercato.

Come accennato in precedenza, il *rating* ha, tra l'altro, assunto rilevanza quale parametro di riferimento per la regolamentazione del mercato del credito in diversi paesi, condizionando fortemente l'accesso ai finanziamenti da parte delle imprese. Di seguito propongo sinteticamente alcuni esempi di questo fenomeno, senza pretesa di esaustività.

In Italia, l'art. 2, comma 4° della l. 130/1999 impone l'obbligo di sottoporre l'operazione di cartolarizzazione "alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi" qualora i titoli oggetto dell'operazione siano "offerti ad investitori non professionali". Ancora, il regolamento di Borsa italiana prevede la comunicazione, da parte dell'emittente che sia stato oggetto di *rating* nei dodici mesi antecedenti la domanda di ammissione, del giudizio e del relativo aggiornamento.¹⁰

⁶ L. Picardi, 2009. *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, p. 717. *Rivista di diritto civile*.

⁷ L. Picardi, 2009. *Cit.*, p. 718.

⁸ G. Facci, 2009. *Cit.*, p. 316.

⁹ L. Picardi, 2009. *Cit.*, p. 751.

¹⁰ G. Facci, 2009. *Cit.*, p. 317.

Infine, l'art. 100-*bis* del T.U.F. esclude dalla definizione di “offerta al pubblico” la vendita, a soggetti diversi da investitori qualificati, di titoli di Stato emessi da paesi OCSE cui sia stato attribuito un *rating* di livello come minimo pari all'*investment grade* da almeno due primarie agenzie internazionali di *rating*.¹¹

A livello comunitario, un esempio significativo dell'utilizzo del *rating* finanziario quale parametro per la determinazione di requisiti qualitativi è rappresentato dall'accordo c.d. “di Basilea 2”.¹² Le banche dei Paesi aderenti a tale accordo sono tenute ad accantonare quote di capitale proporzionali al rischio derivante dai vari rapporti di credito assunti, valutato attraverso lo strumento del *rating*. In questo modo, il *rating* diventa presupposto fondamentale per l'accesso al credito bancario da parte delle imprese.¹³

Negli Stati Uniti, invece, hanno assunto rilevanza nel contesto regolamentare le c.d. *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO). Si tratta di agenzie di *rating* che hanno ottenuto uno *status* particolare, caratterizzato, tra l'altro, dal fatto di costituire presupposto essenziale per la formulazione del *rating* in determinati contesti. Sin dalla nascita di questo istituto negli anni Settanta, la *Securities and Exchange Commission* (SEC), con diversi interventi regolamentari di dettaglio, ha attribuito crescente rilevanza ai giudizi emessi dalle NRSRO.¹⁴

Alcune note vicende dell'ultimo ventennio hanno ulteriormente confermato il ruolo centrale del *rating* nell'orientare le scelte degli operatori del mercato. A titolo di esempio, si possono citare il fallimento di Enron e Parmalat, nonché il recente collasso finanziario legato alla cartolarizzazione dei mutui *subprime* tramite strumenti di finanza strutturata. In tutti questi casi furono assegnate alle emissioni o agli emittenti oggetto del giudizio valutazioni positive che si rivelarono poi grossolanamente errate. In particolare, l'influenza esercitata dal *rating* sull'andamento del mercato risulta evidente con riguardo alla crisi del 2008; la circolazione di strumenti complessi come quelli di finanza strutturata fu in larga parte incoraggiata dai *rating* positivi, poi rivelatisi errati, sui quali molti investitori fecero ampio affidamento.¹⁵

Quest'ultima crisi, insieme agli altri scandali meno recenti, hanno dato luogo a forti critiche nei confronti delle agenzie di *rating*, soprattutto da parte degli investitori. Sono alla base di queste critiche principalmente gli aspetti legati al conflitto di interesse, quasi intrinseco alle agenzie di

¹¹ L. Enriques e M. Gargantini, 2012. *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, p. 478. *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2.

¹² L. Enriques e M. Gargantini, 2012. *Cit.*, p. 476.

¹³ G. Facci, 2009. *Cit.*, p. 314.

¹⁴ L. Picardi, 2009. *Cit.*, p. 726.

¹⁵ L. Picardi, 2009. *Cit.*, par. 5.

rating, che trova la sua radice nel vincolo contrattuale che lega il *rater* al soggetto valutato, nonché a quelli relativi alla scarsa trasparenza che ha caratterizzato l'agire delle agenzie.

In conclusione, il *rating*, in virtù della sua efficienza, ha assunto un ruolo fondamentale nell'orientare le scelte dei soggetti che operano sul mercato. Infatti, il *rating* rappresenta un mezzo di informazione di facile comprensione e proveniente da soggetti qualificati, di cui tutti possono avvalersi senza sostenerne direttamente i costi.¹⁶ Questa caratteristica lo ha posto al centro dell'attenzione non solo degli investitori, che ripongono in esso ampio affidamento, ma anche del legislatore nazionale e comunitario, che lo ha impiegato come parametro regolamentare. Tuttavia, i più eclatanti scandali finanziari degli ultimi decenni hanno evidenziato come, a fronte di tale capacità di influenzare le aspettative degli operatori del mercato, si renda necessario porre dei limiti all'attività del *rater*, al fine di garantire l'importante interesse alla stabilità del mercato finanziario e alla tutela del risparmio.

La natura del settore

Il settore delle agenzie di *rating* presenta alcune caratteristiche che contribuiscono a rendere più significativo l'impatto della loro attività sui mercati finanziari. Si tratta di un settore fortemente oligopolistico, dove le quote di mercato maggiori sono detenute da Standard & Poor's e Moody's, che di fatto dominano il mercato del *rating* a livello globale.

Ha poi concorso ad innalzare le barriere all'entrata l'istituzione da parte della SEC, negli anni Settanta, del già citato *status* di *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO) alle agenzie che si sottopongono alla procedura di registrazione presso un apposito albo. In virtù di tale qualificazione, le NRSRO hanno visto la domanda concentrarsi sui servizi da esse offerti anche per effetto dell'attribuzione alle loro valutazioni di un'importanza fondamentale a livello regolamentare.¹⁷

Si tratta di una struttura di mercato problematica soprattutto dal punto di vista della tutela degli investitori, in quanto la carenza di concorrenza può esasperare i conflitti di interesse già intrinseci ad un modello di remunerazione in cui è lo stesso committente a corrispondere un compenso all'agenzia di *rating* proporzionale all'ammontare dell'emissione.¹⁸ A riguardo, con il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006, il legislatore americano ha quantomeno introdotto

¹⁶ L. Picardi, 2009. Cit., p. 724.

¹⁷ F. Drigo, 2006. *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense*, p. 493. *Rassegna di diritto civile*.

¹⁸ L. Picardi, 2009. Cit., p. 729.

un sistema di registrazione più trasparente per le agenzie di *rating* che vogliono operare in qualità di NRSRO.¹⁹

II. Regolamentazione delle agenzie di rating

Gli obiettivi di fondo delle diverse iniziative nazionali e internazionali volte a disciplinare il settore del *rating* sono tendenzialmente comuni e riassumibili, in via generale, nel miglioramento della struttura di *governance* delle agenzie di *rating* e la prevenzione dei conflitti di interesse, anche tramite l'istituzione di obblighi informativi e *standard* di qualità.²⁰

Fonti italiane

In Italia, le agenzie di *rating* non sono state oggetto di una disciplina unitaria. Di conseguenza, sono rinvenibili nell'ordinamento riferimenti al *rating* sparsi in più fonti. Una di queste è la già citata l. 130/1999, che all'art. 2, 5° comma, affida alla Consob il compito di definire “i requisiti di professionalità e i criteri per assicurare l'indipendenza degli operatori che svolgono la valutazione del merito di credito e l'informazione sugli eventuali rapporti esistenti tra questi e i soggetti che a vario titolo partecipano all'operazione, anche qualora la valutazione non sia obbligatoria”. In attuazione di tale disposizione, la Consob ha emanato la delibera n. 12175 del 2 novembre 1999, la quale agli artt. 2 e 3 stabilisce puntualmente i requisiti di professionalità e di indipendenza necessari per l'esercizio dell'attività di valutazione del merito di credito. Si tratta di una disciplina volta principalmente alla tutela dell'investitore che faccia affidamento sulla obiettività dei giudizi diffusi dalle agenzie, e che quindi mira a garantirne la corretta e trasparente formulazione in un'ottica di prevenzione dei conflitti d'interesse che possano sorgere dal vincolo contrattuale tra agenzia di *rating* e committente.

Fonti comunitarie e internazionali

Gli interventi più importanti della Comunità europea sono costituiti dai tre regolamenti in materia di agenzie di *rating* del credito, emanati rispettivamente negli anni 2009 (CRA I), 2011 (CRA II) e 2013 (CRA III). Gli obiettivi di fondo perseguiti dal legislatore comunitario sono riassunti dal primo *Considerando* del Regolamento (CE) 1060/2009: “(...) i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori. È pertanto essenziale che le attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale, affinché i

¹⁹ G. Ponzanelli, 2012. *Quando sono responsabili le agenzie di rating*, p. 444. *Analisi giuridica dell'economia*, fasc. 2.

²⁰ L. Picardi, 2009. *Cit.*, p. 744.

rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata”.²¹

Il punto cruciale del CRA I è l’obbligo di registrazione, cui sono tenuti tutti i soggetti che intendano svolgere attività di *rating* del credito.²² Agli enti registrati si applica la disciplina prevista dal regolamento, che riguarda, in generale, aspetti legati alla prevenzione dei conflitti di interesse, alla trasparenza circa le metodologie impiegate nella formulazione dei giudizi, nonché all’informazione dovuta al pubblico e alle autorità di vigilanza.

Con riguardo alla riforma del 2013, uno degli aspetti più significativi ai fini della presente analisi è stata l’introduzione dell’art. 35-*bis* ad opera del Regolamento (CE) 462/2013 (CRA III), che modifica il Regolamento (CE) 1060/2009. Tale articolo delinea per la prima volta un regime di responsabilità specifico, volto a tutelare gli investitori e gli emittenti che ritengano lesi i propri interessi dalla condotta negligente dell’agenzia di *rating*.²³

Nello specifico, l’art. 35-*bis* individua tassativamente le condotte illecite in presenza delle quali i soggetti danneggiati possono promuovere l’azione di responsabilità civile. Tali condotte possono essere schematizzate facendo riferimento a tre macrocategorie: a) violazioni connesse ai conflitti di interesse e ai requisiti organizzativi e operativi; b) violazioni relative agli ostacoli alle attività di vigilanza; c) violazioni delle disposizioni in materia di informativa.²⁴

La responsabilità dell’agenzia di *rating* scatta qualora il danneggiato sia in grado di dimostrare: a) il verificarsi di una delle condotte illecite elencate, b) il dolo oppure la colpa grave dell’agenzia e c) il nesso causale tra la condotta illecita e il danno lamentato.

In particolare, l’onere della prova gravante sull’emittente danneggiato è enunciato al 1° comma dell’art. 35-*bis*, secondo il quale esso “può chiedere il risarcimento dei danni (...) qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari sono oggetto del rating del credito e che la violazione non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall’emittente all’agenzia di rating del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente accessibili.”²⁵

Con riguardo alla definizione dei criteri soggettivi di imputazione della responsabilità, al 4° comma dello stesso art. 35-*bis*, il legislatore comunitario opera un rinvio agli ordinamenti

²¹ Considerando 1, Regolamento del Consiglio europeo (EC) N.1060/2009 del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

²² L. Enriques e M. Gargantini, 2012. Cit., p. 486.

²³ E. Maciariello, 2018. *La responsabilità da rating: analisi dell’articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, p. 157 ss. *Banca Impresa Società*.

²⁴ E. Maciariello, 2018. Cit., p. 169.

²⁵ Regolamento (CE) n. 462/2013 del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

nazionali: “i termini quali (...) “intenzione”, “colpa grave”, (...) utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato”. Ne consegue che per le controversie che siano di competenza del giudice italiano, la valutazione della diligenza impiegata dall’agenzia di *rating* nell’adempimento dei propri doveri dovrà essere effettuata nel rispetto della definizione di dolo e colpa grave elaborate dalla giurisprudenza italiana.

Sul piano delle iniziative internazionali, la Iosco ha pubblicato nel 2003 e nel 2004 lo *Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, contenente principi cui dovrebbe ispirarsi l’attività di *rating*, nonché il *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, contenente regole specifiche attuative dei suddetti principi. Tuttavia, tali documenti non godono di forza normativa, ma possono soltanto essere recepiti dai codici di condotta delle agenzie di *rating* a discrezione di esse. È vero però che la disciplina predisposta dalla Iosco è stata richiamata da soggetti dotati di potestà legislativa o regolamentare, come ad esempio dalla Consob, dalla Commissione Europea e dalla *Securities Exchange Commission*.²⁶

Fonti statunitensi

La disciplina statunitense in materia di agenzie di *rating* è decisamente più articolata di quella italiana; sono, d’altronde, gli Stati Uniti il paese d’origine delle agenzie di *rating*. Mi limito qui di seguito a segnalare alcuni dei più rilevanti interventi normativi in questo ambito.

Il già citato *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 ha modificato il procedimento di registrazione all’albo delle agenzie che vogliono ottenere lo *status* di NRSRO, al fine di renderlo più trasparente, sempre in un’ottica di prevenzione dei conflitti d’interesse che caratterizzano questo settore.²⁷

Un secondo intervento significativo è stato il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* del 2010: “In 2010, the Dodd-Frank (...) Act authorized unprecedented regulation of credit rating agencies’ methodologies and created a new standard governing agencies’ private liability.”²⁸ Così apre l’autore Deats (2010) la sua analisi della responsabilità delle agenzie di *rating* nell’ordinamento statunitense, sottolineando sin da subito la portata della riforma. L’idea di fondo è quella di applicare alle agenzie di *rating* gli stessi *standard* di diligenza che sono tenuti ad osservare i soggetti che hanno un ruolo di spicco nella circolazione e nell’intermediazione delle informazioni finanziarie: “Credit rating agencies (...) should be

²⁶ F. Drigo, 2006. Cit., p. 492.

²⁷ L. Picardi, 2009. Cit. pp. 740 ss.

²⁸ C. Deats, 2010. *Talk that isn’t cheap: does the First Amendment protect credit rating agencies’ faulty methodologies from regulation?*, p. 1818. *Columbia Law Review*.

subject to the same standards of liability and oversight as apply to auditors, securities analysts, and investment bankers”.²⁹

Più in particolare, l’entrata in vigore del *Dodd-Frank Act* ha comportato l’abrogazione della *rule* 436(g) del SEC, la quale non prevedeva il necessario consenso dell’agenzia per l’inserimento dei *rating* nel *registration statement* delle società emittenti, con la conseguenza che l’agenzia non poteva essere assoggettata a responsabilità. Ora tale consenso è diventato presupposto per l’inserimento del *rating*, e con esso l’agenzia assume la veste di “*expert*”, qualifica formale che può comportare l’assoggettamento a responsabilità.³⁰

Tuttavia, secondo Deats (2010), l’obiettivo di assoggettare le agenzie di *rating* ai medesimi *standard* di diligenza richiesti agli altri intermediari finanziari è spesso stato messo in discussione dallo “scudo” del Primo Emendamento, che storicamente ha protetto le agenzie di *rating* dalla responsabilità per negligenza.³¹

Infine, è rilevante la modifica apportata al *Securities and Exchange Act* del 1934 dall’introduzione di un obbligo di *due diligence* in capo alle agenzie di *rating*. In base a tale obbligo, l’attore che intenda promuovere un’azione di responsabilità nei confronti di un’agenzia di *rating* e che produca inizialmente “l’allegazione di fatti dai quali si desume che l’agenzia consapevolmente o con grave negligenza ha omesso di condurre, personalmente, o tramite un soggetto terzo, una ragionevole verifica delle informazioni su cui si è basata la propria valutazione”³² si può giovare di semplificazioni a livello di prove.

III. Natura giuridica della responsabilità dell’agenzia di *rating*

Il tema della responsabilità civile delle agenzie di *rating* è stato ampiamente discusso dagli studiosi, soprattutto dal punto di vista dell’investitore. Il problema si pone principalmente per il danno subito da un soggetto a seguito della “diffusione di giudizi imprecisi, ovvero espressi sulla base di informazioni errate, o ancora per la revisione di giudizi intervenuta con grave ritardo”.³³

Nel loro lavoro, Enriques e Gargantini (2012) hanno analizzato la responsabilità giuridica dell’agenzia di *rating* anche nella prospettiva del suo impiego come possibile strumento di regolamentazione di un settore fortemente oligopolistico: “pur in assenza di concorrenza, uno

²⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, § 9318(3), 124 Stat. at 1872.

³⁰ G. Ponzanelli, 2012. Cit., p. 445.

³¹ C. Deats, 2010. Cit., p. 1819.

³² G. Ponzanelli, 2012. Cit., p. 445.

³³ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 183.

stimolo all'innovazione potrebbe essere rappresentato da un efficace sistema di responsabilità civile per le agenzie di rating".³⁴

Tuttavia, ai fini di un esame della eventuale responsabilità delle agenzie di *rating* nei confronti di qualsiasi soggetto che abbia usufruito del servizio di *rating* finanziario, è importante tenere a mente il fatto che le stesse agenzie hanno spesso sottolineato come le loro valutazioni non siano altro che "opinioni indipendenti sull'affidabilità finanziaria di un soggetto economico in un certo momento"³⁵. Ne consegue che il *rating* non può considerarsi né una certificazione contabile, né una garanzia sul pagamento del debito, né una raccomandazione di investimento (come può essere, invece, la consulenza di un analista finanziario).³⁶

È proprio la qualificazione del *rating* come mera opinione che nella giurisprudenza americana ha reso le agenzie di *rating* sostanzialmente immuni da responsabilità³⁷, in virtù della fortissima tutela accordata alle opinioni dal Primo Emendamento, volto ad assicurare la libertà di parola e di stampa.

Ciononostante, la dottrina e la giurisprudenza hanno elaborato possibili configurazioni di una responsabilità in capo alle agenzie di *rating* per una loro eventuale condotta negligente. In particolare, l'agenzia di *rating* finanziario dovrebbe essere sottoposta a *standard* di diligenza più rigorosi rispetto a quelli applicati al semplice giornalista, in considerazione delle sue peculiari caratteristiche e conseguente influenza sul mercato finanziario.³⁸ Il legislatore italiano, inoltre, tende a garantire la veridicità delle informazioni finanziarie destinate a circolare nel mercato. È questo l'obiettivo di fondo dell'art. 187-ter, 1° comma, T.U.F., il quale imputa una responsabilità passiva a capo del soggetto, il quale diffonda "tramite mezzi di informazione, compreso internet o ogni altro mezzo, (...) informazioni, voci o notizie false o fuorvianti che forniscano o siano suscettibili di fornire indicazioni false ovvero fuorvianti in merito agli strumenti finanziari".

Responsabilità contrattuale nei confronti dell'emittente

Il rapporto contrattuale che lega l'agenzia di *rating* al soggetto valutato trova le sue radici nel passaggio, avvenuto negli anni Settanta, da un modello di remunerazione delle agenzie c.d. *subscriber-paid*, ossia con pagamento per il servizio di *rating* da parte di soggetti interessati a conoscere il merito di credito di un terzo emittente, ad un modello c.d. *issuer-paid*, nel quale è lo stesso emittente ad erogare un compenso all'agenzia per ottenere un *rating* sulle proprie

³⁴ L. Enriques e M. Gargantini, 2012. Cit., p. 492.

³⁵ G. Facci, 2009. Cit., p. 317.

³⁶ G. Facci, 2009. Cit., p. 317.

³⁷ L. Picardi, 2009. Cit., p. 752.

³⁸ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 195.

emissioni.³⁹ Ne consegue la stipulazione tra soggetto valutato e agenzia di un contratto di *rating* che ha ad oggetto il giudizio sul merito di credito dell'emittente o dello strumento finanziario. Posta la natura contrattuale di una eventuale responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti dell'emittente, per la determinazione del perimetro di tale responsabilità occorrerà valutare la condotta dell'agenzia di *rating* secondo lo schema dell'inadempimento contrattuale disciplinato dal codice civile all'art. 1218.

Responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori (cenni)

Diversamente da quanto accade tra l'emittente e l'agenzia di *rating*, tra quest'ultima e l'investitore che abbia usufruito di un *rating* non si configura un rapporto contrattuale. Di conseguenza, la responsabilità che rileva nel caso in cui il soggetto danneggiato sia un terzo investitore è quella extracontrattuale di cui all'art. 2043 c.c. Al riguardo, diversi studiosi ed alcuni autori hanno affermato che nel nostro ordinamento, ai fini della sussistenza del danno ingiusto subito dall'investitore a seguito della diffusione di un *rating* errato, impreciso o in grave ritardo, sia considerato "indubbiamente meritevole di tutela l'affidamento generato da comunicazioni rese al mercato, allorché tali informazioni provengano da un soggetto particolarmente qualificato, come le agenzie di *rating*, che ragionevolmente ingenerano fiducia nella serietà e credibilità delle proprie valutazioni."⁴⁰ Spetterà poi all'investitore che abbia interesse a promuovere l'azione risarcitoria nei confronti dell'agenzia di *rating* dimostrare il pregiudizio subito, la condotta negligente dell'agenzia e il nesso causale tra questa e il danno.

IV. La responsabilità nei confronti dell'emittente

Il contratto di *rating*

Il tentativo di delineare la responsabilità contrattuale dell'agenzia di *rating* nei confronti del committente ha dovuto confrontarsi con un ostacolo fondamentale: il contratto di *rating* non è contemplato dal codice civile. Si rende dunque necessario determinare a quale fattispecie contrattuale esso appartenga, ossia se possa essere ricondotto ad una delle sottospecie contrattuali tipizzate, oppure se costituisca una tipologia contrattuale autonoma.

In questa prospettiva, alcuni autori hanno posto in evidenza le possibili analogie della responsabilità dell'agenzia di *rating* con la responsabilità del revisore legale nei confronti dell'emittente, il quale pure è un soggetto esterno che formula un giudizio sulla situazione economico-patrimoniale della società in cambio di un compenso.⁴¹ Tuttavia, non si possono

³⁹ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 184.

⁴⁰ Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685.

⁴¹ P. Giudici, 2011. *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?*, nota a Trib. Milano, 2011 n. 8790, p. 1453. *Le Società*.

ignorare alcune fondamentali differenze tra l'attività di *rating* e l'attività di revisione contabile: 1) l'oggetto della prestazione, che nel caso del *rating* è una previsione in merito alle capacità di rimborso del debito, mentre la revisione contabile contempla una situazione passata; 2) diverso è anche lo scopo: la revisione contabile risponde all'interesse dei soci ad un più efficace controllo dell'operato del *management*, mentre il *rating* non svolge alcuna funzione di controllo nell'interesse dei soci.⁴²

Con riguardo alla tipologia contrattuale cui ricondurre il contratto di *rating*, la dottrina ha elaborato diverse ipotesi.⁴³ Alcuni studiosi ritengono che il contratto di *rating* rientri nella categoria del contratto d'opera, in considerazione della natura professionale dell'attività e del vincolo fiduciario che si instaura tra *rater* e committente. In tal caso, l'agenzia, nell'esercizio della propria discrezionalità tecnica, sarà tenuta ad attestarsi su una serie di standard di settore, e dovrà seguire le relative norme deontologiche. Altri considerano la possibilità di qualificare il contratto di *rating* quale appalto di servizi. In quest'ottica, la prestazione dedotta in contratto non sarà più di mezzi ma di risultato, con la conseguenza che il committente, in sede giudiziaria, dovrà provare soltanto il mancato raggiungimento del risultato pattuito. Infine, alcuni studiosi ritengono che il contratto di *rating* sia un contratto atipico, in considerazione del fatto che l'operazione di *rating* è un'operazione complessa, costituita da una serie di prestazioni "connesse ed inscindibili", quali, ad esempio, la verifica periodica di dati economico-contabili e le revisioni dei *rating*. L'eterogeneità della prestazione oggetto del contratto gli conferirebbe un'identità autonoma ed insuscettibile di essere assimilata ad un'altra fattispecie contrattuale. Stando a quest'ultima qualificazione, si rende necessario, da parte della dottrina e della prassi, elaborare i parametri di riferimento da utilizzare nel definire l'eventuale responsabilità contrattuale delle parti, "facendo riferimento a principi generali, nonché alle norme in materia di responsabilità civile delle società di revisione o degli istituti bancari per la concessione abusiva del credito".⁴⁴

Il "danno da *rating*"

L'eventuale pregiudizio subito dal committente nell'ambito di un contratto di *rating* può essere classificato come "danno da *rating*"⁴⁵, cioè il danno derivante dalla messa in circolazione di informazioni finanziarie inesatte o rilasciate in grave ritardo, nonché dalla divulgazione di notizie riservate.⁴⁶ Ciò può comportare la lesione, in primo luogo, della "reputazione

⁴² P. Giudici, 2011. Cit., pp. 1453-1454.

⁴³ M. Marianello, 2010. *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente*, p. 289 ss. *Obbligazioni e contratti*.

⁴⁴ M. Marianello, 2010. Cit., p. 292.

⁴⁵ E. Maciariello, 2018. Cit., p. 180.

⁴⁶ M. Marianello, 2010. Cit., p. 293.

economica” dell’emittente, cioè “l’interesse di carattere patrimoniale a mantenere prestigio e credibilità in relazione ai prodotti o servizi messi in commercio”.⁴⁷

In concreto, questo può tradursi nella difficoltà di collocare i titoli obbligazionari sul mercato, con un conseguente calo del prezzo o aumento del tasso di interesse ad essi relativo. Non solo: il committente, qualora sia in grado di provare il nesso causale, potrà andare oltre e chiedere il risarcimento *ex art.* 1223 c.c. anche per danni ulteriori quale il pregiudizio arrecato allo svolgimento presente o futuro di operazioni straordinarie.⁴⁸ Tutto ciò tenendo conto anche dell’art. 1225 c.c., il quale limita il risarcimento spettante al creditore al danno che risultava prevedibile al tempo dell’inadempimento nel caso di condotta colposa. Infine, in virtù dell’art. 1227, 2° comma, l’agenzia di *rating* potrà sempre tentare di porre un ulteriore limite alla risarcibilità del danno provando che esso poteva essere evitato dall’emittente impiegando l’ordinaria diligenza.

La diligenza

Definito il possibile evento dannoso, con riferimento alla sindacabilità del *rating* occorre considerare alcuni aspetti importanti. Il *rating* ha carattere statistico, in quanto contempla la probabilità di insolvenza di un emittente, e prognostico, cioè formulato sulla base di una visione prospettica.⁴⁹ Ne consegue che in sede giudiziaria non sarà sufficiente dimostrare l’inesattezza del *rating*, il quale non può per sua natura essere infallibile, ma occorrerà valutare la condotta dell’agenzia nella formulazione del giudizio, “verificando la corretta applicazione da parte del *rater* delle metodologie e delle procedure elaborate dalla prassi del settore.”⁵⁰

Al riguardo, è necessario tenere conto della complessità della prestazione di *rating*, che si sostanzia in una serie di prestazioni ulteriori tra loro inscindibili; pertanto, è possibile identificare diversi obblighi di condotta in capo al *rater*, quali il dovere di informazione, di indipendenza, nonché di riservatezza con riguardo alle informazioni privilegiate, acquisite dal committente ai fini della formulazione di un giudizio più accurato.⁵¹

Un ulteriore parametro di riferimento, che tra l’altro conferma il già accennato obbligo del *rater* a conformarsi a standard e *iter* procedurali consolidati dalla prassi del settore, è l’art. 2 del Reg. Consob 02/11/1999, il quale, al punto b), impone al *rater* “l’utilizzazione di procedure predeterminate e conformi alle prassi internazionali, che assicurino la riservatezza delle informazioni e dei dati acquisiti”.

⁴⁷ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 184.

⁴⁸ M. Marianello, 2010. Cit., p. 299.

⁴⁹ M. Saponaro, 2013. *Il danno da “rating”: se e come le agenzie sono tenute a rispondere*, pp. 186-194. *Danno e responsabilità*, fasc. 2.

⁵⁰ M. Saponaro, 2013. Cit., p. 193.

⁵¹ M. Marianello, 2010. Cit., p. 298.

Ne consegue che nell'accertare l'inadempimento dell'agenzia di *rating* il giudice dovrà valutare la diligenza da essa impiegata ai sensi dell'art. 1176 c.c., ossia tenendo conto della natura professionale dell'attività esercitata, con riferimento ai principi generali già citati.

Sul punto, un autore ritiene che, analogamente a quanto concluso per i revisori contabili, l'agenzia di *rating* non può essere esonerata da responsabilità per problemi tecnici di particolare difficoltà, se non per dolo o colpa grave *ex art. 2236 c.c.*⁵² Un altro autore assume, invece, una posizione diversa, sostenendo che il criterio da impiegare nell'imputazione del danno al *rater* è proprio quello previsto dalla disposizione richiamata e non l'ordinaria diligenza *ex art. 1176 c.c.*⁵³ In tal caso, l'errata valutazione potrà essere fonte di responsabilità civile solo qualora sussistano il dolo o la colpa grave della società valutatrice. Tale posizione appare condivisibile anche alla luce del più recente Reg. (CE) 462/2013, il quale prevede, per l'appunto, il dolo o la colpa grave quali criteri d'imputazione nel caso di danno da *rating*.

Infine, occorrerà tenere conto della eventuale responsabilità solidale che può sorgere in capo agli amministratori della società valutatrice per il fatto commesso dai propri dipendenti, regola prevista, in particolare, per la società di revisione nei confronti della società valutata, all'art. 15, 1° comma, d. lgs. n. 39/2010.⁵⁴

Il nesso di causalità

Il committente interessato ad ottenere il risarcimento del danno dovrà dimostrare il nesso di causalità tra la condotta negligente dell'agenzia e il pregiudizio da esso lamentato. Tale dimostrazione sarà diversa a seconda del caso, ma si tratterà sempre di ricostruire la situazione che si sarebbe verificata in assenza della condotta dolosa o colposa dell'agenzia. Ad esempio, l'emittente potrà provare che se non fosse stato diffuso al pubblico un giudizio negativo errato sulla propria capacità di rimborso del debito, il tasso di interesse richiesto dal mercato per l'acquisto dei propri titoli obbligazionari non sarebbe aumentato.

La prova del nesso causale sarà agevolata qualora si qualifichi la prestazione dell'agenzia di *rating* non quale obbligazione di mezzi ma di risultato. In quest'ultimo caso, non sarà necessaria la dimostrazione della colpevolezza, bastando ai fini dell'accertamento dell'inadempimento il mancato raggiungimento del risultato pattuito.⁵⁵

Spetterà all'agenzia di *rating* convenuta in giudizio fornire la prova liberatoria, e cioè che “la condotta è stata conforme alle regole tecniche, a procedure predeterminate, a prassi esistenti a

⁵² M. Marianello, 2010. Cit., p. 294.

⁵³ G. Ponzanelli, 2012. Cit., p. 450.

⁵⁴ M. Marianello, 2012. Cit., p. 362.

⁵⁵ M. Marianello, 2010. cit., p. 295.

livello internazionale”⁵⁶, nonché alle norme deontologiche e ai codici di autodisciplina.⁵⁷ Ancora, ai sensi dell’art. 1218 c.c., “spetterà alla società valutatrice dimostrare la non imputabilità dell’inadempimento, ovvero fornire la prova che l’errata, inesatta o tardiva previsione è stata determinata da fattori non rilevabili e/o non riconoscibili al momento dell’esecuzione della prestazione, neppure avvalendosi delle conoscenze scientifiche e/o delle metodologie più sofisticate.”⁵⁸ Si tratterà, in concreto, di provare che gli errori sono stati commessi a causa di “sofisticte alterazioni e/o falsificazioni dei dati forniti dal cliente”.⁵⁹

Si esclude, nell’ambito della responsabilità contrattuale dell’agenzia di *rating* nei confronti dell’emittente, l’applicabilità del concorso di colpa del creditore *ex art.* 1227 c.c. Come osservano alcuni studiosi, “se sussiste un’obbligazione negoziale o un obbligo legale di sorveglianza, il fatto del sorvegliato non può acquistare rilievo a favore del sorvegliante ai fini della diminuzione di risarcimento del danno”.⁶⁰ L’agenzia di *rating* è tenuta, tra l’altro, non solo a valutare in modo oggettivo ed indipendente il merito di credito dell’emittente, ma anche ad effettuare un monitoraggio sull’evoluzione della situazione economico-finanziaria di quest’ultimo.

V. La giurisprudenza italiana

In Italia, la casistica in tema di responsabilità delle agenzie di *rating* è scarsa e l’argomento è stato esaminato prevalentemente dalla dottrina.

Tribunale di Milano del 1° luglio 2011

Tra i pochi casi portati innanzi ai giudici italiani, il più rilevante ai fini del presente testo è quello deciso dal tribunale di Milano nel 2011. Si tratta dell’unica decisione nella giurisprudenza italiana relativa alla responsabilità dell’agenzia di *rating* nei confronti del committente.

Nel caso in questione, la parte ricorrente è il commissario straordinario della Parmalat, che conviene in giudizio le divisioni italiane e francesi dell’agenzia di *rating* S&P in base a due diversi titoli di responsabilità: una responsabilità contrattuale nei confronti della Parmalat stessa e una responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori, i cui interessi il commissario si proponeva di invocare in giudizio. Quest’ultima ipotesi di responsabilità viene

⁵⁶ G. Facci, 2009. Cit., p. 344.

⁵⁷ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 189.

⁵⁸ M. Marianello, 2010. Cit., p. 293.

⁵⁹ M. Marianello, 2010. Cit., p. 295.

⁶⁰ M. Marianello, 2010. Cit., p. 260.

tuttavia respinta per carenza di legittimazione attiva in capo al commissario.⁶¹ Con riguardo al primo titolo di responsabilità, Parmalat propone un'azione restitutoria relativa al compenso corrisposto all'agenzia e un'azione risarcitoria per i danni subiti dall'attribuzione a Parmalat di un *rating* di categoria *investment grade*, nello specifico pari a BBB-, che, secondo Parmalat, ha contribuito a peggiorare il dissesto finanziario dell'azienda stessa.⁶² Il *rating*, secondo Parmalat errato poiché eccessivamente ottimista, l'avrebbe spinto a collocare sul mercato titoli obbligazionari cui successivamente non è riuscita a fare fronte integralmente.

Nel valutare la diligenza o meno di S&P nell'espletamento della propria prestazione, il tribunale riconduce il contratto di *rating* al contratto di prestazione d'opera professionale, concludendo che "l'inadempimento (...) dev'essere valutato alla stregua dei doveri inerenti lo svolgimento dell'attività professionale ed, in particolare, dei doveri di diligenza e di perizia parametrati alle migliori conoscenze scientifiche o mediamente esigibili all'operatore professionalmente qualificato, avuto riguardo alla natura dell'attività esercitata *ex art. 1176 c.c.*", specificando però che non sussiste in capo alla stessa alcun obbligo di verifica circa la veridicità dei dati forniti dal committente, distinguendo in tal modo il ruolo dell'agenzia di *rating* da quello del revisore dei conti.⁶³

Nello specifico, le regole di condotta che secondo il tribunale S&P avrebbe dovuto ispirarsi sono "la completa acquisizione dei dati necessari, la corretta elaborazione del *rating* e la trasparente comunicazione del giudizio formato".

Stando alla decisione dei giudici milanesi, la condotta di S&P è stata negligente e tale da invalidare l'eventuale concorso della Parmalat alla formulazione di giudizi errati: "...nell'espletamento dell'attività professionale di *rating*, S&P incorse in plurimi e macroscopici inadempimenti rispetto non solo a sue proprie regole metodologiche, ma, più in generale, alla condotta diligente e prudente che avrebbe potuto tenere, pur in presenza di comportamenti del committente scarsamente trasparenti." In particolare, il tribunale ritiene "del tutto arbitrari[o]" il comportamento di S&P, che nello svolgimento della propria attività aveva modificato più volte le modalità di calcolo di determinati indici. Ancora, la S&P aveva agito in presenza di "rilevanti carenze informative", in violazione dell'obbligo generale di informazione in capo alle agenzie di *rating*, oggi richiamato espressamente nel Regolamento (CE) 462/2013. Secondo il tribunale, infatti, "...la logica conseguenza di tali lacune conoscitive, ove non colmate da proprie indagini, sarebbe stata la non esecuzione della prestazione."⁶⁴

⁶¹ M. Saponaro, 2013. Cit., p. 188.

⁶² G. Ponzanelli, 2012. Cit., p. 448.

⁶³ Trib. Milano, 1 luglio 2011, n. 8790.

⁶⁴ G. Ponzanelli, 2012. Cit., p. 449.

Nel formulare la propria decisione, il tribunale fa anche riferimento al regolamento (CE) 1060/2009 le cui regole, seppur “non applicabili ai fatti di causa, sono comunque illuminanti”.

Tuttavia, secondo un autore, il quale riprende la distinzione fatta dal tribunale tra agenzia di *rating* e revisore legale, tale decisione non avrebbe portata generale e sarebbe comunque discutibile, considerato il fatto che non sussiste nessun obbligo in capo alle agenzie di *rating* di “certificare” che l’emittente abbia fornito informazioni veritiere. In questo senso, nel vincolo contrattuale tra agenzia ed emittente, il *rater* fa affidamento sul fatto che l’emittente metta a disposizione informazioni corrette.⁶⁵

Secondo Parmalat, il danno subito sarebbe pari a 4.073.200.000 di euro, corrispondente all’ammontare del debito non rimborsato. Tuttavia, con riguardo al nesso causale, il tribunale ritiene che la Parmalat non abbia fornito prova sufficiente dell’impatto diretto sull’emissione di titoli obbligazionari del giudizio di *rating* rilasciato dall’agenzia: “in particolare, la Parmalat s.p.a. non ha dimostrato che anteriormente ai contratti di prestazione di *rating*, le precedenti emissioni obbligazionarie avessero avuto un minore successo”. L’ingaggio dell’agenzia di *rating* non avrebbe, quindi, determinato un “aggravamento del dissesto autonomamente enucleabile in una situazione di voragine finanziaria (...) già ben consolidata”. Per questo motivo il tribunale respinge la domanda di risarcimento del danno proposta dalla ricorrente. Sul punto, l’autore considera come anche nell’ipotesi in cui la società avesse effettivamente raccolto più finanziamenti a seguito dell’ingaggio di un’agenzia di *rating*, il peggioramento della situazione finanziaria della società sarebbe comunque da ricondurre alla cattiva o illecita gestione della stessa, prendendo quindi la posizione secondo cui non sussisterebbe una responsabilità contrattuale in capo all’agenzia di *rating*.⁶⁶ Ancora, lo stesso autore sostiene che l’attività dell’agenzia di *rating* è diversa da quella del revisore dei conti, il quale invece è tenuto a svolgere un’attività di controllo sul management. L’agenzia di *rating*, per contro, si limita a fornire, dietro corrispettivo, un parere al mercato sul merito creditizio dell’emittente interessato.

Ai fini dell’azione di risoluzione del contratto *ex art.* 1455 cc il Tribunale afferma che l’interesse, in capo all’emittente, al corretto adempimento della prestazione e quindi alla formulazione di un *rating* che rifletta la reale situazione economico-finanziaria dello stesso, è stato leso da S&P. Dichiaro quindi la risoluzione del contratto e condanna S&P alla restituzione del compenso. Tuttavia, anche questa conclusione appare, discutibile, in quanto l’emittente

⁶⁵ P. Giudici, 2011. Cit., p. 1452.

⁶⁶ P. Giudici, 2011. Cit., p. 1453.

avrebbe invece un interesse patrimoniale ad ottenere un rating particolarmente ottimistico e in quanto tale capace di abbassare il tasso di interesse dovuto agli obbligazionisti.⁶⁷

VI. La giurisprudenza statunitense

La giurisprudenza americana è molto più ricca rispetto a quella italiana.

Con lo scopo di fornire una panoramica sintetica della giurisprudenza statunitense nell'ambito oggetto del presente lavoro, propongo qui di seguito un breve esame di alcuni casi concreti, nonché dei principi generali che hanno orientato i giudici americani nel decidere l'esito delle controversie relative alla responsabilità dell'agenzia di *rating*.

Il Primo Emendamento

Come affermato da alcuni autori, “negli Stati Uniti la copiosa giurisprudenza ha in passato escluso con frequenza [la responsabilità civile delle agenzie di *rating*], soprattutto sulla base della protezione assicurata alla libertà di espressione dal Primo Emendamento.”⁶⁸ Il Primo Emendamento è stato, infatti, ripetutamente oggetto di richiamo nell'ambito di queste decisioni. Nell'ordinamento giuridico americano, esso rappresenta la garanzia costituzionale della libertà di parola e di stampa. Sulla base della qualificazione dei *rating* come mere opinioni e dell'analogia, operata tra le agenzie di *rating* e il giornalista, esse sono spesso andate esenti da responsabilità per la loro eventuale condotta negligente, proprio in virtù della forte tutela del Primo Emendamento.

Ne consegue che la responsabilità delle agenzie di *rating* per la pubblicazione di valutazioni errate coinvolge due importanti interessi tra loro contrapposti: “the First Amendment’s concern for the free flow of information” e al contempo l'interesse “[to] regulate agencies’ methodologies and [to] impose a liability standard that deters misconduct.”⁶⁹

La sostanziale immunità delle opinioni protette dal Primo Emendamento è dovuta alla difficile prova gravante sul *plaintiff* della c.d. *actual malice* in capo al *defendant*, definita nella giurisprudenza americana come quello stato soggettivo dove “[a] statement [is] made with knowledge that it was false or with reckless disregard of whether it was false or not.”⁷⁰

⁶⁷ P. Giudici, 2011. Cit., p. 1452.

⁶⁸ L. Enriques e M. Gargantini, 2012. Cit., p. 492.

⁶⁹ C. Deats, 2010. Cit., p. 1818.

⁷⁰ *N.Y. Times Co. v. Sullivan*, 376 U.S. 254, 279–80 (1964), in C. Deats, 2010, cit., p. 1832.

Ne consegue che se il *rating* non è considerato altro che un'opinione, la società valutatrice potrà essere ritenuta responsabile per i danni derivanti da un *rating* errato soltanto qualora sia provata la sussistenza della *actual malice*, non bastando a tal fine la prova della sola negligenza.⁷¹

Al riguardo, il caso *Abu Dhabi Commercial Bank v. Morgan Stanley & Co., Inc.* è stato considerato da taluni autori come un *landmark* della giurisprudenza americana in tema di responsabilità delle agenzie (nel caso specifico si trattava di responsabilità nei confronti di terzi investitori). Con tale decisione i giudici hanno introdotto un nuovo criterio di imputazione della responsabilità che tende ad attenuare la resistenza dei *rating* a qualsiasi azione risarcitoria: “if ratings implicate matters of public concern and rating agencies offer opinions containing no verifiable facts, then the First Amendment likely offers rating agencies strong protection (...) In contrast, where rating agencies either communicate their opinions in a professional capacity to targeted investors or do no more than propose a commercial transaction, the actual malice standard likely does not apply to them, and they likely face more extensive liability.”⁷²

Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.

In *Compuware Corporation v. Moody's Investors Services, Inc.*⁷³ il ricorrente Compuware agì nei confronti di Moody's, con la quale aveva stipulato un contratto di *rating* alcuni anni prima. Compuware agì, in particolare, per *breach of contract* e *defamation* a seguito di un aggiornamento con il quale Moody's aveva declassato il *rating* inizialmente assegnato a causa del sorgere di importanti *business risk* in capo alla Compuware.

Al riguardo, Compuware lamentava l'omessa considerazione di informazioni importanti ai fini della formulazione del *rating*, con la conseguente negligenza nell'esecuzione della prestazione pattuita.

La causa promossa da Compuware non ebbe successo: sia la corte distrettuale che la corte federale⁷⁴ stabilirono che il *rating* era tutelato dal Primo Emendamento, in quanto “a Moody's credit rating is a predictive opinion, dependent on a subjective and discretionary weighing of complex factors”. Di conseguenza, entrambi i motivi di ricorso richiedevano la prova della *actual malice* per potersi ritenere fondati. Secondo i giudici, la Compuware non fu in grado di dimostrare tale criterio di imputazione.

⁷¹ C. Deats, 2010. Cit., p. 1832.

⁷² C. Deats, 2010. Cit., p. 1837.

⁷³ *Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc.*, No. 05-1851 (6th Cir. 2007).

⁷⁴ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 190.

County of Orange v. McGraw Hill Companies

Diverso fu l'esito del caso *County of Orange v. McGraw Hill Companies*. La contea ricorrente aveva stipulato con S&P, all'epoca nota come McGraw Hill Companies, plurimi contratti di *rating* relativi a diverse emissioni di titoli obbligazionari. Analogamente al caso deciso dal tribunale di Milano e discusso nel presente testo, la ricorrente “maintain[ed] [that] S&P breached [the agreements] by providing rating analyses which wrongly stated that the County's financial condition and ability to repay the debt were fundamentally sound. The County states it would not have (nor would it have been able to) market the 1993 and 1994 debt securities without the ratings S&P provided.”⁷⁵

Secondo la contea, il voto eccessivamente favorevole le aveva cagionato un danno di 500 milioni di dollari, pari all'ammontare del debito insoluto.⁷⁶ Come in casi precedenti, il *rating* emesso dall'agenzia era considerato degno della tutela del Primo Emendamento e non poteva essere fonte di responsabilità a meno che non venisse provata la *actual malice*.

Ebbene, la contea fornì prova sufficiente, con la conseguenza che i giudici americani riconobbero la responsabilità in capo a S&P per *breach of contract* e *professional negligence*, seppur relativamente ad un limitato arco temporale.

Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's

Un caso interessante è *Jefferson County School District No. R-1 v. Moody's*, dove viene contemplata la possibilità di una responsabilità in capo all'agenzia di *rating* in assenza di un vincolo contrattuale con il soggetto valutato.

Pur in assenza di una richiesta di valutazione da parte del distretto scolastico, Moody's pubblicò un articolo nel quale riportava una valutazione negativa della situazione finanziaria del distretto. L'articolo si diffuse rapidamente e provocò un improvviso calo nella vendita dei *bond*, nonché un aumento del tasso di interesse richiesto per gli stessi; il tutto risultò in una perdita netta pari a 769,000 dollari.⁷⁷

Il distretto lamentava, in particolare, che il *rating* era stato emesso in assenza delle informazioni necessarie. In mancanza di un rapporto contrattuale, infatti, Moody's non aveva accesso ai dati economico-finanziari del distretto, se non quelli comunque disponibili al pubblico. Sulla base di questo fatto, uno dei motivi di ricorso da esso proposti era la *tortious interference with contract*: nel caso di specie, afferma Pinto (2006), “if a credit rating agency publishes an

⁷⁵ *County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc.*, 245 B.R. 151 (C.D. Cal. 1999).

⁷⁶ A. Fusaro, 2012. Cit., p. 191.

⁷⁷ *JEFFERSON CTY. SCHOOL DIST. NO. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc.*, 988 F. Supp. 1341 (D. Colo. 1997).

unsolicited negative credit rating about an issuer that adversely affects an issuer's ability to raise capital, it may be improperly interfering with a contract or prospective contract.”⁷⁸

I giudici, tuttavia, si conformarono al principio consolidato secondo cui la valutazione espressa da Moody's era tutelata dal Primo Emendamento, in virtù del fatto che le affermazioni contenute nell'articolo si basavano su mere opinion: “failure to identify a specific false statement reasonably implied from Moody's article, combined with the vagueness of the phrases ‘negative outlook’ and ‘ongoing financial pressures’ indicates Moody's article constitutes a protected expression of opinion”. Di conseguenza, l'unica via per il buon esito dell'azione di responsabilità nei confronti di Moody's era la prova della *actual malice*.

Fitch, Inc. v. UBS PaineWebber, Inc.

Infine, ritengo opportuno accennare al caso *Fitch, Inc. v. UBS PaineWebber, Inc.*, riguardante la responsabilità dell'agenzia di *rating* nei confronti di terzi investitori per il danno ad essi cagionato a seguito dell'attribuzione ad una particolare emissione di un *rating* eccessivamente positivo da parte di Fitch.⁷⁹

Quest'ultima fu accusata sostanzialmente di essersi messa d'accordo con l'emittente per garantire ai suoi strumenti un *rating* di categoria *investment grade*.

L'importanza del caso è dovuta al fatto che la corte, avendo tenuto presente del fatto che la relazione contrattuale fondata su un modello di remunerazione *issuer-paid* tra *rater* ed emittente è capace di generare conflitti di interesse, non ritenne di poter assimilare la posizione di Fitch a quella di un giornalista, che in linea di principio dovrebbe fornire al pubblico informazioni indipendenti.

Sulla base di queste considerazioni, la corte negò a Fitch la protezione del Primo Emendamento.

VII. Conclusioni

La sostanziale carenza di una disciplina dell'attività di *rating* finanziario, nonostante l'importantissimo ruolo del *rating* nel plasmare le aspettative degli operatori del mercato, ha portato diversi studiosi ad ipotizzare l'impiego della responsabilità civile come strumento di regolamentazione del settore.

⁷⁸ A. R. Pinto, 2006. *Control and responsibility of credit rating agencies in the United States*, p. 354. *American Journal of Comparative Law*.

⁷⁹ P. Haghshenas, 2010. *Obstacles to Credit Rating Agencies' First Amendment Defense in Light of Abu Dhabi*, pp. 452 ss. *First Amendment Law Review*.

Questa ipotesi presenta, tuttavia, diversi problemi pratici. Ad esempio, un autore sottolinea come la responsabilità civile è uno strumento “debole”, poiché opera *ex post*; un mercato finanziario stabile ed efficiente richiederebbe, invece, regole certe e conoscibili *ex ante*.⁸⁰ Altri autori rilevano la difficoltà nel delineare uno schema di responsabilità certo ed efficace, tenuto conto del fatto che il *rating*, in quanto strumento statistico, è caratterizzato da un rischio intrinseco di imperfezione.⁸¹

La responsabilità dell'agenzia di *rating* rimane, dunque, un tema aperto ad ulteriore discussione. Ma è indubbio che le più note tra le agenzie godono, ormai, di ampia capacità di influenzare gli andamenti del mercato a livello globale, e ciò senza imbattersi in particolari ostacoli. Ha illustrato in modo efficace questa situazione l'editorialista americano Thomas Friedman, quando ha affermato che “There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful.”⁸²

⁸⁰ G. Ponzanelli, 2012. Cit, p. 453.

⁸¹ L. Enriques e M. Gargantini, 2012. Cit., p. 500.

⁸² Lo cita E. Maciariello, 2018, cit., p. 161.

Bibliografia

- A. Fusaro, 2012. *Rating finanziario e responsabilità nei confronti dell'emittente. Contratto e impresa*, fasc. 1, pp. 181-196.
- A. R. Pinto, 2006. *Control and responsibility of credit rating agencies in the United States. American Journal of Comparative Law* [online], pp. 341 ss. Disponibile su < https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/amcomp54&div=53&g_sent=1&casa_token=&collection=journals&t=1558122874> [22-04-2019].
- C. Deats, 2010. *Talk that isn't cheap: does the First Amendment protect credit rating agencies' faulty methodologies from regulation?*, in *Columbia Law Review* [online], pp. 1818 ss. Disponibile su < https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/clr110&div=52&g_sent=1&casa_token=&collection=journals&t=1558123342> [22-04-2019].
- E. Maciariello, 2018. *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009. Banca Impresa Società* [online], p. 157 ss. Disponibile su <<https://www.rivisteweb.it/doi/10.1435/90333>> [22-04-2019].
- F. Drigo, 2006. *La responsabilità delle agenzie di rating per il danno all'informato. L'esperienza statunitense. Rassegna di diritto civile*, p. 488 ss.
- G. Facci, 2009. *Il danno da informazione finanziaria inesatta*. Bologna: Zanichelli.
- G. Ponzanelli, 2012. *Quando sono responsabili le agenzie di rating. Analisi giuridica dell'economia* [online], fasc. 2, p. 441 ss. Disponibile su < <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1433/38924>> [22-04-2019].
- L. Enriquez e M. Gargantini, 2012. *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating. Analisi giuridica dell'economia* [online], n. 2, pp. 475 ss. Disponibile su < <https://www.rivisteweb.it/doi/10.1433/33306>> [24-04-2019].
- L. Picardi, 2009. *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari. Rivista di diritto civile* [online], p. 740. Disponibile su < <https://core.ac.uk/download/pdf/55031794.pdf>> [24-04-2019].
- L. 30 aprile 1999, n. 130.
- M. Marianello, 2012. *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating. Obbligazioni e contratti*, pp. 352 ss.
- M. Marianello, 2010. *La responsabilità contrattuale dell'agenzia di rating nei confronti del committente. Obbligazioni e contratti*, pp. 289 ss.
- M. Saponaro, 2013. *Il danno da "rating": se e come le agenzie sono tenute a rispondere. Danno e responsabilità*, fasc. 2, pp. 186-194.
- P. Giudici, 2011. *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli?. Le Società*, pp. 1451 ss.

P. Haghshenas, 2009. *Obstacles to Credit Rating Agencies' First Amendment Defense in Light of Abu Dhabi*. *First Amendment Law Review* [online], pp. 452 ss. Disponibile su <https://heinonline.org/HOL/Page?handle=hein.journals/falr8&div=15&g_sent=1&casa_token=&collection=journals&t=1558124645> [01-05-2019].

Giurisprudenza

Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc., 273 F. Supp. 2d 914 (E.D. Mich. 2002). Disponibile su <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp2/273/914/2340058/>>.

Compuware Corp. v. Moody's Investors Services, Inc., No. 05-1851 (6th Cir. 2007). Disponibile su <<https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/ca6/05-1851/07a0336p-06-2011-02-25.html>>.

County of Orange v. McGraw Hill Companies, Inc., 245 B.R. 151 (C.D. Cal. 1999). Disponibile su <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/BR/245/151/1926929/>>.

JEFFERSON CTY. SCHOOL DIST. NO. R-1 v. Moody's Investor's Services, Inc., 988 F. Supp. 1341 (D. Colo. 1997). Disponibile su <<https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/988/1341/1455700/>>.

Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Danno e responsabilità*, fasc. 2, pp. 183-186.

Trib. Milano, 1luglio 2011, n. 8790, in *Danno e responsabilità*, fasc. 2, pp. 178-181.

Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Danno e responsabilità*, fasc. 2, pp. 181-182.

Legislazione

Comunicazione della Commissione sulle agenzie di *rating* del credito n. 2006/C59/02, in G.U.U.E., 11 marzo 2006, n. C59/2. Disponibile su <[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52006XC0311\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52006XC0311(01))>.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, July 21, 2010. 124 Stat. 1376 Public law 111–203. Disponibile su <<https://www.congress.gov/111/plaws/publ203/PLAW-111publ203.pdf>>.

IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, 25 settembre 2003. Disponibile su <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>>.

Regolamento del Consiglio europeo (EC) N.1060/2009 del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:02009R1060-20150621>>.

Regolamento del Consiglio europeo (EC) N. 462/2013 del 21 maggio 2013 che modifica il regolamento (EC) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito. Disponibile su <http://online.scuola.zanichelli.it/prestirescigno/files/2011/09/reg_2013_462_ue.pdf>.

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Deliberazione 2 novembre 1999. Regolamento di attuazione dell'art. 2, comma 5, della legge 30 aprile 1999, n. 130, in materia

di operatori incaricati di svolgere la valutazione del merito di credito nelle operazioni di cartolarizzazione dei crediti.ⁱ

ⁱ Numero di parole: 9325