

ATTIVITÀ DI RATING E DELITTO DI MANIPOLAZIONE DEL MERCATO

Qualche riflessione sul caso “Standard & Poor’s”
([Trib. Trani, sent. 30 marzo 2017 \(dep. 26 settembre 2017\), n. 837, Pres. ed est. Pavese](#))

di Ilaria Merenda

Abstract. La sentenza con la quale Tribunale di Trani si pronuncia sulla responsabilità penale di analisti e manager dell’agenzia *Standard & Poor’s* per il reato di manipolazione del mercato risulta di particolare interesse, trattandosi della prima volta che l’art. 185 T.U.F. viene contestato in relazione ad un’attività di *rating*. Tema che si mostra delicato e complesso, in ragione soprattutto della natura eminentemente valutativa del *rating* e della difficoltà di verificare, sul piano probatorio, la concreta idoneità di un *rating* incongruo ad alterare le scelte di investimento e, conseguentemente, il prezzo dei titoli valutati.

SOMMARIO: 1. Breve ricostruzione della vicenda. – 2. La diffusione di notizie false. – 3. La rilevanza penale dell’“artificio informativo”. – 4. Profili di responsabilità delle agenzie di *rating*. Considerazioni conclusive.

1. Breve ricostruzione della vicenda.

Il Tribunale di Trani chiude con un’assoluzione il primo grado del processo che ha coinvolto alcuni analisti e manager dell’agenzia di *rating Standard & Poor’s*, imputati per il reato di manipolazione del mercato¹.

¹ La competenza territoriale del Tribunale di Trani viene riconosciuta sulla base della disciplina di cui all’art. 10, comma 2, c.p.p. in relazione ai reati commessi all’estero e individuata nel luogo in cui ha sede il pubblico ministero che ha iscritto per primo la notizia di reato. Secondo la ricostruzione avallata dal Tribunale, infatti, le condotte contestate furono realizzate interamente a Londra, al momento della pubblicazione sul sito internet dell’agenzia di *rating* delle comunicazioni manipolative; seguendo, al contrario, l’impostazione della difesa, la competenza sarebbe spettata al Tribunale di Milano, dove hanno sede gli uffici italiani di *Standard & Poor’s*, e luogo in cui fu compiuta una porzione dei fatti contestati, e più precisamente la diffusione al mercato del comunicato tradotto in lingua italiana (circostanza considerata, invece, dall’accusa come un mero *post factum* che non incide sul luogo di consumazione del reato: sul punto v. pag. 9 della sentenza). In dottrina, con riferimento al luogo di consumazione del reato nei casi di manipolazione informativa, F. MUCCIARELLI, [Il locus commissi delicti della manipolazione del](#)

Il clamore mediatico sollevato dalla vicenda – che ha visto sfilare nella veste di testimoni personalità di spicco del mondo politico e finanziario italiano – ha lasciato sullo sfondo le questioni più strettamente giuridiche del caso, che mostrano, invece, profili di particolare interesse.

Perno dell'ipotesi accusatoria è, come è noto, la tesi del “complotto internazionale”, orchestrato dall'agenzia di *rating* a danno del nostro Paese, con il preciso intento di svalutare il merito creditizio dell'Italia agli occhi degli investitori, in modo da disincentivare l'acquisto di titoli del debito pubblico italiano e deprezzarne così il valore. Più precisamente, si contesta agli imputati di aver posto «in essere una serie di artifici tanto nell'elaborazione, quanto nella diffusione (comunicazione ai mercati finanziari) dei “*rating*” sul debito sovrano italiano concretamente idonei a provocare: 1) una destabilizzazione dell'immagine, prestigio e affidamento creditizi dell'Italia sui mercati finanziari nazionali ed internazionali; 2) una sensibile alterazione del valore dei titoli di Stato italiano, segnatamente un loro deprezzamento; 3) un indebolimento della moneta italiana ed europea “Euro”».

Le condotte di manipolazione – che secondo la ricostruzione del pubblico ministero si collocano in un arco temporale che va dal maggio 2011 al gennaio 2013 – riguarderebbero sia la diffusione di notizie false, sia il compimento di “altri artifici” di carattere informativo². Per ciò che concerne tale ultima ipotesi accusatoria – che come

[mercato. Aporie normative e sistematiche della decisione ex art. 54 bis c.p.p. nel caso Fonsai](#), in questa *Rivista*, 27 ottobre 2014; A. NISCO, [Manipolazione informativa del mercato e luogo di consumazione del reato](#), *ibidem*, 14 marzo 2014.

² In particolare, come si legge nel capo di imputazione, gli episodi contestati consistono: 1) nella divulgazione, il giorno venerdì 20 maggio 2011, di un *report* che attestava l'avvenuto taglio dell'*outlook* del debito sovrano dell'Italia da stabile a negativo, diffondendo non contestualmente ma solo il lunedì successivo 23 maggio, a riapertura dei mercati, un ulteriore *report* esplicativo delle motivazioni del “taglio” effettuato: valutazioni che sarebbero state artificiosamente comunicate con una tempistica sfalsata e tale da generare sui mercati una volatilità e incertezza che concausava sensibili perdite su titoli azionari, obbligazionari e titoli di Stato nazionali; 2) nell'elaborazione e divulgazione, il giorno 1 luglio 2011, (alle ore 13 e quindi a mercati aperti), di una nota che, con l'artificio di diffondere valutazioni negative sulla manovra finanziaria correttiva presentata dal Ministero dell'Economia Giulio Tremonti, prima ancora che il testo della stessa fosse reso ufficiale e pubblicato in *Gazzetta Ufficiale*, determinava ulteriori turbolenze sul mercato dei titoli di Stato italiani, con pericolo concreto di deprezzamento degli stessi; 3) nell'aver posto il giorno 5 dicembre 2011 – all'indomani della conferenza stampa tenuta dal neo Presidente del Consiglio Mario Monti – il c.d. “*credit watch* negativo” sull'Italia, realizzando in tal modo un ulteriore artificio temporale informativo (quello di preannunciare un declassamento, pur senza decretarlo, in un momento critico di “ripartenza” del nostro paese agli occhi della Comunità internazionale) concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari, nonostante l'intervenuto cambio di *leader* alla guida del Governo e le riforme strutturali preannunziate; 4) nell'aver operato il giorno 13 gennaio 2012 il declassamento/taglio del *rating* del debito sovrano della Repubblica italiana di due gradini (da A a BBB+), confermando l'*outlook* negativo. E questo nonostante il responsabile del “*Bank Team*” per l'Italia di *Standard & Poor's* avesse segnalato agli analisti competenti che il giudizio espresso sul sistema bancario italiano (e alla base del doppio taglio di *rating* elaborato) fosse errato e contrario alla situazione reale, invitandoli a rimuovere quell'informazione dal comunicato. Rimozione che sarebbe avvenuta solo e parzialmente sul testo in lingua inglese e non su quello trasmesso per legge alla Repubblica Italiana, né su quello diffuso ai mercati, agli analisti e agli investitori, con conseguente confusione e distorsione delle informazioni rese. Declassamento che sarebbe stato decretato alla stregua di argomentazioni incoerenti e incongruenti,

vedremo è quella che presenta maggiori criticità dal punto di vista del suo inquadramento giuridico – si contesta agli analisti di *Standard & Poor's* di aver comunicato al mercato analisi/previsioni/declassamenti, riguardanti l'Italia e sempre di segno negativo, non già «in maniera tempestiva, bensì in maniera “selettiva e mirata” in relazione ai momenti di maggiore criticità della situazione politico-economica italiana»: tali artifici “*temporali/informativi*”, compiuti in consapevole e sistematica violazione delle regole sul *rating* e sulla correttezza dell'informazione ai mercati finanziari, avrebbero amplificato gli effetti sfavorevoli delle valutazioni effettuate, in modo tale da minare ulteriormente la fiducia degli investitori sull'affidabilità del nostro Paese e, conseguentemente, provocare una sensibile alterazione del prezzo dei titoli di Stato.

2. La diffusione di notizie false.

A dispetto delle più di trecento pagine di motivazione, la sentenza del Tribunale di Trani sembra perdere un'importante occasione per approfondire il problema della configurabilità del reato di manipolazione del mercato in relazione all'attività di *rating*. Nonostante l'assoluzione per mancanza di dolo, infatti, le argomentazioni seguite dal Tribunale ricalcano sostanzialmente la ricostruzione giuridica del pubblico ministero, dando praticamente per scontato che l'emissione di un *rating* possa realizzare di per sé un “fatto manipolativo” e possieda quindi quella concreta capacità di alterare in maniera sensibile il prezzo degli strumenti finanziari richiesta per l'integrazione della fattispecie.

Vale, invece, la pena operare qualche precisazione in merito alle condotte oggetto di contestazione, distinguendo le manipolazioni del mercato commesse attraverso la diffusione di notizie false, da quelle commesse mediante “altri artifici”. Con riferimento alla prima ipotesi – che, come visto riguarda il doppio declassamento dell'Italia decretato da S&P il 13 dicembre 2012 – è necessario interrogarsi, in via preliminare, sulla natura giuridica del *rating* e, nello specifico, sulla possibilità di ricondurre una simile attività al concetto di “notizia” di cui all'art. 185 T.U.F.

Va detto, infatti, che l'art. 3, par. 1, lett. b del Regolamento Ce n. 1069/2009 – che rappresenta la disciplina base dell'attività di emissione dei *rating* – definisce 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 altri strumenti finanziari»³

realizzando in tal modo l'ennesimo “artificio informativo” concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari e a provocare una sensibile alterazione dei titoli di Stato.

³ Si definisce *rating* sovrano quello che si riferisce a i) un *rating* del credito ove l'entità valutata è uno Stato o un'autorità regionale o locale di uno Stato; ii) un *rating* del credito ove l'emittente del debito o dell'obbligazione finanziaria, dei titoli di debito o di altro strumento finanziario è uno Stato o un'autorità regionale di uno Stato o di un'autorità regionale o locale; iii) un *rating* del credito ove l'emittente è un'istituzione finanziaria internazionale stabilita da due o più Stati membri allo scopo di mobilitare risorse

emesso «utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito»⁴. Un parere che non riguarda «il valore di un'obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario», né tantomeno rappresenta una raccomandazione di investimento (art. 3, par. 2, Reg. cit.), ma si riferisce esclusivamente al rischio di insolvenza⁵.

Si tratta, quindi, di un giudizio prognostico «sulla capacità di un determinato soggetto di rimborsare alle scadenze fissate le obbligazioni contratte, ovvero sul grado di rischiosità di un determinato strumento finanziario»⁶. Nel processo valutativo condotto dalle agenzie si combinano componenti di natura quantitativa, basti pensare a dati economici e finanziari oggettivamente verificabili, con elementi di natura qualitativa, come, ad esempio, le prospettive di crescita, la situazione del mercato di riferimento, il contesto politico⁷; il *rating* è quindi espressione di un procedimento complesso caratterizzato da ampi margini di discrezionalità. Un giudizio che, non essendo di carattere oggettivo, non può qualificarsi come “esatto” o “corretto”, quanto piuttosto adeguato/congruo in relazione ai dati che confluiscono nella valutazione e alle metodologie impiegate, con la conseguenza che la discrezionalità tecnica delle agenzie di *rating*, se regolarmente utilizzata e motivata, non potrà essere sindacata *ex post* in sede giudiziale⁸.

Da ciò emerge come la natura eminentemente valutativa del *rating* renda problematica una piana riconducibilità alla nozione di “notizia” richiesta dalla fattispecie di manipolazione del mercato, il cui ambito applicativo comprende innanzitutto quelle comunicazioni che, riguardando fatti storici e dati oggettivi, consentono un riscontro di quanto dichiarato nei termini dell'alternativa verità/falsità⁹. Per ciò che riguarda, invece, le attività che – come nel caso del *rating* – si riferiscono in larga parte ad accadimenti futuri, l'operatività dell'incriminazione risulta tutt'altro che scontata¹⁰.

finanziarie e fornire assistenza finanziaria a beneficio dei membri di tale istituzione finanziaria che già si trovino o rischino di trovarsi in gravi problemi finanziari (art. 3, par. 1, lett. h, Reg. CE n. 1069/2009).

⁴ La categoria di *rating* si esprime attraverso un «simbolo, come ad esempio una lettera o un numero [...] utilizzato per fornire una misura del rischio relativo» (art. 3, par., lett. v., Reg. CE n. 1069/2009).

⁵ Sul punto, v. G. PRESTI, *Take the AAA train: note introduttive sul rating*, in AA. VV., *Il rating tra mito, realtà e narrazioni*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n. 2, 2012, 253, che sottolinea come il *rating* non sia «una valutazione di convenienza, giacché oggetto di valutazione non è il rendimento ma solo il rischio» di un determinato strumento finanziario.

⁶ Così M. MARCHESI, *Rating e trasparenza. Esperienze europee e nordamericane a confronto*, Torino, 2015, 2.

⁷ V. C. RINALDO, *Rating incongrui e tutele del mercato*, Milano, 2017, 26 ss.

⁸ Così C. RINALDO, *op. cit.*, 25.

⁹ V., sul punto, S. SEMINARA, *L'aggiotaggio (art. 2637 c.c.)*, in *I nuovi reati societari: diritto e processo*, a cura di A. Giarda-S. Seminara, Padova, 2002, 554; F. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di A. Alessandri, Milano, 2002, 425, che osserva come «la qualificazione della notizia tipica come esclusivamente falsa impone di escludere dall'oggetto della diffusione illecita tutte le informazioni rispetto alle quali non sia predicabile un giudizio di vero/falso, che è giudizio che concerne solo le circostanze di fatto».

¹⁰ Cfr. V. NAPOLEONI, *I reati societari*, III, Milano, 1996, 487, che osserva come, dal momento che «l'affermazione di un fatto futuro si fonda su una proiezione nell'avvenire di conoscenze pregresse, è

Il tema si intreccia con quello di portata più generale che riguarda il c.d. falso valutativo, recentemente tornato alla ribalta in relazione alla nuova formulazione delle false comunicazioni sociali¹¹.

In linea di massima, le direttrici indicate dalla Corte di Cassazione possono ritenersi valide anche per il caso in esame, con la conseguenza quindi che di “falsità” del *rating* potrà parlarsi sia qualora «le informazioni siano il frutto di una valutazione che falsifica l’entità quantitativa del dato di riferimento»¹², sia laddove si registri una difformità tra i criteri di valutazione predeterminati e quelli impiegati concretamente nel processo valutativo, senza che di tale “scostamento” sia stata data un’adeguata indicazione giustificativa¹³.

Va detto però che, a differenza di quanto avviene rispetto ai criteri di redazione del bilancio – che sono in larga parte fissati dallo stesso legislatore o, comunque, frutto dell’elaborazione delle scienze aziendalistiche¹⁴ – la scelta dei metodi valutativi da impiegare nel giudizio di *rating* è sostanzialmente lasciata alle agenzie¹⁵. La normativa

evidente come la stessa [...] possa bene contenere un implicito messaggio inerente a fatti già accaduti, e come tale integrare una “notizia”. Analogamente, nel senso di prediligere un’interpretazione del concetto di notizia che valorizza l’effetto del messaggio sui destinatari, in luogo dell’espressione linguistica, A. ROSSI, *Le fattispecie penali di agiotaggio e manipolazione del mercato (art. 2637 cod. civ. e 185 d.l.g.s. 58/98): problemi e prospettive*, in *Studi in onore di Giorgio Marinucci*, vol. III, Milano 2006, 2661. Sul punto, v. anche le considerazioni di M.B. MAGRO, *La formazione dei prezzi nel mercato finanziario: crisi della razionalità del mercato e massime di esperienza*, in *Diritto penale dell’economia. Reati societari, finanziari e bancari. Reati tributari*, I, a cura di A. Cadoppi – S. Canestari – A. Manna – M. Papa, Padova, 2016, 504, secondo la quale la realtà dei mercati finanziari impone una profonda rimediazione della accezione rigorosa di notizia incentrata sulla descrizione di una circostanza concreta ed attuale, dal momento che nella concreta realtà operativa, valutazioni e informazioni che vertono su circostanze future sortiscono un enorme impatto sulle decisioni degli investitori e possono presentarsi come veicolo di condotte manipolative.

¹¹ In dottrina, sul tema delle valutazioni estimative in relazione alla nuova formulazione delle false comunicazioni sociali, tra i tanti, v., in particolare, S. SEMINARA, *False comunicazioni sociali e false valutazioni in bilancio: il difficile esordio di una riforma*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2015, 1498 ss.; E. MEZZETTI, *La ricomposizione articolata del falso in bilancio (Commento agli artt. 9-12 della l. n. 69/2015)*, in www.lalegislazionepenale.eu; M. GAMBARDELLA, *Il “ritorno” del delitto delle false comunicazioni sociali: fra fatti materiali rilevanti, fatti di lieve entità e fatti di particolare tenuità*, in *Cass. pen.*, 2015, 172 ss.

¹² In tal senso, v. Relazione del Massimario della Corte di cassazione, 15 ottobre 2015, 17, che riprende sul punto le riflessioni di A. ALESSANDRI, *Diritto penale e attività economiche*, Bologna, 2010, 284.

¹³ Cass. pen., Sez. Un., 27 maggio 2016, n. 22474. Per accurate riflessioni sulla pronuncia, cfr. F. D’ALESSANDRO, *Le false valutazioni al vaglio delle Sezioni Unite: la nomofilachia, la legalità e il dialogo interdisciplinare*, in *Cass. pen.*, 2016, 2790 ss.; F. MUCCIARELLI, [Le Sezioni Unite e le false comunicazioni sociali: tra legalità e ars interpretandi](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4/2016, 174 ss.

¹⁴ Così F. D’ALESSANDRO, *Le false valutazioni*, cit., 2880; sul punto, v. P. GUALTIERI, [Le nuove false comunicazioni sociali: il punto di vista dell’economista aziendale](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4/2016, 158, che osserva come «la mancata osservanza dei criteri prescritti costituisce un fatto, inteso come realtà oggettiva verificabile dall’osservatore, che permette un’analisi della dicotomia vero/falso e che si contrappone a concetti quali opinione, giudizio, supposizione, ipotesi».

¹⁵ Si consideri, al riguardo, che «il giudizio delle agenzie di *rating* si basa su elementi di diversa natura che vengono elaborati e scelti secondo i metodi che sono propri di ciascuna di loro (e che non coincidono con i metodi scelti dalle altre)»: così C. RINALDO, *Rating incongrui*, cit., 23, che sottolinea inoltre come «difficilmente le analisi compiute da agenzie diverse o in tempi differenti condurranno allo stesso risultato».

europea prevede infatti il solo l'obbligo di «utilizzare metodologie rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica» (art. 8 comma 3 Reg. CE n. 1060/2009) nonché un obbligo di trasparenza nei confronti del pubblico relativamente ai criteri elaborati; ciò significa, quindi, che il contenuto del *rating* derivante dall'uso corretto della procedura prescelta dovrà essere riconosciuto come "vero", senza che possa in alcun modo sindacarsi l'adeguatezza della relativa metodologia¹⁶.

2.1. Entrambi i profili di falsità evidenziati – e quindi sia l'incongruenza dei criteri di valutazione, sia l'alterazione quantitativa del dato di riferimento – sono contestati dal Pubblico Ministero in relazione al doppio taglio del *rating* del debito sovrano italiano compiuto nel gennaio 2013. Da un lato, si lamenta, infatti, l'incoerenza delle motivazioni poste alla base del declassamento, rispetto ai dati macroeconomici di riferimento e alle evoluzioni dello scenario politico italiano in quel determinato momento storico¹⁷; dall'altro, si denuncia la falsità delle informazioni finanziarie divulgate al mercato da S&P in occasione della diffusione del *rating*.

Su quest'ultimo aspetto si concentra principalmente l'attenzione del Tribunale di Trani che, senza cimentarsi sullo scivoloso terreno dell'attendibilità dei parametri metodologici seguiti dall'agenzia, affronta piuttosto il tema della falsificazione dei presupposti fattuali posti a fondamento della valutazione.

Più precisamente, la notizia falsa diffusa al mercato riguarderebbe "l'elevata titolarità estera del debito pubblico e di quello del settore finanziario" dell'Italia, indicata dagli analisti di S&P tra i fattori posti alla base del doppio declassamento. La non correttezza delle informazioni trasmesse si ricaverebbe innanzitutto dal confronto con le rilevazioni effettuate sul punto dalla Banca d'Italia che, in un rapporto di poco precedente all'emissione del *rating* (novembre 2011), avrebbe sottolineato, tra i punti di

¹⁶ G. PRESTI, *Rating* (voce), in *Enc. dir.*, VII, Milano, 2014, 864. Sul punto, si veda il Considerando n. 58 del Regolamento europeo n. 1060/2009 secondo il quale «giacché è opportuno preservare l'indipendenza di un'agenzia di *rating* del credito nel procedimento di emissione dei suoi *rating*, né le autorità competenti né gli Stati membri dovrebbero interferire in relazione alla sostanza dei *rating* e alle metodologie con le quali un'agenzia di *rating* del credito determina i *rating*». Con riferimento al problema della "controllabilità" da parte del giudice dei criteri tecnici e delle metodologie utilizzate, v., in materia di false comunicazioni sociali, le considerazioni di F. MUCCIARELLI, *Le Sezioni Unite*, cit., 201.

¹⁷ Si fa riferimento all'intervenuto cambio di *leadership* dell'Italia con l'avvento del nuovo governo Monti che avrebbe quindi sbloccato quella situazione di stallo politico (*political gridlock*) menzionata da S&P a giustificazione del declassamento del settembre 2011. Nel senso però che «l'efficacia, la stabilità e la prevedibilità della politica e delle istituzioni europee (nelle quali l'Italia è strettamente integrata) non sono state tanto forti quanto riteniamo siano chiamate ad essere dal grave allargamento e inasprimento della crisi finanziaria dell'eurozona. Ciò nonostante non abbiamo modificato il punteggio politico dell'Italia [...] Riteniamo che l'indebolimento dell'ambiente politico a livello europeo sia in certa misura compensato da una maggiore capacità interna dell'Italia di formulare e attuare politiche economiche di mitigazione della crisi. Ciò riflette il nostro parere di un avvenuto miglioramento del contesto politico con il governo tecnico, recentemente inaugurato con il governo Monti», la motivazione del doppio declassamento del *rating* riportata in sentenza a pag. 225 ss.

forza della nostra economia, proprio la bassa quota di debito pubblico detenuto da operatori stranieri (pari al 42 %), rispetto alla media della zona euro (52%)¹⁸.

A supportare la validità della tesi accusatoria deporrebbe inoltre la circostanza che il riferimento “al debito estero governativo e del settore finanziario” contenuto nell’originaria versione del *Research update* – che è il documento che descrive le azioni di *rating* – approvata e trasmessa all’Italia venga successivamente sostituito, nella motivazione definitiva e disponibile solo in lingua inglese, con la mera indicazione dell’“elevato importo del debito estero”¹⁹.

Tale revisione, lungi dal rappresentare – come invece sostenuto dalla difesa – una mera correzione stilistica di nessuna rilevanza ai fini del contenuto del giudizio di *rating*, confermerebbe, invece, che l’«informazione fornita ai mercati non solo è errata, ma assume connotazione fraudolenta e idoneità ingannatoria ex art. 185 TUF perché fondata su un dato economico intrinsecamente falso»²⁰.

Non è certo questa la sede per verificare le condizioni del sistema bancario italiano all’epoca del doppio *downgrade* e, quindi, per confermare o meno l’esattezza dell’affermazione contenuta nella prima versione del comunicato. Si tratta, tra l’altro, di un tema ampiamente affrontato dai consulenti tecnici della difesa e liquidato, invece, nella sentenza in maniera piuttosto sbrigativa come «fatto nella sua materialità acclarato»²¹, senza la necessità di richiedere «approfondimenti di economisti nominati dal Tribunale, per verificare la validità scientifica dei criteri e dei metodi di indagine utilizzati»²².

Va detto però che, anche a voler assumere la falsità del dato in questione, quello che in ogni caso dovrebbe essere attentamente esaminato è l’incidenza di tale dato sul contenuto dell’azione di *rating*; in altri termini, bisognerebbe accertare se presupposti

¹⁸ V. pag. 254 della motivazione.

¹⁹ Come già accennato, secondo la ricostruzione del pubblico Ministero, la modifica del comunicato sarebbe stata sollecitata dal responsabile del “Bank Team” per l’Italia di *Standard & Poor’s* che avrebbe sottolineato agli analisti come «il giudizio dai medesimi espresso sul sistema bancario italiano fosse errato, addirittura “esattamente contrario” alla situazione reale, e li avesse per questo invitati perentoriamente a rimuovere quell’informazione». A leggere però il contenuto della testimonianza, nelle parti riportate nella sentenza, la posizione dell’analista bancario sembrerebbe in realtà molto meno netta: «ho notato questa frase e ho pensato che questa frase potesse creare dei fraintendimenti, delle confusioni soprattutto a livello di investitori di titoli di debito bancario, questo perché nella nostra metodologia – quando dico “nostra”, mi riferisco a noi analisti bancari – l’esposizione, diciamo, la titolarità estera del debito non è elevata, non è un punto di preoccupazione. Nel comitato si faceva riferimento al fatto che l’esposizione dello Stato e del Governo era elevata. Ora, io sapevo, intuitivo leggendo la frase che l’analista sovrano si riferiva alla totalità dell’esposizione italiana, che è effettivamente elevata. Però questo non mi bastava, perché pensavo che qualcuno, da una lettura sommaria di quella frase, potesse invece capire che la sola esposizione delle banche verso l’estero fosse elevata. [...] Ho ritenuto di invitare il collega sovrano ad aggiustare la frase, quindi a rimuovere il riferimento alle banche. A questo punto l’analista sovrano mi ha chiesto i dati, i dati quantitativi, che erano alla base della richiesta, glieli ho forniti e l’analista mi ha risposto che loro seguivano una metodologia diversa». (pag. 261 della sentenza).

²⁰ Pag. 285 della sentenza.

²¹ Pag. 257.

²² Pag. 254.

fattuali diversi da quelli oggetto di contestazione avrebbero portato a conclusioni sensibilmente differenti da quelle formulate.

Quand'anche, infatti, il dato non fosse di per sé corretto, prima di concludere nel senso della falsità del *rating*, sarebbe opportuno verificare quali altri elementi siano confluiti nell'*iter* valutativo, in modo da ricostruirne l'impatto effettivo sul risultato finale; si tratta di un'analisi complessa che necessariamente richiede di ripercorrere il procedimento seguito dall'agenzia nell'assegnazione dello specifico *rating*, prendendo in considerazione il diverso peso attribuito a ciascuno degli indicatori oggetto di giudizio²³.

Il Tribunale sembra, invece, muoversi in tutt'altra direzione, perché non solo pare ricavare automaticamente dall'asserita falsità relativa all'ammontare del debito del settore bancario l'erroneità del risultato finale del *rating*, ma considera *ex se* tale alterazione dotata dell'attitudine manipolativa richiesta dall'art. 185 TUF.

2.2. Come è noto, infatti, nella fattispecie penale di manipolazione del mercato rilievo centrale assume il requisito della "concreta idoneità della condotta a provocare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari". La fisionomia della norma impone quindi di verificare che il comportamento posto in essere sia di per sé in grado di «incidere in modo concreto sulla consapevolezza autonomamente acquisita dal mercato, e dagli investitori in esso operanti»²⁴, così da poter produrre quell'effetto distorsivo sulle scelte di investimento che deve appunto esprimersi nei termini di una "sensibile alterazione" dei prezzi.

L'accertamento della concreta capacità decettiva e manipolativa della condotta – e quindi della sua effettiva pericolosità per gli interessi tutelati – è un'operazione che richiede necessariamente di guardare alle condizioni di mercato in cui l'azione si è svolta²⁵, per valutarne la reale attitudine ad influire in misura apprezzabile sul comportamento degli investitori. Ciò significa innanzitutto che deve essere esclusa l'esistenza di notizie oggettivamente idonee o inidonee ad influenzare le quotazioni²⁶: qualsiasi generalizzazione compiuta *ex ante* non può infatti soddisfare lo schema

²³ Sul punto, v. L. PROSPERETTI, *La responsabilità civile delle società di rating: alcune riflessioni in chiave economica*, in AA. VV., *Il rating tra mito, realtà e narrazioni*, cit., 460.

²⁴ Così recentemente, Cass. Sez. I, 6/5/2015, n. 45347/2015, in Ced Cass., rv. 265397.

²⁵ In tal senso, v., ad esempio, Cass. Sez. V, n. 28932/2011, in Ced Cass., rv. 253751, secondo la quale la lesività del fatto si apprezza inquadrando «il comportamento incriminato nel contesto storico e finanziario in cui opera e in considerazione dello strumento che ha reso possibile l'alterazione. In particolare quest'ultima affermazione evidenzia la necessità che l'accertamento, ancorché nei termini delineati dalla prognosi postuma, debba essere ancorato a parametri tecnici, non affidato a mere percezioni, illazioni o presunzioni, bensì calato nella situazione concreta e compiuto sulla base di altrettanto concreti argomenti e riscontri».

²⁶ Sul punto, S. SEMINARA, *La tutela del mercato finanziario*, in *Manuale di diritto penale dell'impresa*, a cura di C. Pedrazzi – A. Alessandri – L. Foffani – S. Seminara – G. Spagnolo, II, 1999, 557; A. ROSSI, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da Floriano D'Alessandro, vol. III, *Reati ed illeciti amministrativi societari*, a cura di V. Napoleoni, Firenze, 2009, 410.

valutativo imposto dalla norma, che verte «sull'effettiva probabilità che l'evento pericoloso si verifichi nella situazione contingente e a cagione della condotta posta in essere dall'agente»²⁷.

La complessità di una simile analisi è innegabile, tanto che parte della dottrina ha efficacemente definito il delitto di manipolazione del mercato un reato di pericolo "tendenzialmente concreto"²⁸, a fronte della difficoltà di standardizzare in leggi scientifiche o in massime di esperienza i meccanismi e le logiche che regolano i valori dei titoli nei mercati finanziari²⁹. Il che però non può certo legittimare il ricorso a "finzioni di pericolosità", con le quali si finisce per stravolgere la struttura stessa dell'incriminazione e si elimina, tra l'altro, «l'unica reale linea di demarcazione in grado di distinguere le condotte aventi rilevanza penale da quelle punibili a livello amministrativo»³⁰.

Nella ricostruzione del Tribunale di Trani manca, invece, qualsiasi approfondimento di natura tecnica relativo alla concreta idoneità della condotta ad alterare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari: requisito che viene ricavato pressoché automaticamente in ragione della rilevanza e dell'impatto sui mercati, riconosciuti in via generale all'attività di *rating*³¹.

Il ragionamento seguito nella sentenza pecca, infatti, per eccessivo semplicismo³². Se certo non può negarsi che il *rating* sia una fonte di informazione importante per tutti gli investitori, è pur vero però che la formulazione dell'art.185 TUF obbliga l'interprete ad abbandonare modelli aprioristici di riferimento e a tarare

²⁷ In questi termini, F. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, in *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di A. Alessandri, Milano, 2002, 432.

²⁸ F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Torino, 2010, 269.

²⁹ Al riguardo, v. M. SCOLETTA, *Prognosi e diagnosi del pericolo nel delitto di manipolazione del mercato*, in *Corr. mer.*, 2011, n. 8/9, 849; v. anche E. AMATI, *Il caso Parmalat: il giudizio milanese sull'aggiotaggio*, in *Casi di diritto penale dell'economia*, a cura di L. Foffani – D. Castronuovo, Bologna, 2015, 84, che sottolinea la difficoltà di rintracciare una razionalità nelle scelte del risparmiatore, spesso generate più dall'emozione che dalla ragione; analogamente, A. NISCO, *Controlli sul mercato finanziario e responsabilità penale. Posizioni di garanzia e tutela del risparmio*, Bologna, 2009, 113.

³⁰ Così F. D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio e la manipolazione del mercato*, in *Diritto penale delle società. Accertamento delle responsabilità individuali e processo alla persona giuridica*, a cura di G. Canzio – L. Cerqua – L. Luparia, Padova, 2016, 763.

³¹ Si veda pag. 66 della sentenza, dove, per dimostrare la rilevanza, anche penale, che può assumere l'attività di *rating*, viene richiamato il Considerando n. 1 del Regolamento n. 1060/2009/CE, in base al quale «le agenzie del *rating* del credito svolgono un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i loro *rating* del credito sono utilizzati dagli investitori, dai mutuari, dagli emittenti e dai governi come elementi che contribuiscono alla formazione delle decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti. [...] Ne consegue che i *rating* del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori».

³² Il carattere apodittico del ragionamento seguito dal Tribunale emerge chiaramente nella parte in cui (pag. 249 della sentenza) si afferma che «riguardo alle ripercussioni a livello sistemico, [...] l'informazione sul settore finanziario non corrispondente alla situazione reale, considerate le molte e rilevanti funzioni del settore, ha certamente accresciuto la percezione del rischio da parte del mercato, determinando un aumento della volatilità e dello *spread*».

l'idoneità alterativa della condotta sulla situazione di mercato interessata in concreto dalla turbativa.

A ciò va aggiunto come la scelta del legislatore di contrastare con la fattispecie penale i soli comportamenti in grado di produrre un pericolo qualificato dal punto di vista dell'intensità³³ – "misurabile" appunto attraverso la clausola dell'alterazione sensibile – renda pressoché inevitabile il riferimento all'effettiva reazione del mercato³⁴. È vero che la manipolazione è costruita come un reato a condotta pericolosa, con la conseguenza quindi che il giudizio sul pericolo dovrebbe compiersi esclusivamente *ex ante*, seguendo il modello della prognosi postuma³⁵; allo stesso tempo, è però innegabile che, nella realtà processuale, l'accertamento della pericolosità difficilmente riesca a svincolarsi dal riscontro di un'oggettiva variazione dei prezzi³⁶. Si tratta, infatti, di una sorta di "costante criminologica"³⁷ che finisce, nella prassi, per rappresentare la base probatoria essenziale su cui fondare la verifica della concreta attitudine manipolativa della condotta³⁸.

³³ V. C.E. PALIERO, *Nuove prospettive degli abusi di mercato*, in *La crisi finanziaria: banche, regolatori, sanzioni*, Milano, 2010, 67, per il quale verificare *ex ante* la "magnitudo" della variazione dei prezzi sembra un compito da affidare più ad un astrologo che ad un economista, «atteso che la predittività dei fenomeni finanziari, e ancor più la predittività delle loro dimensioni, è pressoché impraticabile nei termini nomologico-scientifici. [...] Vuoi per la molteplicità solo in parte conoscibile dei fattori condizionanti il mercato mobiliare, vuoi (di conseguenza) per l'indisponibilità di leggi economiche di copertura dotate di un adeguato tasso di conferma scientifica rispetto alle dinamiche di formazione del prezzo sul mercato».

³⁴ Sul punto, M.B. MAGRO, *Manipolazione dei mercati finanziari e diritto penale*, Milano, 2012, 254; V. VALENTINI, *Il caso Antonveneta: la manipolazione del mercato*, in *Casi di diritto penale dell'economia*, cit., 134.

³⁵ Cfr., tra gli altri, F. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., 431; E. AMBROSETTI – E. MEZZETTI – M. RONCO, *Diritto penale dell'impresa*, Bologna, 2016, 250 ss; nel senso, invece, che l'art. 185 TUF tipizza un reato a evento naturalistico di pericolo si veda la ricostruzione, rimasta minoritaria, del Tribunale di Torino, sez. I, 18 marzo 2011, con nota adesiva di S. PREZIOSI, *Il pericolo come evento e l'abbandono dello schema di accertamento prognostico nei reati di pericolo concreto*, in *Giur. comm.*, 2012, n. 2, 379 ss.; in senso critico, con riferimento alla medesima pronuncia, D. FALCINELLI, *Il giudice, l'antifrase e una "Fata morgana": se il tipo del pericolo concreto esprime un'offesa di danno (di un bene astratto)*, in questa *Rivista*, 3 giugno 2011.

³⁶ V. F. CONSULICH, *L'impresa e il mercato*, cit., 310 ss., che evidenzia la discrasia tra la ricostruzione processuale del reato di manipolazione del mercato e la conformazione sostanziale del tipo legale, perché mentre «l'art. 185 t.u.f. tipizza un illecito di pericolo, in cui non compare alcun estremo effettuale che ne possa rappresentare l'evento, il processo rilegge, invece, la disposizione normativa a partire da un evento di alterazione del mercato»; analogamente, S. PREZIOSI, *La manipolazione di mercato nella cornice dell'ordinamento comunitario e del diritto penale italiano*, Bari, 2008, 212, che osserva come «nella prassi quasi mai vengono perseguiti fatti di manipolazione che non abbiano prodotto effetti sensibili sui mercati».

³⁷ In questi termini, M. SCOLETTA, *Prognosi e diagnosi*, cit., 849.

³⁸ V. S. SEMINARA, *La tutela del mercato*, cit., 558, che sottolinea come «l'accertamento sull'idoneità della notizia ha solitamente ad oggetto fatti in cui effettivamente il prezzo del titolo ha subito una notevole influenza», trattandosi in questi casi «piuttosto di escludere l'esistenza di fattori concorrenti da soli sufficienti a cagionare il mutamento della quotazione»; sul punto, v. anche A. MELCHIONDA, *art. 2637 c.c. e 185 T.U.F. in I reati societari: commentario aggiornato alla legge 28 dicembre 2005 n. 262 sulla tutela del risparmio*, a cura di A. Lanzi – A. Cadoppi, Padova, 2007, 274, per il quale la realizzazione dell'evento può rilevare solo come un primo indice di verifica, di per sé non sufficiente a fungere da piena prova della concreta idoneità della condotta manipolativa.

2.3. La sentenza in esame assume, invece, il contenuto falso del comunicato diffuso dagli analisti di *Standard & Poor's* quale esclusivo punto di riferimento su cui affermare la sussistenza del reato di manipolazione. E' chiaro come un giudizio così formulato – tra l'altro senza il contributo specifico di esperti in dinamiche di mercato – si collochi su un piano meramente astratto, prescindendo dalla ricerca di quei concreti elementi fattuali che andrebbero posti, invece, a riprova della condotta di cui all'art. 185 TUF.

In maniera piuttosto apodittica, il Tribunale sembra ricavare, infatti, l'attitudine manipolativa del *rating* sulla base del suo c.d. effetto prociclico: espressione con la quale si fa riferimento al fatto che il *rating* stesso è «un'informazione che, una volta divulgata, è suscettibile di incidere sul valore del *suo* oggetto [...] e, in particolare, il *downgrade* induce, talvolta costringe, gli intermediari che hanno tali obbligazioni nel loro portafoglio a disfarsene per rispettare i criteri di vigilanza prudenziale con ciò innescando una spirale perversa al ribasso»³⁹. Si tratta però di una caratteristica meramente potenziale dell'attività di *rating*⁴⁰, che avrebbe dovuto essere, nel caso in esame, corroborata sulla base di specifiche risultanze probatorie emerse nel contesto finanziario di riferimento; diversamente, infatti, si finisce con l'eludere la prova della sussistenza della condotta manipolativa, ricorrendo a mere presunzioni di pericolosità che mal si attagliano alla natura di reato di pericolo concreto dell'incriminazione.

In questo senso, l'analisi empirica relativa al periodo nel quale si colloca la condotta in questione sembra, piuttosto, evidenziare come all'emissione del *rating* faccia seguito solo una minima variazione dello *spread* Btp/Bund⁴¹.

³⁹ Così G. PRESTI, *Rating*, cit., 849.

⁴⁰ Per una posizione piuttosto cauta in merito agli effetti prodotti dai giudizi delle agenzie di *rating* sul debito degli Stati sovrani, v. House of Lords – European Union Committee (2011), *21st Report of Session 2010-12, Sovereign Ratings: Shooting the Messenger?*, luglio 2011: « We do not believe that the credit rating agencies precipitated the euro area crisis. Their rating downgrades merely reflect the seriousness of the problems that sovereigns are currently experiencing in the euro area and in most cases they have followed, rather than led, market sentiment. In addition, the rating agencies have had to operate against a background of shifting policy initiatives from EU Member States which has complicated their work. We do not believe, therefore, that calls for further regulation of credit rating agencies can be justified on the basis of their actions during the euro area crisis.

We recognise that rating changes can have disproportionate effects on the financial markets in certain circumstances. It is not entirely clear, however, that this has happened in the euro area crisis. Given the fast-moving nature of the euro area crisis and the volatility of the financial markets in the aftermath of the financial crisis, we do not believe that it is possible to determine the extent to which rating agencies may or may not have exacerbated the crisis».

⁴¹ V. pag. 224 della sentenza, che evidenzia – a supporto dimostrativo della sensibilità dell'alterazione – l'innalzamento del livello dello *spread* da 482 punti base a 505, poi ridottosi, in prossimità della chiusura delle negoziazioni, a livello di 488 punti base. Nel senso, invece, che il set informativo già disponibile al mercato fosse sufficiente ad orientare le scelte di investimento, a prescindere dai risultati del *rating*, v. Relazione Consob per l'anno 2011, p. 65, nella quale si afferma che «la percezione del rischio di insolvenza implicita nei rendimenti dei titoli di Stato e nelle quotazioni dei Cds (ad eccezione di Irlanda, Grecia e Spagna) ha continuato a esibire un divario significativo rispetto al *rating* ufficiale. La maggior parte degli interventi delle agenzie di *rating*, che soprattutto nella seconda metà del 2011 e all'inizio del 2012 hanno

È vero, come si è detto, che il reato può ritenersi sussistente anche laddove nessuna alterazione si sia prodotta nel mercato, qualora la condotta risulti *ex ante* concretamente idonea a produrla⁴²; tuttavia è indubbio che l'assenza di una sensibile variazione dei prezzi, in un momento immediatamente successivo alla divulgazione della notizia, renda più complesso il giudizio sulla concreta pericolosità del fatto, imponendo la ricerca di indici probatori ulteriori⁴³.

In ogni caso, ai fini dell'accertamento del reato, sarebbe stata doverosa «una verifica diretta a stabilire, con giudizio *ex ante*, quali conseguenze avrebbe prodotto sul mercato la diffusione della notizia vera»⁴⁴; l'importanza di un simile riscontro emerge chiaramente se solo si considera che per affermare l'idoneità manipolativa della condotta non è sufficiente riconoscere una «concreta efficacia concausale della notizia falsa rispetto alla variazione sensibile dei titoli, essendo necessario dimostrare un'autonoma capacità eziologica del fatto rispetto a tale evento»⁴⁵. Qualora non si raggiunga una simile prova, e si dimostri al più che il comportamento in questione si è limitato a «fuorviare» gli operatori – senza tuttavia creare l'effettiva probabilità di un mutamento significativo del valore del titolo – il fatto integrerà piuttosto l'illecito amministrativo di cui all'art. 187 *ter* t.u.f.

È noto, infatti, come la fattispecie penale e quella amministrativa di manipolazione del mercato si pongano tra loro «in rapporto scalare»⁴⁶, dal momento che l'art. 187 *ter* t.u.f. – nella cui formulazione è assente sia il riferimento alla concreta idoneità lesiva della condotta sia il requisito della sensibile alterazione dei prezzi – «realizza una tutela anticipata, attraverso la minaccia di sanzioni amministrative che

più volte declassato il giudizio sui paesi in difficoltà, sono stati annunciati, quindi, in un contesto in cui il mercato e gli operatori avevano già scontato il deterioramento del rischio sovrano».

⁴² V., sul punto, Cass. sez. I, 6/5/2015, cit., chiara nell'affermare che «la natura di reato di pericolo concreto del delitto di agiotaggio (previsto dagli artt. 2637 cod. civ. e 185 D.Lgs. n. 58 del 1998) deve ritenersi acquisita nella giurisprudenza di questa Corte, che ne ha evidenziato la natura di reato di mera condotta per la cui integrazione è sufficiente che siano posti in essere i comportamenti diretti a cagionare una sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari, senza che sia necessario il verificarsi di tale evento: la natura concreta del pericolo esige, perché il reato si perfezioni, la manifestazione fenomenica dell'idoneità dell'azione a provocare quella sensibile alterazione del prezzo degli strumenti finanziari che realizza il contenuto offensivo tipico della fattispecie, consistente nella messa in pericolo dell'interesse protetto rappresentato dal corretto ed efficiente andamento del mercato degli strumenti finanziari e delle operazioni che in esso si svolgono, al fine di garantire che il prezzo del titolo nelle relative transazioni rifletta il suo valore reale ed effettivo e non venga influenzato da atti o fatti artificiosi e fraudolenti così che la condotta dell'agente è in grado di esplicitare concretamente la propria capacità decettiva e manipolativa, che basta a integrare il reato, e che deve essere accertata secondo il criterio della prognosi postuma, solo quando si manifesta sul mercato».

⁴³ In tal senso, V. VALENTINI, *Il caso Antonveneta*, cit., 134, per il quale «in pratica, è impensabile raggiungere la prova di un pericolo concreto di alterazione, e tantomeno «misurarne» l'entità (sensibile/non sensibile), senza considerare l'andamento della quotazione prima e dopo il fatto manipolativo: senza diagnosticare, cioè, la reazione dei mercati».

⁴⁴ Così, Cass. sez. V, 20.6.2012, n. 40393, in Ced Cass., rv. n. 253361.

⁴⁵ Così M. SCOLETTA, *Prognosi e diagnosi*, cit., 852; analogamente F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., 315.

⁴⁶ F. CONSULICH, *L'impresa e il mercato*, cit., 394.

colpiscono singole condotte astrattamente in grado di produrre un “disturbo” dei mercati finanziari»⁴⁷. Mentre quindi l’art. 185 t.u.f. si riferisce a quei fatti che esprimono un maggiore pericolo per la stabilità del mercato, l’illecito amministrativo conserva invece un ambito di applicazione più generale, che come tale si presta necessariamente a ricomprendere anche le ipotesi penalmente rilevanti⁴⁸.

Proprio da questo punto di vista però – rispetto alla vicenda in esame – sembrano emergere ulteriori elementi per dubitare che il fatto contestato agli imputati possa, sotto il profilo materiale, integrare il reato di manipolazione del mercato. Va osservato, infatti, che, con riferimento agli stessi episodi oggetto del giudizio penale, la Consob – autorità competente per la repressione degli abusi di mercato di natura amministrativa – non ha formulato alcun rilievo specifico nei confronti di *Standard & Poor’s*.

Il dato non può certo essere trascurato, perché se è indubbio che le determinazioni dell’Autorità di vigilanza non sono certo vincolanti per il procedimento penale, è pur vero però che si tratta di un accertamento tecnico di una certa importanza anche per giudice di merito, «tanto più apprezzabile, in quanto proveniente da un organismo ufficiale preposto al corretto funzionamento delle regole del mercato, e sin anche investito funzionalmente del compito di affiancarsi e collaborare con l’autorità giudiziaria nell’individuazione dei fatti penalmente rilevanti»⁴⁹.

In questi termini, del resto, si è espressa recentemente la giurisprudenza nella vicenda Unipol, affermando – con riferimento all’attività compiuta dalla Consob – che «pur non imponendo al giudicante identità di soluzioni e valutazioni, non se ne può

⁴⁷ Sul punto, v. Cass. sez. VI, n. 15199/2006, in Ced Cass. rv. n. 234508, che osserva come «tra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell’alterazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste in essere sul mercato, presente solo nella disposizione penale. Il D.Lgs. cit. art. 185, infatti, punisce chiunque ponga in essere operazioni simulate o altri artifici che siano concretamente idonei a provocare una “sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari”, mentre nella previsione di cui al D.Lgs. cit., art. 187 *ter* manca ogni riferimento a tale dato quantitativo e alla stessa “idoneità” della condotta». Al riguardo, v. il commento alla sentenza di M.B. MAGRO, *Le manipolazioni del mercato tra illecito penale e illecito amministrativo*, in *Cass. pen.*, 2007, 68.

⁴⁸ Con riferimento al doppio binario sanzionatorio in materia di abusi di mercato, si vedano, le censure contenute nella pronuncia della Corte E.D.U., 4 marzo 2014, Grande Stevens c. Italia, in questa *Rivista*, 9 marzo 2014, con nota di A.F. TRIPODI, [Uno più uno \(a Strasburgo\) fa due. L’Italia condannata per violazione del ne bis in idem in tema di manipolazione del mercato](#). Sul tema, tra gli altri, F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 1/2016, p. 195 ss.; ID., [A never-ending story? Alla Corte di Giustizia dell’Unione europea la questione della compatibilità tra ne bis in idem e doppio binario sanzionatorio in materia, questa volta, di abusi di mercato](#), in questa *Rivista*, 17 ottobre 2016. Sulle possibili opzioni sistematiche a seguito della recente disciplina eurounitaria, v. M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurounitaria degli abusi di mercato*, in *Le Società*, 2, 2016, 218 ss.; sul punto, denuncia la persistente inadempienza del nostro legislatore nel recepimento della normativa sovranazionale concernente le misure strettamente penalistiche e il conseguente perdurare delle attuali criticità per ciò che concerne il sistema sanzionatorio, E. BASILE, [Una nuova occasione \(mancata\) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato?](#), in questa *Rivista*, fasc. 5/2017, p. 271 ss.

⁴⁹ Così Corte di Appello Milano, sez. III, 6 dicembre 2013, (dep. 20 dicembre 2013), Bonsignore e a.

sottacere la rilevanza e la piena utilizzabilità, in un'ottica quantomeno cognitiva e orientativa, che non confligge con le autonome determinazioni da assumersi in sede giudiziale, ed anzi contribuisce alla formazione del libero convincimento sulla base dei dati tecnici che validamente se ne possono desumere e ulteriormente elaborare»⁵⁰. Su questo punto, quindi, sarebbe stato necessario quantomeno un vaglio critico del Tribunale, funzionale a evidenziare le ragioni di una simile difformità di valutazione: un'analisi della quale, nella sentenza in esame, non vi è però alcuna traccia.

2.4. È sul piano, invece, dell'elemento soggettivo che il Tribunale di Trani assume una posizione più cauta, finendo per escludere la sussistenza del reato di manipolazione del mercato per l'assenza del dolo richiesto dall'art 185 t.u.f.

La sentenza ritiene, infatti, che non sia stato pienamente «accertato se il riferimento sicuramente falso all'ammontare del debito netto bancario estero sia stato inserito nel primo *Research Update* e nel *media release* comunicato al MEF e, successivamente, ai mercati per mera negligenza e quindi per colpa o con la coscienza e volontà di diffondere al mercato una notizia falsa unitamente alla consapevolezza dell'idoneità di tale condotta a cagionare "una sensibile alterazione" dei prezzi degli strumenti finanziari»⁵¹. Quello che sembra quindi emergere dalla ricostruzione del Tribunale è l'inadeguatezza del contesto professionale di riferimento e la mancanza di «*capability*» degli analisti del debito sovrano italiano⁵²: un quadro senz'altro più in linea con un addebito colposo, piuttosto che con il riconoscimento di una responsabilità dolosa, anche nella forma più "blanda" del dolo eventuale⁵³.

3. La rilevanza penale dell'"artificio informativo".

Il secondo gruppo di condotte contestate agli imputati viene inquadrato dal pubblico ministero nella categoria degli "altri artifici", formula con la quale si chiude il novero dei comportamenti rilevanti di cui all'art. 185 T.u.f.

⁵⁰ Corte di Appello Milano, cit; posizione confermata anche da Cass. Sez. I, sent. 45347/2015, cit., che definisce le conclusioni formulate dalla Consob nella sua relazione ufficiale un elemento storico-fattuale «munito di una propria attendibilità intrinseca». Entrambe le pronunce hanno ritenuto non configurabile il reato di manipolazione del mercato, per l'assenza di prova circa l'idoneità della condotta contestata agli imputati a provocare una sensibile alterazione del prezzo del titolo BNL: sul punto, v. le considerazioni di M.B. MAGRO, *Il caso Bnl-Unipol: la scalata «occulta»*, in *Casi di diritto penale dell'economia*, cit., 171.

⁵¹ V. sent. p. 329.

⁵² Così p. 329.

⁵³ Nel senso che il dolo eventuale nel delitto di manipolazione del mercato si configuri quando l'agente, pur rappresentandosi la concreta possibilità della falsità delle notizie, le divulghi ugualmente, senza svolgere gli opportuni approfondimenti al riguardo, così accettando la verifica dell'evento di pericolo, F. D'ALESSANDRO, *Fattispecie di agiotaggio e prassi di mercato ammesse tra esclusione del tipo e cause di giustificazione*, *Studi in onore di Mario Romano*, a cura di M. Bertolino – L. Eusebi – G. Forti, 2011, 1847.

Si tratterebbe, più precisamente, di artifici di carattere informativo, realizzati in occasione del taglio dell'*outlook* del debito sovrano italiano da stabile a negativo del 20 maggio 2011, della successiva nota di commento alla manovra finanziaria del 1 luglio 2011, ed infine del *creditwatch* negativo del 5 dicembre 2011⁵⁴: addebiti che riguarderebbero essenzialmente la "tempistica" (c.d. *timing*) di diffusione delle informazioni al mercato, «diretta – per un verso ad amplificare gli effetti negativi di analisi/previsioni/declassamenti inerenti l'Italia e – per l'altro – a minare l'affidabilità creditizia del Paese»⁵⁵.

Secondo la ricostruzione accusatoria, la rilevanza penale delle condotte in questione si ricaverebbe dalla violazione del combinato disposto dell'art. 10 e dei *Considerando* 2 e 66 del Regolamento (CE) n. 1060 del 2009: la prima norma – nel riferirsi alla "Comunicazione e presentazione del *rating* del credito" – prevede, infatti, l'obbligo di comunicare "qualsiasi *rating* del credito [...] su base non selettiva e in modo tempestivo"; mentre le altre due previsioni assoggettano le agenzie di *rating* alla normativa europea sugli abusi di mercato (considerando 2) e stabiliscono al contempo la possibilità per gli Stati membri di "irrogare sanzioni proporzionate, efficaci e dissuasive" nei casi di violazioni regolamentari (considerando 66)⁵⁶.

Si tratta di un approccio che sembra tradire una lettura essenzialmente "sanzionatoria" della normativa penale, interpretata dal pubblico ministero come strumento posto a presidio di mere violazioni regolamentari: l'inosservanza della

⁵⁴ L'art. 3, par. 1, lett. w, del Regolamento CE n. 462/2013 definisce la "prospettiva di rating" (*rating outlook*): "un parere relativo alla probabile evoluzione del *rating* del credito"; anche il "*credit watch*" esprime l'opinione dell'agenzia rispetto alla direzione futura del *rating*, di solito però con un orizzonte temporale più breve rispetto a quello dell'*outlook*; la revisione che può concludersi con un *downgrading* termina, infatti, nell'arco di alcune settimane o al massimo di pochi mesi, mentre, nel caso dell'*outlook*, l'arco temporale di riferimento è generalmente di uno/due anni. Ulteriore differenza sarebbe rappresentata dai fattori che sono alla base della decisione: di solito più strutturali quelli alla base dell'*outlook* negativo, più contingenti quelli alla base del *credit watch* (in tal senso, si esprime la nota tecnica della Divisione Mercati della Consob del 30.1.2012, acquisita al fascicolo del Pubblico Ministero e riportata nella motivazione della sentenza alla pag. 206).

⁵⁵ Con riferimento al primo episodio contestato, il Pubblico Ministero osserva come la diffusione delle motivazioni dell'avvenuto "taglio" dell'*outlook* sia stata effettuata da S&P non contestualmente alla comunicazione della notizia, ma solo nei giorni successivi, con una tempistica sfalzata e artificiosamente finalizzata ad amplificare gli effetti negativi sul mercato; per quanto riguarda, invece, la nota di commento alla manovra finanziaria, l'artificio temporale consisterebbe nel diffondere valutazioni negative sulla manovra a mercati aperti e prima ancora che il testo della stessa fosse reso ufficiale e pubblicato in Gazzetta; mentre, per ciò che concerne il *credit watch*, l'artificio temporale-informativo consisterebbe «nel preannunciare un declassamento – pur senza decretarlo – in un momento storico particolarmente critico del Paese di "ripartenza" agli occhi della Comunità internazionale».

⁵⁶ Regolamento (CE) n. 1060/2009, Considerando 2: "[...] le agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati, in particolare alla direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)"; Considerando 66: "Gli Stati membri dovrebbero stabilire norme relative alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni del presente regolamento e garantirne l'attuazione. Tali sanzioni dovrebbero essere efficaci, proporzionate e dissuasive e riguardare quanto meno i casi di grave scorrettezza professionale e omissione di diligenza dovuta".

disciplina sul *timing* sarebbe, infatti, espressiva di per sé di un contenuto artificioso e dunque penalmente rilevante ai sensi dell'art. 185 T.u.f.

Il Tribunale risolve la questione in maniera piuttosto agevole, limitandosi ad affermare che, all'epoca dei fatti contestati, né il "*credit outlook*", né il "*credit watch*" trovavano un'apposita disciplina nel Regolamento del 2009, riservato esclusivamente al "*rating* del credito" in senso stretto⁵⁷; è, infatti, con il Regolamento n. 462 del 2013 che tali attività sono state oggetto di una specifica previsione normativa⁵⁸. Simile osservazione permette di concludere che «l'irrelevanza penale della condotta afferisce al solo dato temporale, avendo il legislatore europeo successivamente colto la necessità di sottoporre a disciplina più stringente, estendendo le regole sui tempi e sulle di modalità di comunicazione anche alle azioni che rientrano nella c.d. prospettiva di *rating*, quale appunto l'*outlook*»⁵⁹ e il *credit watch*.

E' evidente quindi come la soluzione del Tribunale, nonostante l'esito assolutorio, mostri di condividere l'impianto logico seguito dal pubblico ministero, individuando nella violazione della normativa regolamentare il requisito necessario e, al tempo stesso, sufficiente ad integrare l' "altro artificio" di cui all'art. 185 T.u.f.⁶⁰.

Va, invece, osservato che il riferimento al carattere artificioso delle condotte non presuppone necessariamente l'intrinseca illiceità dei mezzi utilizzati⁶¹, quanto piuttosto il riconoscimento di un'oggettiva valenza ingannatoria⁶², da rapportare al contesto concreto nel quale l'agente si trova ad operare⁶³. Da un lato, questo significa che l'assenza di una violazione regolamentare non preclude di per sé la rilevanza penale dei fatti contestati, qualora si dimostri la loro natura decettiva e la capacità di influenzare l'andamento dei titoli; dall'altro, è chiaro però come l'inosservanza della normativa di settore può tutt'al più "indiziare" l'esistenza di un fatto manipolativo, senza però esaurirne il relativo accertamento. Al giudice spetterà comunque il compito

⁵⁷ Pag. 152 della sentenza.

⁵⁸ Si veda il già citato art. 3, par.1, lett. w, e il Considerando 7 del Reg. n. 462/2013.

⁵⁹ Pag. 153.

⁶⁰ Va tra l'altro osservato che la sorveglianza sull'osservanza del Regolamento europeo in materia di *rating* è affidata all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati – ESMA – (art. 21 ss.), che nella vicenda in questione non ha adottato alcun provvedimento sanzionatorio.

⁶¹ Così, tra gli altri, A. ROSSI, *Aggiotaggio e manipolazione del mercato*, cit. 409.

⁶² Al riguardo, v. F. MUCCIARELLI, *Altri artifici: una (controversa) modalità di realizzazione del delitto di manipolazione del mercato*, in *Studi in onore di Mario Romano*, cit., 2044, per il quale «la valenza ingannatoria è in funzione non della singola (lecita) operazione compiuta, bensì del coordinamento modale delle stesse.[...] Sicché il contenuto fraudolento – che integra il requisito di fattispecie – attiene intrinsecamente al mezzo impiegato, laddove per mezzo si intenda, correttamente, non la singola operazione, ma il complesso coordinato di operazioni (la manovra).

⁶³ D. FONDAROLI, *Aggiotaggio mediante «altri artifici»: «disvalore del fatto» e «disvalore del contesto»*, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2003, 747 ss.; F. MUCCIARELLI, *Altri artifici*, cit., 2015 ss., che osserva come «sebbene la formula alluda a un comportamento significativamente diverso sul piano morfologico rispetto a quello descritto con le formule "diffusione di notizie false" e "compimento di operazioni simulate", la difformità delle condotte tipizzate è, dal presente punto di vista, più apparente che reale, sol che si rifletta sulla circostanza che le locuzioni "notizie false" e "operazioni simulate" si presentano come specificazioni tratte dal più generale insieme degli "altri artifici", formula adoperata in funzione di chiusura».

di valutare se i comportamenti in questione presentino, in sé considerati o nel loro complesso, un autonomo carattere di artificiosità⁶⁴.

Nel caso in esame, poi, una simile verifica potrebbe presentare maggiori criticità a causa della natura meramente informativa degli artifici contestati che – come si è visto – secondo la ricostruzione del pubblico ministero, riguarderebbero esclusivamente la strategia di comunicazione adottata dagli analisti, la cui tempistica sarebbe stata artatamente pilotata al fine di ottenere un determinato effetto sui mercati. Al riguardo, va, infatti, rilevato che, sia la prassi applicativa⁶⁵, sia i riferimenti rintracciabili nella normativa sugli abusi di mercato riconducono nella categoria degli “altri artifici” episodi per lo più di manipolazione operativa⁶⁶.

Considerando però il carattere generale della formulazione, un simile dato ci sembra debba essere interpretato, non tanto come una preclusione all’astratta configurabilità di un artificio esclusivamente informativo, quanto piuttosto come indicazione del fatto che si tratta di comportamenti poco frequenti, rispetto ai quali l’accertamento della loro qualità dissimulativa non risulta affatto scontato.

Tra l’altro, va osservato come, con riferimento agli episodi contestati, si tratterebbe nella sostanza di una “diffusione al mercato di notizie tendenziose”, intendendo per “tendenziosità”, il «suggestivo inquadramento della comunicazione nel contesto»⁶⁷, tale per cui chi la riceve può esserne fuorviato nelle sue scelte di investimento. Ed allora, si può essere d’accordo con chi – anche non riconoscendo in simili modalità ipotesi specifiche di falsità⁶⁸ – ritiene appunto che nulla osti a far rientrar tali notizie nella categoria residuale degli “altri artifici”, in presenza delle note di decettività richieste per l’integrazione dell’art. 185 T.u.f.⁶⁹.

⁶⁴ Così F. MUCCIARELLI, op. ult. cit., 2047.

⁶⁵ Cfr. F. CONSULICH, *La giustizia e il mercato*, cit., 71, che mette in evidenza la rarità di ipotesi di manipolazione mediante la sola comunicazione di informazioni fuorvianti al mercato, dal momento che nella generalità dei casi, si registra una commistione molto stretta tra la diffusione di informazioni e il compimento di operazioni effettive o simulate; al riguardo, v. anche, F. SGUBBI– D. FONDAROLI– A.F. TRIPODI, *Diritto penale del mercato finanziario*, Padova, 2013, 80, che sembrano ricondurre gli “altri artifici” esclusivamente a casi di manipolazione operativa.

⁶⁶ Si veda, di recente, l’allegato I del recente Regolamento (UE) n. 596, del 16 aprile 2014, cui rinvia l’art. 12, par. 3, che definisce un elenco non tassativo, di indicatori connessi all’utilizzo di artifici o di qualsiasi altra forma di inganno o espediente, per l’individuazione delle manipolazioni rilevanti ai sensi del suindicato Regolamento. Nel senso, però, che «il mantenimento, nella disciplina europea, di una distinzione tipologica tra manipolazione informativa e operativa è più segno di una deferenza alla tradizione che strumento dotato di reale portata euristica: ciò che importa è la componente disinformativa della condotta manipolativa, patologica in quanto diffusiva di segnali decettivi e fuorvianti per il pubblico degli investitori», F. CONSULICH, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Le Società*, 2016, n. 2, 210.

⁶⁷ A. ALESSANDRI, *Osservazioni sulle notizie false, esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, 724.

⁶⁸ In questo senso, S. SEMINARA, *La tutela del mercato*, cit., 555; nel senso, invece, che l’eliminazione del riferimento esplicito alle notizie esagerate e tendenziose, a differenza che nel previgente art. 2628 c.c. e nell’art. 501 c.p., significhi che tali notizie esulino dall’ambito dell’incriminazione, F. MUCCIARELLI, *Aggiotaggio*, cit., 425; analogamente, R. ZANNOTTI, *Diritto penale dell’economia. Reati societari e reati in materia di mercato finanziario*, Milano, 2017, 449.

⁶⁹ V. E. MUSCO, *I nuovi reati societari*, Milano, 2007, 278; C. SANTORIELLO, *Il nuovo diritto penale delle società*, Padova, 2003, 327.

4. Profili di responsabilità delle agenzie di rating. Considerazioni conclusive.

L'assoluta novità della vicenda – trattandosi della prima volta che il delitto di manipolazione del mercato viene contestato in relazione ad un'attività di *rating*⁷⁰ – sollecita alcune riflessioni di carattere più generale sul tema della responsabilità delle agenzie, che possano fornire utili indicazioni anche per interrogarsi sui limiti che incontra in quest'ambito lo strumento penalistico.

La questione presenta infatti profili di particolare delicatezza già per ciò che riguarda la responsabilità civile delle agenzie di *rating*, riconosciuta esplicitamente solo con l'art. 35 *bis* del recente Regolamento (UE) 462/2013⁷¹, nei casi di violazioni commesse con dolo o colpa grave⁷².

Si tratta di una previsione che si affianca agli obblighi risarcitori derivanti dalla disciplina contrattuale ed extracontrattuale degli Stati membri⁷³, e che, pur affermando espressamente il diritto dell'investitore ad ottenere il risarcimento del c.d. danno da *rating*, appare piuttosto prudente nel definire i presupposti di ammissibilità del rimedio risarcitorio, proprio in considerazione delle specifiche caratteristiche dell'attività professionale in questione e della complessità del mercato in cui le agenzie

⁷⁰ Pressoché contemporanea è la pronuncia con la quale, sempre il Tribunale di Trani ha assolto un analista dell'agenzia di *rating* Fitch dall'accusa di aver commesso una manipolazione del mercato *ex art.* 185 T.u.f., per aver rilasciato indebiti annunci preventivi di imminente declassamento dell'Italia. (sent. 838/2017, inedita).

⁷¹ Si consideri che negli Stati Uniti, per lungo tempo, le agenzie di *rating* si sono state sostanzialmente immuni da responsabilità, perché la loro attività veniva assimilata a quella giornalistica e i loro giudizi venivano protetti dal primo emendamento della Costituzione che garantisce la libertà di espressione: sul punto, v. PRESTI, *Take the "AAA"*, cit., 251 ss.

⁷² Al par. 1 comma 1 dell'art. 35 *bis* si afferma infatti che «se un'agenzia di *rating* del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul *rating* del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di *rating* il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione». Ai fini dell'ottenimento del risarcimento del danno è, tuttavia, richiesta la prova della ragionevolezza dell'affidamento riposto dall'investitore nel giudizio di *rating* o, in ogni caso, la prova che questi ha adoperato la dovuta diligenza nell'assunzione della decisione di «investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del *rating* del credito» (par.1, comma 2). L'investitore – o l'emittente, a seconda dei casi – dovrà altresì «fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di *rating* ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso» (par. 2, comma 1).

⁷³ In tal senso, il comma 5 dell'art. 35 *bis*, che chiarisce come la disciplina europea in tema di responsabilità civile «non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale». Sul punto si veda anche il *Considerando* 35 del Regolamento, in base al quale «per quanto concerne gli aspetti in materia di responsabilità civile di un'agenzia di *rating* del credito non disciplinati o definiti dal presente regolamento, inclusi il nesso di causalità e il concetto di colpa grave, essi dovrebbero essere disciplinati dal diritto nazionale applicabile determinato in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato. In particolare gli Stati membri dovrebbero poter mantenere i regimi nazionali di responsabilità civile più favorevoli agli investitori o agli emittenti o non basati su violazioni del regolamento (CE) n. 1060/2009». In dottrina, con riferimento ai rapporti tra rimedio europeo e strumenti nazionali, RINALDO, *Rating incongrui*, cit., 76.

di *rating* si trovano ad operare. L'esigenza avvertita dal legislatore europeo è infatti essenzialmente quella di contemperare le istanze riparatorie a favore di emittenti e investitori con il bisogno di non ampliare oltre misura il perimetro di responsabilità delle agenzie⁷⁴, per evitare che il timore di incorrere in sanzioni civilistiche di ammontare particolarmente elevato possa di fatto compromettere l'efficace espletamento del servizio di *rating*, spingendo gli analisti a effettuare valutazioni eccessivamente prudenti⁷⁵.

E' soprattutto sul piano probatorio che la normativa europea si mostra particolarmente cauta, attribuendo all'investitore l'onere di fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino, non solo che l'agenzia ha violato il regolamento, ma anche che la violazione ha avuto un impatto sul *rating* emesso; con la specificazione che il risarcimento dei danni potrà essere chiesto solo qualora l'investitore medesimo dimostri di aver ragionevolmente riposto affidamento sul *rating* per assumere la decisione di investire, detenere o cedere lo strumento finanziario oggetto del giudizio⁷⁶. Dimostrazione che diviene chiaramente più complessa in assenza di un rapporto contrattuale con l'agenzia⁷⁷, e quindi nei casi di *rating* c.d. *unsolicited*⁷⁸.

Le maggiori criticità riguardano senza dubbio l'accertamento del nesso causale tra la valutazione del merito del credito e la specifica scelta di investimento compiuta: si tratta, infatti, di «un onere probatorio sostanzialmente diabolico sugli attori potenziali, che devono dimostrare di essersi basati su quel *rating* nell'acquistare il titolo valutato»⁷⁹. Nella maggior parte dei casi, infatti, la decisione di acquisto si fonda su di una pluralità di fattori, tra i quali senz'altro il *rating* assume un ruolo di rilievo, senza esserne però l'unico.

Non è un caso, infatti, che, finora, le decisioni della giurisprudenza italiana in materia non siano mai giunte a riconoscere il diritto degli investitori o degli emittenti al

⁷⁴ L. PICARDI, *Obblighi di comportamento e profili di responsabilità civile delle agenzie di rating*, in *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2014, 189 ss.

⁷⁵ V. C. RINALDO, *Rating incongrui*, cit., 168.

⁷⁶ Sul punto, si veda, infatti, il decimo Considerando del Regolamento (UE) n. 1069/2009, che stabilisce che «coloro che utilizzano i *rating* del credito non dovrebbero affidarsi ciecamente a tali valutazioni ma dovrebbero sempre procedere con la massima attenzione alla propria analisi e all'opportuna diligenza prima di affidarsi a tali *rating*».

⁷⁷ Sul punto, G. PRESTI, *Rating*, cit., 868; G. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie di rating?*, in *Analisi Giuridica dell'economia*, cit., 441 ss.

⁷⁸ La distinzione tra *rating solicited* e *unsolicited* si fonda sulla circostanza che il giudizio sia stato richiesto e pagato dall'emittente, ovvero che l'agenzia abbia deciso di effettuare la valutazione spontaneamente. In quest'ultimo caso il *rating* viene elaborato facendo esclusivamente riferimento a informazioni pubblicamente disponibili, a differenza dei *rating solicited* che sono ottenuti anche attraverso la collaborazione della *rated entity*, e dunque attraverso l'accesso a informazioni riservate o pubblicamente non disponibili.

⁷⁹ G. PONZANELLI, *Quando sono responsabili le agenzie*, cit., 466; v anche C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e impresa*, 2011, 815.

risarcimento⁸⁰, spesso proprio per la difficoltà di provare la relazione esistente tra il *rating* incongruo e la determinazione all'investimento⁸¹.

Si tratta innegabilmente di una situazione che risulta di maggior favore per le agenzie e, per altro verso, particolarmente gravosa per gli investitori e gli emittenti⁸²; il quadro che ne emerge, però, da un lato, fotografa la complessità del fenomeno di riferimento e, dall'altro, si inserisce in un disegno di carattere più generale che mira a una riduzione di valore del *rating*⁸³ e, conseguentemente, ad una maggiore responsabilizzazione dei suoi utilizzatori. E' indubbio, infatti, che «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*»⁸⁴.

Il tema è particolarmente vasto e non può certo essere trattato esaustivamente in questa sede. Ai nostri fini, ci interessa, però, evidenziare che le difficoltà emerse sul piano civilistico presentano evidenti analogie con le problematiche registrate, in sede penale, quando si tratta di verificare la concreta idoneità di un *rating* incongruo ad alterare le scelte di investimento e, conseguentemente, il prezzo dei titoli valutati. Considerazione che sembra suggerire – in misura ancora maggiore di quello che avviene per la responsabilità civile – l'opportunità di limitare quanto più possibile l'utilizzo dello strumento penalistico⁸⁵, riservando, piuttosto, la funzione sanzionatoria

⁸⁰ Trib. Catanzaro 2.3.2012, n. 685, in *Danno e resp.*, 2013, 183 ss.; Trib. Roma 17.1.2012, n. 835, in *Giur. comm.*, 2013, II, 462; Trib. Roma, 27.3.2015, in *Le Società*, 2016, 439 ss.

⁸¹ In tal senso, Trib. Catanzaro, cit., che ribadisce l'assunto in base al quale «perché possa essere affermata la responsabilità extracontrattuale dell'agenzia di *rating* è necessario che sussista un rapporto di causalità tra la condotta dell'agenzia che ha emesso la valutazione (*rating*) errata ed il pregiudizio subito dall'investitore a causa dell'insolvenza dell'emittente. In altri termini, l'investitore deve provare che, se la valutazione espressa dall'agenzia fosse stata corretta, sarebbe stato disincentivato e non avrebbe sottoscritto gli strumenti finanziari dell'emittente, ovvero non avrebbe mantenuto uno strumento finanziario poi risultato negativo».

Sul punto, si vedano anche le motivazioni della sentenza del Tribunale di Milano 1 luglio 2011, n. 8790, relativa alla domanda con la quale le società Parmalat s.p.a e Parmalat Finanziaria s.p.a convenivano in giudizio *Standard & Poor's* chiedendone la condanna al risarcimento dei danni a causa dell'inadempimento delle obbligazioni contrattuali scaturenti dai contratti di *rating* e per aver S&P contribuito in materia determinante all'aggravamento del loro dissesto e all'esposizione debitoria nei confronti degli obbligazionisti, assegnando a Parmalat un giudizio ben più favorevole di quanto avrebbe dovuto essere sulla base di una valutazione indipendente e corretta. Il giudice, infatti, pur accertato l'inadempimento da parte dell'agenzia, condanna la società alla sola restituzione dei compensi contrattuali, (che ammontano a circa settecento mila euro) ma esclude l'elevatissimo risarcimento richiesto a causa dell'aggravamento del dissesto di Parmalat, ritenendo non assolto, in punto di nesso causale, l'onere probatorio, relativo alla dimostrazione «che l'attività svolta dall'agenzia di *rating* abbia determinato quell'ulteriore dissesto a tale attività esclusivamente riconducibile; con la conseguenza che il supposto aggravio ben avrebbe potuto essere stato determinato anche da altri fattori causalmente rilevanti».

⁸² C. RINALDO, *Rating incongrui*, cit., 214.

⁸³ Sui problemi legati alla c.d. *over-reliance* del *rating*, v. B. SZEGO – G. GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. «Reliance» e «over-reliance» sulle agenzie di rating*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2012, cit., 335 ss.

⁸⁴ Così G. PRESTI, *Rating*, cit., 870.

⁸⁵ È vero che le indicazioni provenienti dalla recente disciplina eurounitaria in materia di *market abuse* ribadiscono l'essenzialità del ricorso alla pena criminale per presidiare l'integrità del mercato – soprattutto per ciò che riguarda i “casi gravi”, tra i quali anche quelli commessi da “soggetti che lavorano all'interno

deterrente a un efficace sistema di sanzioni amministrative, che garantiscano il rispetto della disciplina prevista per la regolazione dell'attività di *rating*⁸⁶.

del settore finanziario" (*Considerando* 12 della Direttiva 57/2014 – MAD II); una scelta che però – specie con riferimento ad attività peculiari come quella in esame – rischia di scontare controindicazioni molteplici e impone, conseguentemente, una particolare cautela. Per l'analisi degli indici di gravità previsti dalla Direttiva, F. MUCCIARELLI, [La nuova disciplina eurounitaria sul Market Abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 4/2015, 295 ss.; M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio*, cit., 224 ss.; Al riguardo, evidenzia le criticità legate all'indicatore relativo alla qualificazione soggettiva del trasgressore, quale criterio strutturalmente inidoneo a distinguere tra fatti "gravi" e fatti "meno gravi", F. VIGANÒ, [Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani](#), in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 1/ 2016, p. 201.

⁸⁶ Sul punto, con riferimento al ruolo dell'ESMA quale controllore diretto, v. M. PERASSI, *Verso una vigilanza europea. La supervisione sulle agenzie di rating*, in AA.V.V., *Il rating tra mito, realtà e narrazioni*, cit., 407 ss.