

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - G. MONTEDORO

4 / 2012

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

La sede della Rivista è presso

la Fondazione G. Capriglione Onlus,

Università Luiss G. Carli,

Viale Romania 32, 00197 Roma.

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci

F. Capriglione - R. Masera - G. Montedoro

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

A. Tucci - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere  
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre  
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

## *COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE*

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, M. De Poli, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, R. Lener, F. Maimeri, F. Merusi, A. Mangione, G. Nicolini, M. Pellegrini, P. Reichlin, N. Rangone, A. Romano, C. Rossano, C. Russo, M. Sepe, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

### *REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI*

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del Comitato per la valutazione secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

### *I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:*

L. Di Brina, L. Foffani, A. Mangione, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise

## SOMMARIO

### PARTE PRIMA

#### ARTICOLI

CESARE PINELLI - <i>Le agenzie di rating nei mercati finanziari globalizzati.</i>	229
LUIGI FARENGA - <i>The financial crisis and repercussions for the insurance sector</i>	254
MARIA BEATRICE MAGRO - <i>Abusiva attività finanziaria e il requisito tacito della stabile organizzazione: il caso della “banca nella banca”.</i>	280

### PARTE SECONDA

#### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

DIEGO ROSSANO - <i>Il finanziamento oltre il limite massimo consentito rende nullo l'intero contratto di mutuo. Osservazioni critiche (Tribunale di Venezia, 26 luglio 2012)</i>	162
ANGELA TROISI - <i>Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli orientamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società (Federal Court of Australia Bathurst Regional Council vs Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200)</i>	187

PARTE PRIMA

ARTICOLI

## LE AGENZIE DI RATING NEI MERCATI FINANZIARI GLOBALIZZATI

**ABSTRACT:** *This paper analyzes the fundamental characteristics of credit rating agencies with a particular emphasis on their role after the last financial crisis. The Author will explore the evolution of European and American regulation, giving special attention to the last Dodd-Frank Act and Reg. (UE) n. 1060/2009. From this perspective, the crucial points are the effects on structured finance and on the transmission of systemic risk between the financial intermediaries that operate in cross borders areas. Positive outcomes are expected from this new regulation due to an improvement of financial market monitoring and to the implementation of the competition in credit rating market. Moreover, the Author focuses on the sovereign debt rating which are elaborated by rating agencies without a specific request from public governments (unsolicited rating). Econometric studies show how credit ratings on sovereign debt of European countries led to an increase of spread in financial markets. The real question then is if there is any alternative option to awarding to rating a legal value? We are still far from finding an answer, especially after the timid approach of the Dodd –Frank Act and of the role played by the U.S government in the legal action against S&P.*

**SOMMARIO:** 1. Le agenzie di rating come “superpotenze” - 2. Funzioni delle agenzie di rating - 3. La prima fase della legislazione statunitense ed europea - 4. Le reazioni degli Stati Uniti dopo la crisi dei derivati - 5. Il trasferimento del rischio sistemico nell’eurozona - 6. I ratings sui debiti sovrani - 7. Le riforme più recenti e l’innalzamento della posta in gioco - 8. Il perdurante potere delle agenzie nell’eurozona

1. Nel 1996 un giornalista del *New York Times* dichiarava di conoscere solo due “superpotenze”, gli Stati Uniti d’America, che possono distruggere chiunque con le bombe, e *Moody’s*, che può farlo declassando i titoli, aggiungendo di non

essere nemmeno sicuro, certe volte, chi fosse più potente<sup>1</sup>. Non so se quel giornalista avesse ragione, ma il suo giudizio è un sintomo del grande potere che le agenzie di *rating* hanno accumulato con la globalizzazione finanziaria. Qual è la natura di questo potere? A quali limiti giuridici è sottoposto? E se i limiti non apparissero sufficienti, sono prospettabili altri rimedi?

2. Le agenzie di *rating* sono società di diritto privato nate un secolo fa negli ambienti del giornalismo finanziario degli Stati Uniti per risolvere il problema dell'asimmetria informativa che si produce nei mercati fra emittenti dei titoli di debito, privato e pubblico, e investitori: questi ultimi non sono in grado da soli di conoscere la solidità finanziaria degli emittenti se non a costi molto elevati, e hanno dunque bisogno di qualcuno che li rifornisca delle informazioni di cui hanno bisogno. Le agenzie di *rating* devono conseguentemente essere non solo specializzate allo scopo, ma soprattutto credibili.

A questa prima funzione se ne sono però aggiunte altre. Come osservò per primo Frank Partnoy, a partire dagli anni Settanta dello scorso secolo le agenzie di *rating* furono investite dalla legislazione americana e dalle *rules* della *Securities and Exchanges Commission* (SEC), equivalente della nostra CONSOB, del compito di certificare tramite il loro *rating* la sussistenza dei requisiti minimi di capitale connessi alla qualità dei titoli degli emittenti, con l'ulteriore e fondamentale specificazione che le agenzie abilitate allo scopo erano solo le *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO), così qualificate in base a un generico e discrezionale riconoscimento di una serie di indici (quali struttura organizzativa, situazione finanziaria, dimensioni e professionalità del personale), che ha portato a un immediata acquisizione di tale status da parte

---

<sup>1</sup> *The News Hour with Jim Lehrer: Interview with Thomas Friedman*, in PBS television broadcast, 13 febbraio 1996, rip. in DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, Cedam, 2012, p. 57.

delle tre maggiori agenzie del settore *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch*<sup>2</sup>. Da allora, sono gli emittenti dei titoli e non gli investitori ad acquistarne i servizi, per cui si può dire che le agenzie di *rating* vendono agli emittenti le “*regulatory licences*”, ossia “il diritto” di conformarsi ai requisiti fissati nelle *regulations*: sarebbe questo ad averle rese “eccezionalmente potenti”, non certo il fatto di aver mantenuto una buona reputazione grazie al contenuto informativo dei loro *ratings*<sup>3</sup>. Poiché Portnoy scriveva dopo che il ricorso massiccio ai derivati si era già verificato anche grazie alla pressione delle agenzie di *rating*, si comprende la sua ammonizione finale a considerare i *ratings* del credito “un eccellente esempio di come *non* privatizzare una funzione di regolazione”<sup>4</sup>.

Alla funzione informativa si aggiungerebbe dunque una funzione regolatoria. Altri autori distinguono peraltro una funzione di certificazione, che consente di distinguere fra titoli con differenti tipologie di rischio e corrispondentemente di specificare termini e condizioni dei contratti finanziari, dalla vera e propria regolazione, volta anzitutto a determinare i requisiti di esposizione al rischio dei capitali di banche, istituti finanziari e compagnie di assicurazione, adducendo ad esempio le regole previste dall'accordo di Basilea II per le banche, le quali oltre ai requisiti stabiliti all'interno degli istituti richiedono appunto l'osservanza di quelli esterni, fissati dalle agenzie di *rating*<sup>5</sup>.

In ogni caso l'insufficienza della teoria “reputazionale”, che esaurisce nella mera offerta di un'opinione la funzione delle agenzie, tende a venire riconosciuta da un crescente numero di studiosi. Il ruolo di *gatekeepers* ascrivito alle agenzie si riferisce anzi alla circostanza che i loro *ratings* fungono da parametro

---

<sup>2</sup> Cfr. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, n. 3, 1999, p. 619 ss.

<sup>3</sup> Cfr. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., p. 711.

<sup>4</sup> Cfr. PARTNOY, op. e loco cit.

<sup>5</sup> Cfr. DEB, MANNING, MURPHY, PENALVER and TOTH, *Whither the credit ratings industry?*, Financial Stability Paper, March 2011, p. 6.



per applicare ai soggetti del mercato un determinato regime regolamentare, svolgendo una funzione di certificazione ai fini dell'accesso al mercato<sup>6</sup>.

Quando invece le agenzie stesse ne parlano, fanno prevalere fra tutte la funzione informativa, sul presupposto che il *rating* consisterebbe non in una raccomandazione o in una prognosi, ma soltanto in un'opinione sulla solidità finanziaria degli emittenti<sup>7</sup>. Questo resoconto insincero riflette il duplice interesse di nascondere le funzioni che conferiscono loro il maggior potere sull'andamento dei mercati finanziari, e di mettere in evidenza quella che più le protegge in sede giurisdizionale.

Negli Stati Uniti la giurisprudenza ha infatti finora qualificato quasi sempre i giudizi delle agenzie di *rating* come "opinioni" protette dal principio di libertà di espressione del pensiero riconosciuto dal I Emendamento<sup>8</sup>, anche dopo che la legislazione le ha investite del potere che abbiamo sommariamente ricordato<sup>9</sup>. Solo di recente si è avuta una timida inversione di rotta. La Corte distrettuale di New York ha ad esempio affermato che i *ratings* venduti a un selezionato gruppo di investitori non sono da considerarsi questioni di pubblico interesse tali da meritare la protezione del I Emendamento<sup>10</sup>. Anche se le agenzie obiettano di non essere legate da alcuna relazione contrattuale con gli investitori, ma solo

---

<sup>6</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile*, cit., p. 40, con ampia bibliografia nello stesso senso.

<sup>7</sup> Cfr. Standard & Poor's, *Guide to Credit Rating Essentials. What are credit ratings and how do they work?*, 2011, 3: "credit ratings are designed primarily to be our forward-looking opinions about creditworthiness and unlike other types of opinions, such as, for example, those provided by doctors or lawyers, credit ratings opinions are not intended to be a prognosis or recommendation".

<sup>8</sup> Cfr. PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating fra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, p. 146 ss.

<sup>9</sup> V. anche PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv. trim. dir. pub.*, 2011, p. 200 ss.

<sup>10</sup> *Abu Dhabi Commercial Bank v et al. V. Morgan Stanley & Co., et al.* [2009], District Court of New York, No 08-7508.

con gli emittenti dei titoli<sup>11</sup>, la giurisprudenza più recente tende a riconoscere la loro responsabilità non solo ove sia provato il comportamento doloso di un'agenzia che fosse a conoscenza di una esposizione al rischio dell'emittente più grave di quella trasmessa attraverso il *rating*, ma anche quando risulti lesa l'affidamento che il giudizio dell'agenzia aveva indotto nell'investitore, spingendolo ad optare per l'acquisto di un certo prodotto finanziario in luogo di altri<sup>12</sup>. Le frontiere della responsabilità civile delle agenzie nei confronti degli investitori si stanno del resto schiudendo anche nel diritto secondario dell'Unione Europea e nella giurisprudenza delle corti nazionali, sia pure in una misura ancora per più versi limitata<sup>13</sup>. Anche in Italia le corti cominciano a muoversi. Con un'ordinanza dell'ottobre 2012, la sesta sezione del Tribunale civile di Milano ha incaricato un consulente tecnico d'ufficio, nell'ambito della causa cumulativa di 412 obbligazionisti *Lehman*, di valutare la coerenza del *rating* assegnato alla *Lehman Brothers* dalle agenzie *S&P*, *Moody's* e *Fitch*.

Ma al di là degli sviluppi che si potranno avere al riguardo, rimangono alcuni dati strutturali, derivanti dai vincoli ad emettere titoli sulla base dei *ratings*. Una volta che questi si traducono in *regulatory licenses* "vendute" agli emittenti, sono costoro e non più gli investitori, i clienti delle agenzie. E, nella misura in cui queste distribuiscono giudizi positivi o negativi a seconda dei propri interessi nelle società che dovrebbero valutare, il conflitto di interessi diventa una condizione strutturale delle agenzie, fra le maggiori e le più evidenti che affliggono i mercati finanziari<sup>14</sup>. Come dimostrano i tentativi più accreditati di affrontare il problema, si può cercare di contenere gli abusi maggiori cui il conflitto di inte-

---

<sup>11</sup> Cfr. MIGLIONICO, *Enhancing the Regulation of Credit Rating Agencies, in Search of a Method*, ESI, Napoli, 2012, p. 18.

<sup>12</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile*, cit., p. 380.

<sup>13</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile*, cit., p. 433 ss.

<sup>14</sup> Cfr. ROSSI, *Il conflitto epidemico*, Adelphi, Milano, 2003, p. 59 ss.

ressi può dar luogo, ma è quasi impossibile rimuoverlo del tutto<sup>15</sup>. Si può assicurare maggiore trasparenza e maggiore efficienza nei meccanismi di funzionamento dei *ratings*? Può darsi. Ma anche questi possibili progressi acquistano una diversa portata, a seconda che si prenda in considerazione il potere conformativo dei titoli assegnato alle agenzie di *rating*, che a sua volta si può spiegare solo sullo sfondo di una generale strategia di deregolamentazione messa in atto dagli Stati.

3. L'enorme incidenza guadagnata dalle agenzie nella conformazione dei mercati non sarebbe stata possibile senza un fondamento normativo assicurato da pubblici poteri, anche diversi dalle autorità statunitensi. Mi riferisco agli accordi di Basilea e alla normativa dell'Unione europea. Il già riportato accordo di Basilea II sui requisiti di capitale delle banche prevede che le banche possano determinare la copertura necessaria all'esposizione al rischio di credito avvalendosi del metodo standard, adottato da banche che non siano in grado di adottare internamente strumenti di valutazione sofisticati per determinare la probabilità di fallimento del prestatore di credito, oppure di metodi di *rating* interni, "di base" o avanzati; ma per le esposizioni derivanti dalle cartolarizzazioni anche le banche in grado di adottare *ratings* interni devono ricorrere a quelli esterni, e proprio gli strumenti finanziari emessi da veicoli societari in sede di cartolarizzazione, che beneficiavano di un *rating* da tripla A, sono stati al centro della crisi della finanza globale del 2007<sup>16</sup>. L'accordo affida il *rating* esterno ad *External Credit Assessment Institutions* (ECAI), riconosciute dall'autorità di vigi-

---

<sup>15</sup> OICV-IOSCO, The Board of International Organization of Securities Commissions, *Credit Rating Agencies: Internal Controls Designed to Ensure the Integrity of the Credit Rating Process and Procedures to Manage Conflicts of Interest*, Final Report, December 2012, p. 28 ss.

<sup>16</sup> Cfr. ENRIQUES, "Rating e regolamentazione", Intervento al Convegno dell'Università Bocconi del 3 maggio 2010 su "Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso", in [www.consob.it](http://www.consob.it), p. 2.

lanza nazionale, in virtù di criteri e tramite una procedura che tende a mantenere invariata la struttura del mercato del *rating*, sia perché i costi di accesso sono eccessivamente alti per nuovi soggetti, sia perché il sistema consente alle tre agenzie dominanti di esercitare pressioni sulle autorità nazionali per elevare barriere all'ingresso nei confronti di costoro. Né la direttiva 2006/48/CE (*Capital Requirement Directive*), che ha attuato l'accordo di Basilea II nell'ambito dell'Unione europea, ha rimediato alla "situazione circolare" determinata da tale accordo, per la quale un nuovo soggetto richiedente deve essere riconosciuto come ECAI per ottenere una reputazione sul mercato del *rating*, e al tempo stesso, per essere riconosciuto come tale, deve risultare conforme al requisito di credibilità che presuppone la sua presenza nel medesimo mercato<sup>17</sup>. Per giunta, secondo altre direttive, gli strumenti del mercato monetario che non siano negoziati su mercati regolamentati possono essere oggetto di investimento solo se l'emittente, non appartenente ai paesi del Gruppo dei 10, disponga di un *rating investment grade*<sup>18</sup>.

La legislazione che ho riportato si iscrive ancora in una fase di estrema fiducia nella liberalizzazione dei mercati: e la fortuna delle agenzie di *rating* corrisponde fedelmente ad epoche di mercati liberalizzati. Ha luogo infatti negli Stati Uniti alla fine del XIX secolo e prosegue fino agli anni '30 dello scorso secolo, quando la crisi del *laissez-faire* e una serie di circostanze concomitanti portano a chiudere i mercati nel recinto degli Stati. Nel cinquantennio successivo le agenzie di *rating* vivono infatti una stagione di declino<sup>19</sup>, che termina con la liberalizzazione dei mercati finanziari avviata da Ronald Reagan e Margaret Thatcher. Il secondo e più intenso ciclo di globalizzazione dell'epoca contempo-

---

<sup>17</sup> PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating*, cit., p. 141 ss.

<sup>18</sup> Cfr. art. 50 (1) direttiva 2009/56/CE e art. 6 direttiva 2007/16/CE.

<sup>19</sup> Cfr. BRUMMER, *The New Politics of Transatlantic Credit Rating Agency Regulation*, in T. Porter (ed.), *The Fate of Transnational Financial Regulation*, Routledge, 2013.

ranea, che proprio nei mercati finanziari conosce il suo massimo vertice, vede le agenzie di *rating*, e precisamente le tre già citate, fra i protagonisti dei nuovi assetti di potere.

Si tratta per giunta di un ciclo estremamente condizionato dalle percezioni mediatiche. E le agenzie di *rating* saranno a lungo avvolte da un'immagine di successo, quali protagoniste dell'universo virtuale del "*reality* globalizzante". Questo "non è la negazione della realtà bensì, all'opposto, il consolidamento realistico dell'immaginario nella percezione collettiva. Come in un gioco di specchi la rifrazione dell'immagine positiva si autoconferma ed influenza, anzi crea, la percezione globale, mediaticamente amplificata di una economia americana solida ed in costante crescita al cui vertice l'incessante galoppata del *Dow Jones*, il principe degli indici, attesta con i numeri la continua ascesa del mercato azionario e conferma la redditività dei capitali investiti"<sup>20</sup>.

Finché dura il *reality*, e si cerca di farlo durare il più a lungo possibile con trucchi man mano più raffinati, le agenzie di *rating* non hanno nulla da temere. Non contano episodi di collusione col potere politico, come il fatto che alla fine degli anni Ottanta *Moody's* decida di non modificare il *rating* dell'indebitatissimo Stato di New York dopo un colloquio dei suoi responsabili col Governatore Mario Cuomo<sup>21</sup>. Non conta la scarsa credibilità dei *ratings*, attestata da frequenti scostamenti rispetto allo *spread* dei titoli<sup>22</sup>, e dal fallimento di colossi come *Enron* nel 2001, cui le agenzie avevano fino ad allora continuato

---

<sup>20</sup> Cfr. DI GASPARO, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria. Dinamiche del potere finanziario e crisi sistemiche*, Padova, Cedam, 2011, XXI-XXII.

<sup>21</sup> Cfr. PORTNOY, *The Syskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., p. 662.

<sup>22</sup> Cfr. PORTNOY, *The Syskel and Ebert of Financial Markets?*, cit., p. 662 ss.

ad assegnare *ratings* elevati<sup>23</sup>. Non conta, perché è più che compensata dal successo dell'economia virtuale.

4. Col fallimento della banca *Lehman Brothers* (15 settembre 2008), verificatosi mentre i suoi prodotti, proprio i derivati e i fondi, erano ancora valutati con un *rating* di tripla A, al pari dei *Bund* tedeschi, il *reality* cede posto alla realtà, e l'incontrollato potere delle agenzie di *rating* viene finalmente allo scoperto. Ci si accorge che la crisi della finanza globale non vi sarebbe stata se i derivati non fossero stati creati e venduti, e che i derivati non sarebbero stati creati e venduti se le agenzie di *rating* non ne avessero supportato attivamente le fortune<sup>24</sup>.

La Dichiarazione del Summit di Londra del G-20 del 2 aprile 2009 riflette la consapevolezza dell'intreccio fra crisi dei derivati e perdita di credibilità delle agenzie di *rating*, raccomandando un regime di vigilanza su tutte le agenzie i cui *ratings* siano adoperati per finalità regolatorie, e impegnando fra l'altro gli Stati a gestire i loro conflitti di interesse e il Comitato di Basilea a controllare il ruolo dei *ratings* nella regolazione prudenziale<sup>25</sup>. In effetti gli accordi di Basilea III, che dovevano entrare in vigore alla fine del 2012, prevedevano criteri di regolazione più stretti, in particolare riguardo alla qualità del capitale a fronte dei requisiti patrimoniali<sup>26</sup>. Ma tanto gli Stati Uniti quanto le banche europee hanno deciso

---

<sup>23</sup> Cfr. COFFEE, JR., *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers, Stupid*, in *Business Lawyers*, 2002, IV, p. 1416.

<sup>24</sup> Cfr. PORTNOY, "Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis", in Eleventh Annual International Banking Conference, The Federal Reserve Bank of Chicago and the European Central Bank, "Credit Market Turmoil of 2007-08: Implications for Public Policy", in [www.law.yale.edu](http://www.law.yale.edu).

<sup>25</sup> *Declaration on Strengthening the Financial System* – London Summit, 2 April 2009, p. 6.

<sup>26</sup> Ulteriori significative indicazioni al riguardo si rinvencono in Basel Committee on Banking Supervision, Working Paper No 23, *The Proposed Revised Ratings-Based Approach*, January 2013, Bank for International Settlements.

di procrastinarne l'attuazione, a dimostrazione della debolezza dei tentativi di regolazione internazionale della finanza globale, compresi i comportamenti delle agenzie, anche per la commistione fra pubblico e privato che caratterizza non solo l'organizzazione dei regolatori, ma lo stesso contenuto della regolazione<sup>27</sup>.

Quanto alle normative nazionali, negli Stati Uniti il *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 aveva specificato le fasi della procedura di riconoscimento delle NRSRO e previsto gli abusi che avrebbero potuto commettere nell'esercizio del *rating*. Dopo la crisi dei *subprime* la SEC ha utilizzato gli spazi discrezionali a sua disposizione nell'ambito della riforma del 2006 per adottare regole molto più stringenti anche in ordine ai casi di conflitto di interessi, e ha soprattutto rimosso l'obbligo, previsto da varie normative, della certificazione tramite il *rating* emesso dalle NRSRO. Infine il *Dodd-Frank Act* del 2010 ha abilitato la SEC a individuare i casi in cui sostituire i vincoli di *rating* con standard di diversa natura. Come è stato osservato, la legge segna il tramonto degli 'anni ruggenti' della *deregulation*, nei quali le agenzie avevano potuto godere di un vero potere oracolare, pur contenendo implicitamente il riconoscimento che i mercati non possono fare a meno dei loro servizi, che quindi devono essere resi più affidabili attraverso una regolazione pubblica pesante<sup>28</sup>. Su queste premesse, dalle misure previste dalla nuova riforma si attendono esiti positivi, dall'intensificazione dell'azione di vigilanza a una maggior concorrenza sul mercato delle agenzie, pur rimanendo alcune incognite, sia perché l'obbligo di certificazione non è del tutto scomparso, sia perché talora si dubita del rendimento delle misure alternative alla sua abolizione<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> Cfr. DE BELLIS, *La regolazione*, cit., p. 413.

<sup>28</sup> Cfr. SIRIANNI, *Il rating sovrano*, in [www.costituzionalismo.it](http://www.costituzionalismo.it), 28.1.2013.

<sup>29</sup> Cfr. BRUNER, *States, Markets, and Gate-Keepers*, cit., p. 145 ss.; ENRIQUES, *Rating e Regolamentazione*, cit., p. 15; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating*, cit., p. 132 ss.; AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di*

Ma bisogna pure ricordare che, nel febbraio 2013, il Dipartimento della Giustizia degli Stati Uniti ha promosso la prima causa contro una grande agenzia di *rating* (*Standard & Poor's*), richiedendo un risarcimento di oltre cinque miliardi di dollari per avere fraudolentemente occultato dal settembre 2004 all'ottobre 2007 dati a sua disposizione che esigevano di procedere a un *downgrading* dei prodotti *collateralized debt obligations* (CDO) legati a mutui *subprime*, col risultato di danneggiare gravemente gli investitori, compresi gli istituti finanziari, nonché per trovarsi in conflitto di interessi con emittenti in violazione del Codice dell'*International Organisation of Securities Commission* (IOSCO)<sup>30</sup>, secondo cui "i *ratings* del debito, malgrado le loro numerose altre funzioni, servono prioritariamente ad aiutare gli investitori a valutare i rischi di esposizione al debito che debbono fronteggiare nel compiere determinati investimenti. L'indipendenza delle agenzie di *rating* nei confronti degli emittenti è una condizione vitale per assolvere a questa funzione. Le previsioni del Codice relative agli obblighi delle agenzie nei confronti degli emittenti sono volte a migliorare la qualità dei *ratings* e la loro utilità per gli investitori"<sup>31</sup>.

5. Dopo la crisi dei derivati, il rischio sistemico si era trasferito nell'eurozona, dove, coi loro giudizi sui debiti sovrani, le maggiori agenzie di *rating* avrebbero cercato di "rifarsi una reputazione tecnica di rigidi censori e far dimenticare il ruolo ed i clamorosi errori e le responsabilità della truffa sistemica del *moral hazard*"<sup>32</sup>. Lo dimostra la parzialità con la quale esse concentrano

---

*certificazione*", Relazione al Convegno AIDA-IFLA "Controlli, certificazioni, responsabilità tra pubblico e privato", Viterbo, 2-3 dicembre 2011, in [www.amministrazioneincammino.it](http://www.amministrazioneincammino.it), p. 8.

<sup>30</sup> Sulla IOSCO quale rete transnazionale di regolazione per il settore mobiliare e sulle sue analogie e differenze dal Comitato di Basilea, v. diffusamente DE BELLIS, *La regolazione dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2012, p. 21 ss.

<sup>31</sup> Il testo del ricorso è disponibile in [www.astridonline.eu](http://www.astridonline.eu).

<sup>32</sup> Cfr. DI GASPARO, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 430-431.



l'attenzione sui debiti delle banche europeo-continentali anziché su quelle angloamericane, e sui debiti sovrani degli Stati membri dell'UE piuttosto che su quelli degli Stati membri della Federazione statunitense, nonché la diversa scelta dei tempi di comunicazione del declassamento del *rating*, retrospettivo nel caso del debito americano, prospettico in quello dei debiti europei<sup>33</sup>. Peraltro, senza un riscontro dei mercati, le valutazioni e i declassamenti delle agenzie non basterebbero a provocare un aumento del costo del debito pubblico: "Le agenzie hanno bisogno della speculazione così come questa ha necessità dei loro *rating*"<sup>34</sup>.

Un'ipotesi appena meno cruda è che le agenzie, criticate per aver sottovalutato i livelli di esposizione al rischio dei prodotti della *Lehman*, avrebbero rivolto la loro attenzione ai debiti sovrani, enfatizzando i rischi, cercando di anticipare possibili scenari negativi, e in questo modo accelerando i movimenti di mercato in un ambiente iperreattivo e talvolta formulando profezie che si autoavverano, tanto più in riferimento a titoli, come quelli dei debiti sovrani, il cui impatto e la cui visibilità sui media assicurano un immediato ritorno di immagine<sup>35</sup>.

E' vero che l'eurozona poteva costituire un terreno particolarmente fertile di queste attività, poiché, a fronte di una disciplina assolutamente rigida, l'euro, l'Unione deve fare i conti con altre discipline flessibili, influenzate dalle decisioni dei governi nazionali, e che in questi interstizi del sistema euro si insinuano quotidianamente gli sguardi e l'azione degli operatori professionali della finanza

---

<sup>33</sup> Cfr. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 432.

<sup>34</sup> Cfr. DI GASPARE, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 434.

<sup>35</sup> Cfr. CANNATA, *Sovereign debt and rating agencies*, Relazione al Convegno dell'European Center for the Study of Public Choice, Università Sapienza di Roma, su "New Perspectives on Public Debt", 26-28 settembre 2011, p. 9.

privata internazionale<sup>36</sup>. Costoro, dopo aver rinunciato a guadagnare dai derivati dopo la crisi del 2009, si sarebbero spostati sulle valute, trovando nuove opportunità nella disciplina costrittiva dell'eurozona, che produce diversi effetti in ragione delle singole condizioni strutturali e finanziarie degli Stati membri e si presta ad operazioni sui rispettivi titoli a lungo termine per via del metro di riferimento vincolante adottato dall'Unione al riguardo, costituito dal divario della quotazione dei titoli a lunga durata del singolo paese rispetto a quelli, più stabili, della Germania<sup>37</sup>.

E' vero dunque che la deregolamentazione dei mercati finanziari globali, di cui la conformazione del ruolo delle agenzie di *rating* come *gate-keeper* dei mercati è uno specchio fedele, ha interagito con le debolezze e con le contraddizioni del quadro istituzionale dell'eurozona nel provocare la crisi finanziaria in corso nell'Unione. Ciò non toglie che la prima meriti di essere analizzata in quanto tale, soprattutto per quello che dice dei rapporti fra mercati finanziari e potere politico. Non solo per la già ricordata attribuzione legislativa alle agenzie di *rating* di compiti di regolazione, ma anche per le modalità con cui i titoli emessi dagli Stati sono sottoposti al loro giudizio.

6. Il ricorso al *rating* sui debiti sovrani, che nel 1974 veniva effettuato solo per Stati Uniti e Canada, nel 1990 ha riguardato 31 Stati, e nel 2007 ne ha coinvolto 113<sup>38</sup>.

Il *rating* sul debito sovrano si distingue da quello sui titoli dei privati anzitutto per il fatto che le informazioni sul bilancio e sull'economia di uno Stato

---

<sup>36</sup> Cfr. GUARINO, *L'Europa imperfetta. Ue: problemi, analisi, prospettive*, in ID., *Diritto ed economia. L'Italia, l'Europa, il mondo*, in *Quaderni di Economia italiana*, 2011, p. 228.

<sup>37</sup> Cfr. GUARINO, *L'Europa imperfetta*, cit., p. 254.

<sup>38</sup> Cfr. BRUNER, *States, Markets and Gate-Keepers: Public-Private Regulatory Regimes in an Era of Economic Globalization*, in *Michigan Journal of International Law*, Vol. 30:125, Fall 2008, p. 135.

sono generalmente pubbliche e a disposizione di qualunque analista finanziario: per la maggior parte degli emittenti di titoli pubblici si possono agevolmente trovare accurate e approfondite ricerche condotte da centri studi e banche private come da istituzioni pubbliche (OCSE, Commissione europea, FMI, banche centrali) di indiscussa professionalità. In secondo luogo, a differenza dei titoli dei privati, le agenzie di *rating* formulano giudizi in ordine ai debiti sovrani anche senza che vi sia stata richiesta da parte dell'emittente e ovviamente senza esserne retribuiti (*unsolicited rating*). L'effetto sui mercati prescinde peraltro dal fatto che il *rating* sia stato richiesto o meno, ed è un effetto che, nel contesto della crisi dell'eurozona, può mettere il destino di un Paese nelle mani di poche agenzie private<sup>39</sup>. Studi econometrici dimostrano infatti che, nella crisi dei debiti sovrani di alcuni Stati dell'eurozona, il *rating* distribuito dalle agenzie ha svolto un ruolo attivo nell'innalzamento dello *spread*<sup>40</sup>. Possono conseguire rilevanti effetti politici.

Un episodio appare più di altri rivelatore di quanto detto. Il 13 gennaio 2012 *Standard&Poor's* declassava di due punti il debito dell'Italia insieme a quello di altri cinque Stati membri dell'UEM, e di un punto il debito della Francia, che secondo voci accreditate sarebbe stata il vero "obiettivo" da "colpire". Erano seguite reazioni costernate dei pubblici poteri: una nota del governo degli Stati Uniti considerava il declassamento "una decisione sbagliata", il Presidente della BCE riteneva opportuno "imparare a vivere senza le agenzie di *rating*", e il Vicepresidente della Commissione europea dichiarava che le agenzie di *rating* non sono istituzioni imparziali ma perseguono gli interessi del capitalismo finanziario americano.

---

<sup>39</sup> Cfr. CANNATA, *Sovereign Debt*, cit., p. 10.

<sup>40</sup> Cfr. GAERTNER, GRIESBACH and JUNG, *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, Università St.Gallen, March 2011 Discussion Paper no. 2011-06, p. 3.

La sola ipotesi che una società privata persegua l'obiettivo di "colpire" un qualunque Paese riflette un salto di qualità nei comportamenti delle agenzie, che evidentemente si sentono ormai talmente libere nei loro giudizi da spingersi a compiere valutazioni dagli effetti scopertamente politici. Lo confermano le dure reazioni delle autorità citate, che però rivelano anche, così, quanto poco si siano spese per evitare esiti del genere.

Nel frattempo, l'ipotesi che l'innalzamento dello *spread* dei titoli di un certo Stato possa essere provocato artificialmente dalle valutazioni delle agenzie è stata posta al centro di indagini giudiziarie. Nel novembre 2012 la Procura di Trani ha rinviato a giudizio i responsabili di *S&P* e *Fitch* sia per aver "tagliato" l'*outlook* del debito sovrano dell'Italia da stabile a negativo in data 20 maggio 2011, con motivazioni e una scelta dei tempi tali da generare volatilità sui mercati, e da concorrere così a determinare gravi perdite su titoli di Stato italiani, sia per aver declassato il 13 gennaio 2012 il *rating* del debito sovrano italiano "alla stregua di argomentazioni incoerenti e incongruenti sia rispetto alle motivazioni poste a base del precedente declassamento dell'Italia del 19 settembre 2011, sia per l'intervenuto sensibile calo dello *spread* tra i titoli di debito italiani e i *Bund* tedeschi; in tal modo gli indagati adottavano l'ennesimo 'artificio informativo' concretamente idoneo a predisporre negativamente i mercati finanziari ed a provocare una sensibile alterazione del prezzo dei titoli di Stato (alterazione effettivamente registrata dall'aumento dello *spread* - a seguito della notizia del declassamento - da 482 punti base a 505 punti base)".

Al di là dell'esito del giudizio, è certo che, nel valutare la solidità creditizia dei titoli finanziari emessi dagli Stati, le agenzie di *rating* operano in segreto e si basano su indici volatili, poiché oltre alla capacità di ripagare il debito, considerano il "rischio politico", inteso come "volontà di ripagare il debito"; di converso, la loro conclamata assenza di pregiudizio ideologico è resa implausibile dalle va-

lutazioni di politica economica che sono alla base del *rating*, fondate su un “ortodosso liberalismo” e sull’assunto che i sistemi più aperti al mercato e meglio in grado di garantire i diritti di proprietà sarebbero per ciò stesso meritevoli di *ratings* più elevati<sup>41</sup>.

7. Ecco perché in Europa la posta in gioco della riforma si è notevolmente alzata. Ormai, ciò che ci si chiede è se e fino a che punto il sistema sia riformabile nelle sue linee di fondo: è il criterio che ci guiderà nell’esaminare gli aspetti essenziali della legislazione più recente dell’Unione europea.

Colpisce, anzitutto, un dato quantitativo: dal 2009 ad oggi si sono avuti in materia ben quattro regolamenti. Si trattava in parte di colmare lacune della regolamentazione da parte dell’Unione, ma soprattutto di affrontare questioni come abbiamo visto estremamente scottanti per la stabilità dell’eurozona e degli stessi Stati membri.

Il Regolamento n. 1060/2009 ha predisposto per la prima volta una compiuta disciplina della materia, muovendo, fra gli altri, dai presupposti che “La maggior parte degli Stati membri non regola le attività delle agenzie di rating del credito né le condizioni per l’emissione del rating. Nonostante la loro notevole importanza per il funzionamento dei mercati finanziari, le agenzie di rating del credito sono soggette alla normativa comunitaria solo in settori limitati” (Considerando 2), e che “E’ opinione generale che le agenzie di rating del credito non siano state capaci, in primo luogo, di adeguare tempestivamente i loro rating al peggioramento delle condizioni del mercato e, in secondo luogo, di adattare per tempo i loro rating del credito in seguito all’aggravarsi della crisi del mercato. Il modo migliore per porre rimedio a queste incapacità è adottare

---

<sup>41</sup> Cfr. BRUNER, *States, Markets and Gate-Keepers*, cit., p. 137 ss.

misure in materia di conflitti di interesse, qualità del rating, trasparenza e governance interna delle agenzie di rating del credito, e sorveglianza delle attività delle agenzie di rating del credito. 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 dovuta prima di affidarsi a tali rating" (Considerando 10).

Come si vede, ancora nel 2009 le esigenze fondamentali della disciplina delle agenzie consistevano anzitutto in una loro regolamentazione generale da parte del diritto dell'Unione, che infatti il regolamento soddisfa attraverso la disciplina del procedimento di registrazione delle agenzie e di una serie di ulteriori requisiti in ordine allo svolgimento della loro attività, e in secondo luogo nella garanzia di una maggiore efficienza delle agenzie, perseguibile attraverso misure di trasparenza, soluzione di conflitti di interesse e governance interna<sup>42</sup>.

Successivamente il Regolamento n. 1095/2010, ha istituito l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA), autorità indipendente chiamata alla vigilanza nel settore degli strumenti finanziari, cui il Regolamento n. 513/2011 ha attribuito il compito della registrazione e della vigilanza delle agenzie di *rating* del credito nell'Unione. Collocata a Londra, con "il valore simbolico aggiunto" costituito dall'indicazione del luogo da dove provengono le regole dei mercati finanziari<sup>43</sup>, il 22 marzo 2012 l'ESMA ha prodotto un primo *Report* sulle agenzie di *rating*. Vi si dà conto delle forti resistenze che le agenzie hanno frapposto alla attuazione del regolamento 1060/2009, osservandosi fra l'altro che le procedure interne non vengono adeguatamente documentate, che non risultano verbalizzate le votazioni che si svolgono nei comitati, né le motivazioni in base alle quali le proposte iniziali avanzate dagli analisti sono accolte o respinte,

---

<sup>42</sup> Sul regolamento in questione PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating*, cit., p. 140.

<sup>43</sup> Cfr. DI GASPARÉ, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, cit., p. 414.

che le decisioni organizzative e le nomine dei membri dei comitati non sono giustificate, che la presentazione dei *ratings* non è sempre corredata di elementi atti a consentire al pubblico una valutazione critica. Al tempo stesso l'approccio dell'ESMA appare decisamente morbido, incentrandosi sul richiamo agli obblighi di trasparenza, correttezza e affidabilità dei procedimenti di formazione del *rating*<sup>44</sup>.

Nel frattempo la crisi dei debiti sovrani di alcuni Stati dell'Unione e la scoperta del ruolo cruciale che in esse hanno giocato le agenzie di *rating* con le modalità pocanzi riportate hanno sollecitato l'adozione di una normativa più rigorosa.

A questo riguardo, la proposta originaria di riforma del regolamento del 2009 aveva escluso che le Autorità europee di vigilanza (l'Autorità bancaria europea, l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) dovessero fare riferimento ai *ratings* del credito nei propri orientamenti, nelle raccomandazioni e nei progetti di norme tecniche "se tali riferimenti rischiano di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati finanziari si affidino meccanicamente a tali rating", richiedendo a dette autorità nonché al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) di riesaminare e se del caso rimuovere tutti i riferimenti al rating negli orientamenti e raccomandazioni attuali (art.5 bis e ter).

Con parere del 2 aprile 2012 la Banca centrale europea ha però osservato che "sebbene potrebbe essere consigliabile eliminare le disposizioni che impongono il ricorso obbligatorio ai rating esterni dalla legislazione nazionale e della Unione o anche tutti i riferimenti ai rating esterni nei limiti in cui tali requisiti o

---

<sup>44</sup> ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies, ESMA/2012/207, 22 March 2012, in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu).

riferimenti esterni potrebbero essere percepiti come incoraggianti il ricorso ‘meccanico’ a tali rating, la BCE raccomanda cautela in relazione alla formulazione proposta nelle menzionate disposizioni della proposta di regolamento, poiché potrebbero esservi difficoltà applicative”.

Fra tali difficoltà la BCE annovera anzitutto quella derivante dalla stessa legislazione bancaria dell’Unione, che richiedendo formalmente alle autorità europee di vigilanza di riferirsi alle valutazioni del credito effettuate da agenzie esterne per la valutazione del merito di credito renderebbe problematico consentire ad esse una valutazione soggettiva circa il rischio di un “affidamento meccanico” ai *ratings* delle agenzie. In secondo luogo la BCE si richiama ai “Principi” fissati di recente dal *Financial Stability Board* <sup>45</sup>: “soprattutto la BCE sostiene il parere del FSB, secondo il quale le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante e i relativi rating possono essere utilizzati in modo appropriato dalle imprese nell'ambito delle loro procedure di valutazione del credito interne. In tale contesto, obiettivi dell'attuale riforma sono l'affidamento eccessivo ai rating del credito esterni e il potenziamento della loro qualità, non l'eliminazione del loro utilizzo (...). La BCE sostiene il metodo graduale invocato dal FSB e nota che i riferimenti al rating delle agenzie di rating del credito dovrebbero essere eliminati o sostituiti solo quando siano individuate e possono essere attuate in modo sicuro alternative credibili. In tale contesto, è necessario che gli organismi di normazione e le autorità elaborino piani di transizione e scadenze per permettere la rimozione o la sostituzione dei riferimenti ai rating delle agenzie di rating del credito ove possibile, nonché l'introduzione in modo sicuro dell'associato potenziamento della capacità di gestione del rischio”.

---

<sup>45</sup> Financial Stability Board, *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 October 2010.



La riforma del regolamento n. 1060/2009 approvata il 16 gennaio 2013 non ha modificato il testo della proposta originaria, ma è preceduta da Considerando che tengono conto del parere della BCE. In particolare si osserva che:

“(5) Nel medio termine dovrebbero essere valutati ulteriori provvedimenti volti a escludere i rating dalla regolamentazione finanziaria e a eliminare la ponderazione dei rischi delle attività basata su rating esterni. Tuttavia, almeno per il momento, le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo di rilievo nei mercati finanziari. Di conseguenza, l'indipendenza e integrità delle stesse agenzie e delle loro attività di rating del credito sono di particolare importanza per garantirne la credibilità nei confronti dei partecipanti ai mercati, in particolare degli investitori e degli altri utenti dei rating. Il regolamento (CE) n. 1060/2009 dispone che le agenzie di rating del credito debbano essere registrate e soggette a vigilanza in considerazione del loro considerevole impatto sul pubblico interesse. I rating del credito, a differenza delle ricerche in materia di investimenti, non sono meri pareri in merito al valore o al prezzo di uno strumento finanziario o di un'obbligazione finanziaria. Le agenzie di rating del credito non sono semplici analisti finanziari o consulenti in materia di investimenti. I rating del credito hanno valore normativo per gli investitori regolamentati, ad esempio gli enti creditizi, le imprese di assicurazione e altri investitori istituzionali. Nonostante il fatto che stiamo assistendo a una riduzione degli incentivi all'eccessivo affidamento ai rating del credito, questi ultimi condizionano tutt'ora le scelte di investimento, in particolare a causa di asimmetrie informative e per questioni di efficienza. In un tale contesto è necessario che le agenzie di rating del credito siano indipendenti e percepite come tali dai partecipanti ai mercati e che i loro metodi di rating siano trasparenti e percepiti come tali.

(5 bis) Occorre ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito esterni ed eliminare gradualmente tutti gli effetti automatici derivanti dai rating. È op-

portuno incoraggiare gli enti creditizi e le imprese di investimento ad applicare procedure interne per effettuare la loro propria valutazione del rischio di credito nonché incentivare gli investitori a esercitare la dovuta diligenza. In tale contesto, il presente regolamento prevede che gli istituti finanziari non debbano affidarsi esclusivamente o meccanicamente ai rating. Di conseguenza, tali istituti dovrebbero evitare di stipulare contratti nei quali si affidano esclusivamente o meccanicamente ai rating nonché di utilizzare rating esterni nei contratti come unico parametro per valutare il merito di credito degli investimenti o decidere di investire o disinvestire”.

La riforma prevede altresì la revisione dei riferimenti al *rating* nel diritto dell'Unione per iniziativa della Commissione entro il 1° gennaio 2020 (art. 5 ter bis), e investe la BCE del compito di dar conto annualmente, nella relazione sulla attività del Sistema Europeo delle Banche Centrali, dei progressi nella attuazione dei Principi sulla riduzione dell'affidamento al rating fissati dal *Financial Stability Board* (cons.3 bis). Il nuovo regolamento detta poi disposizioni specifiche per il debito sovrano, fra le quali il divieto di annunci di revisione del *rating* per un determinato gruppo di paesi, se non corredati di relazioni su singoli paesi, e l'obbligo in capo alle agenzie di “trasmettere all'AESFEM ogni anno alla fine del mese di dicembre, un calendario per i 12 mesi successivi che fissi, limitandole a un massimo di tre, le date per la pubblicazione di rating sovrani non richiesti e delle prospettive correlate. Tali date cadono di venerdì” (art.-8 bis).

Per il resto la riforma punta sull'accrescimento della trasparenza, della indipendenza e della qualità del *rating* attraverso una regolamentazione provvista di controlli e sanzioni adeguate e meno lacunosa di quella prevista nel regolamento del 2009, anche se la diffusa inosservanza da parte delle agenzie di tale

normativa, attestata dal citato *Report* dell'ESMA, lascia intuire la gravosità dell'impegno richiesto<sup>46</sup>.

8. E' difficile individuare nella riforma appena approvata una risposta all'altezza della sfida che le agenzie di *rating* stanno ponendo alla stabilità dell'eurozona e alle finanze dei suoi Stati membri. Le quali sono minacciate non solo dalle profonde divergenze tra la Germania e gli altri Paesi nordici con i Paesi del Sudeuropa, ma anche dallo scontro tra il vecchio continente nel suo complesso e il mondo capitalistico anglosassone, che non aveva gradito la nascita dell'euro per la sua potenziale concorrenzialità col dollaro nel predominio dei mercati mondiali: in questo contesto, le tre maggiori agenzie di *rating* sono dipinte come "il braccio armato dei grandi fondi finanziari anglosassoni", dal momento che il *rating* "deve essere commissionato da chi emette il debito, in quanto le obbligazioni non possono essere acquistate dai fondi pensione o da altri investitori istituzionali se la valutazione del rischio supera certi parametri"<sup>47</sup>.

Ma anche quando ci si sofferma sulle conseguenze dell'azione dispiegata dalle agenzie sui mercati si rileva "il tragico scenario che si presenta agli occhi del giurista che, dopo aver preso coscienza dei pregiudizi che l'attività incontrollata di questi soggetti ha arrecato al mercato e ai risparmiatori, si è ritrovato assolutamente inerme e nella più totale impossibilità di controllare e di arginare questo fenomeno dirompente"<sup>48</sup>.

---

<sup>46</sup> Cfr. SIRIANNI, *Il rating sovrano*, cit., p. 6.

<sup>47</sup> Cfr. RUFFOLO e SYLOS LABINI, *Il film della crisi. La mutazione del capitalismo*, Einaudi, Torino, 2012, p. 61.

<sup>48</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile*, cit., p. 14. V. pure PINELLI, *Il potere incontrollato delle agenzie di rating*, in [www.costituzionalismo.it](http://www.costituzionalismo.it), 1.6.2012, p. 3.

Abbiamo visto che il punto maggiormente controverso nel dibattito più recente sulla riforma del *rating* ha riguardato l'ipotesi che i legislatori eliminino "il valore 'legale', giuridicamente rilevante del *rating*, riassegnandolo alla sua naturale dinamica di strumento di mercato, che esprime valutazioni 'opinabili' e che appartiene, dunque, alle scelte negoziali libere, che non devono essere condizionate da più o meno implicite raccomandazioni pubbliche"<sup>49</sup>.

Il regolamento UE dello scorso gennaio ha circoscritto l'eliminazione del valore legale del *rating* ai casi di "affidamento meccanico" ad esso. Tanta prudenza trova in parte spiegazione nel riportato parere della BCE che subordina qualunque ipotesi di limitazione del ricorso legale al *rating* alla individuazione di soluzioni alternative che ancora non sarebbero state trovate. Il presupposto è che, per quanto afflitte da conflitti di interesse, scarsa trasparenza e inefficienza, le agenzie di *rating* svolgono prestazioni infungibili nei mercati finanziari: per cui o si trovano soggetti e modalità alternative per eseguirle, oppure è preferibile, dal punto di vista della stabilità dei mercati e quindi anche dell'interesse pubblico, tenersi le agenzie, cercando di contenerne gli abusi e di migliorarne il rendimento. Lo stesso presupposto ricorre in un *paper* della Banca d'Inghilterra di due anni fa, i cui autori partono dal paradosso enunciato da Partnoy già nel 1999, secondo cui l'espansione del volume d'affari delle agenzie è direttamente proporzionale alla loro perdita di credibilità, e quindi riconoscono i forti limiti delle loro prestazioni, ma poi si fermano al suggerimento di escludere il solo ricorso "meccanico" al *rating*, poiché soluzioni alternative, tanto gli indicatori di mercato quali gli *spread*, quanto quelli non di mercato come i resoconti contabili, comprendono una varietà di elementi che, perlomeno allo stato attuale delle ricerche nel settore, impedirebbero di prevedere i movimenti che deriverebbero

---

<sup>49</sup> Cfr. BENEDETTI, *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione*, in [www.costituzionalismo.it](http://www.costituzionalismo.it), 30.10.2012, p. 5.

dal loro uso sul mercato dei titoli<sup>50</sup>. La conclusione non sarebbe contraddetta da uno studio sulla capacità predittiva delle agenzie di *ratings* in ordine agli andamenti dei debiti sovrani degli Stati membri dell'Unione nel decennio 1995-2005, da cui risulta che esse si basano su elementi come i dati dei bilanci e gli indici di sostenibilità del debito, che potrebbero ragionevolmente sostituire i *ratings*<sup>51</sup>, poiché ciò non vale per i titoli della finanza strutturata, il che impedisce una contestuale eliminazione del valore legale del *rating*<sup>52</sup>.

L'incursione del giurista nel mondo degli studi econometrici termina qui, con un'impressione di accentuata incertezza. I *ratings* dei debiti sovrani potrebbero essere sostituiti con gli indici forniti dagli stessi Stati. Per giunta, come si è riportato, sono non di rado le agenzie a prendere l'iniziativa di formularli, basandoli talvolta su paradigmi di ortodosso liberalismo. Tutto è troppo 'volatile' per non chiedersi dove sia andata a finire in tal caso quella pretesa di oggettività che protegge ogni sapere tecnico. Sappiamo bene che un dentifricio uscito dal tubetto non vi può rientrare. Ma la cosa può interessarci solo se non ne abbiamo altri. Davvero non c'è alternativa al riconoscimento del valore legale del *rating*? Il dubbio di non averle cercate abbastanza rimane lecito, specie alla luce dell'assai meno timido approccio del *Dodd-Frank Act*<sup>53</sup>, e della posizione del governo americano implicita nel ricorso contro *S&P*.

Il fatto è che, in Europa, non si sono investite risorse politiche all'altezza della sfida che le agenzie hanno lanciato ai mercati non meno che agli Stati. Le

---

<sup>50</sup> Cfr. DEB, MANNING, MURPHY, PENALVER and TOTH, *Whither the credit ratings industry?*, Financial Stability Paper, March 2011, p. 17.

<sup>51</sup> Cfr. AFONSO, GOMES and ROTHER, *What "Hides" Behind Sovereign Debt Ratings?*, November 2006.

<sup>52</sup> Cfr. DEB *et al*, *Whither the credit rating industry?*, cit., p. 17, (2).

<sup>53</sup> Anche se, più in generale, sul punto è tuttora aperta l'antinomia fra il *Dodd-Frank Act*, che prevede una graduale riduzione dei rinvii regolamentari alle agenzie di rating, e la disciplina di Basilea III, che ha confermato l'assegnazione ad esse della determinazione dei requisiti patrimoniali delle banche (DE BELLIS, *La regolazione*, cit., p. 335).

istituzioni competenti sembrano affette da impotenza. Non possono negare la minaccia destabilizzante delle agenzie, ma temono ancor più quella che deriverebbe dall'impiego di sistemi di certificazione diversi di esposizione al rischio dei titoli. A quattro anni dal G-20 di Londra, quando gli Stati economicamente più sviluppati del mondo reagirono con determinazione agli effetti devastanti provocati dal potere incontrollato delle agenzie di *rating*, il bilancio è sconcertante soprattutto per l'Unione europea. Lo stesso vale per i paralleli inviti del G-20 a regolare i derivati finanziari *Over-the-Counter*, ossia negoziati fuori dai mercati regolamentati e tenuti fuori bilancio: il loro valore totale, che alla vigilia della crisi del giugno 2008 era pari a 673 trilioni di dollari, circa nove volte il Pil mondiale, ha toccato i 708 trilioni di dollari nel primo semestre del 2011<sup>54</sup>.

*Cesare Pinelli*

*Professore ordinario di Istituzioni di Diritto  
Pubblico nell'Università di Roma "La Sapienza"*

---

<sup>54</sup> Cfr. RUFFOLO e SYLOS LABINI, *Il film della crisi*, cit., p. 62. V. pure ROSSI, *Un G20 per nuove regole sui derivati*, in *Il Sole 24 Ore*, 3.2.2013, p. 1.

## THE FINANCIAL CRISIS AND REPERCUSSIONS FOR THE INSURANCE SECTOR\*

**ABSTRACT:** *Il saggio dà evidenza del dibattito, a livello internazionale, relativo alla rilevanza sistemica delle situazioni di crisi riguardanti imprese di assicurazione e delle istanze di rivisitazione dell'apparato regolamentare comunitario, volto a disciplinare in modalità progressivamente uniformi le situazioni di crisi aziendale che interessano imprese di assicurazione che abbiano, per l'appunto, rilevanza sistemica. Il tutto viene posto a confronto con l'attuale impianto disciplinare, che affida ampiamente alla regolamentazione nazionale la gestione delle situazioni di deterioramento e crisi delle imprese assicurative.*

**SOMMARIO:** 1. The crisis affecting the international financial system and its impacts on insurance companies - 2. The financial criticalities within the insurance system - 3. The state of the EC legal framework on crises affecting insurance companies and expectations for the future - 4. The Italian regulatory framework applicable to crises affecting insurance companies: «safeguarding measures» - 5. (segue) The appointment of the commissioner to perform individual actions - 6. (segue) Extraordinary administration - 7. (segue) Compulsory administrative liquidation

1. The repercussions of the 2008-2009 crisis that were felt throughout the entire financial system have called for careful reflections on which sectors of the financial market are most likely to generate systemic risk.

According to the definition provided by the Financial Stability Board, the term “systemic risk” means a risk of interruption in financial services which (i) is caused by a weakening of a portion of the financial system or the entire finan-

---

\* Contributo approvato dai revisori. Destinato al convegno “15th. Joint Seminar of the European Association of Law and Economics and The Geneva Association”; è stata comunicata la sua accettazione.

cial system; and which (ii) has the potential to cause serious and significant adverse effects on the real economy<sup>1</sup>.

This analysis highlights the special strengths exhibited by the insurance sector, as compared with other sectors, which essentially sheltered it from the economic turmoil that wreaked havoc for the lion's share of financial institutions throughout the world's markets<sup>2</sup>.

As highlighted further below, the reasons underlying this special stamina lie in the peculiarities of the risks faced by the insurance sector, which tend to be unrelated to the relevant economic cycle<sup>3</sup>. The economic model of insurance companies differs significantly from the economic models found in other sectors of the financial markets. The difficulties faced by the markets have underscored the capacity of such model to absorb autonomously large credit losses on the financial statements of insurance operators, without running the risk of trigger-

---

<sup>1</sup> Systemic risk must be associated with negative externalities and/or a failure of the market and the failure or malfunctioning of a financial institution must weaken the functioning capabilities of the financial system and/or the real economy. FSB, *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments*, October 2009, available on the website [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_091107d.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_091107d.pdf).

<sup>2</sup> "From a standpoint of the stability of the insurance market, comforting signs come from the trend in the sector in the first half of 2009, with a return to profits both in life insurance business (+Euro 1.6 billion, after a loss of Euro 1.9 at year end 2008) and in property and casualty business (+ Euro 0.4 billion, after a loss of Euro 0.1 billion at year end 2008)." GIANNINI, *Hearing of the Chairman of ISVAP as part of the Cognitive survey on instruments for the European oversight of financial, lending and insurance markets*, Rome 17 December 2009, available on the website [www.ivass.it/ivass/imprese\\_jsp/PageAudizioniDetail.jsp?mostraSezione=si&item\\_id=777110&nomeSezione=&folderName=](http://www.ivass.it/ivass/imprese_jsp/PageAudizioniDetail.jsp?mostraSezione=si&item_id=777110&nomeSezione=&folderName=).

<sup>3</sup> "The reasons have to do with the specific nature of the insurance business model and in the way insurance liabilities are funded and claims are settled. As it is very unlikely for insurance firms, or the whole sector for that matter, to experience rapid cash drains and outright runs, liquidity risk appears to be well contained. And even in the case of insolvency, the long term nature of insurance liabilities and their extended run-off profiles, along with the authorities and tools available to regulators, typically provide for orderly resolutions of traditional insurance firms." INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *Insurance and Financial Stability*, November 2011, p. 34, available on the website: [www.iaisweb.org/\\_temp/Insurance\\_and\\_financial\\_stability.pdf](http://www.iaisweb.org/_temp/Insurance_and_financial_stability.pdf)



ing liquidity crises<sup>4</sup>, while many banks were forced to seek out assistance in the form of public bailouts. The crisis has had a less dramatic effect on the insurance sector as compared with the banking sector<sup>5</sup>.

Specularly with respect to the special stamina shown by the insurance sector which protected it against the turmoil that impacted the financial markets in 2008-2009, we can conclude that crises affecting the insurance sector do not show a particularly marked tendency toward generating systemic risks<sup>6</sup>.

2. In their assessment of systemic risk, the International Association of Insurance Supervisors (IAIS) and other international bodies distinguish among traditional insurance, non-traditional insurance and non-insurance business operations<sup>7</sup>.

While traditional insurance operations are less risky as to their repercussions for the the financial system as a whole, certain types of business operations managed by insurance companies are more inter-connected and

---

<sup>4</sup> "However, insurance premiums have remained relatively stable during the crisis, reflecting the industry's superior capital position. Insurance markets remained liquid and a "clearing" price was always available." GENEVA ASSOCIATION, *Systemic risk in insurance*, March 2010, p.14, available on the website: [www.genevaassociation.org/portals/0/Geneva\\_Association\\_Systemic\\_risk\\_in\\_Insurance\\_Report\\_March2010.pdf](http://www.genevaassociation.org/portals/0/Geneva_Association_Systemic_risk_in_Insurance_Report_March2010.pdf).

<sup>5</sup> "Losses in the insurance industry have been only a sixth of those at banks, and the new capital raised only a ninth." GENEVA ASSOCIATION, *op. cit.*, p.12.

<sup>6</sup> "Il settore assicurativo internazionale, grazie a un basso grado di indebitamento finanziario e a una ridotta esposizione al rischio di fuga ("run") degli assicurati, non ha evidenziato quei problemi di rischiosità sistemica che hanno, invece, interessato altri segmenti del sistema finanziario e che motivano una profonda revisione delle regole prudenziali." FOCARELLI, *Il ruolo delle imprese di assicurazione nella crisi finanziaria: Solvency II è una risposta adeguata?*, in *Banca impresa e società*, 2010, p. 283.

<sup>7</sup> IAIS lists among the non-insurance business operations: "CDS/CDO underwriting, capital market business, banking, including investment banking and hedge fund activities, third-party asset management, industrial activities". However, it is clear that not all non-insurance activities are systemically important (especially in the case of third-party asset management). It is not clear the exact dividing line between traditional and non-traditional insurance activities: "different jurisdiction may allocate different activities to different fields". INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *op. cit.*, p.12.

therefore more likely to generate greater systemic risk<sup>8</sup>. One factor that has contributed toward the financial crisis in their assessment of systemic risk, is the growing inter-connection among market participants (banks, pension funds, intermediaries), including insurance companies<sup>9</sup>, which has led to a higher likelihood of adverse repercussions for the entire market deriving from the potential insolvency of any individual participant.

Based upon the evidence that has emerged in the context of the turmoil that has impacted the financial markets, IAIS, in accordance with the systemic risk assessment and identification criteria defined by the Financial Stability Board, has analyzed the possible systemic nature of the risks found within the insurance sector. In this regard, IAIS is now in the process of developing a method for identifying insurance companies of systemic global importance (G-SIFIs) whose bankruptcies, due to their degree of interconnection, size, complexity and systematic nature, could cause a material disruption to the broader financial system and the economy as a whole. The criteria of size<sup>10</sup>, interconnection<sup>11</sup> and substitutability<sup>12</sup> applied to the insurance model have shown that traditional insurance business operations are not generally important from a

---

<sup>8</sup> *“Certain non-insurance activities were revealed systemically relevant. This was certainly true for the large volume of credit default swaps underwritten by a non-insurance subsidiary of AIG in combination with a significant leverage of the group and its large investments in illiquid securities.”* INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, op. cit., p. 12.

<sup>9</sup> *“One lesson of the financial crisis was that the systemic relevance of insurance groups is correlated with the influence of activities outside of the traditional insurance business field.”* INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, op. cit., p.13.

<sup>10</sup> *“The volume of the volume of financial services provided by the individual component of the financial system”* FSB, op.cit., p.2.

<sup>11</sup> *“Linkages with other components of the system”* FSB, cited above, p.2.

<sup>12</sup> *“The extent to which other components of the system can provide the same services in the event of a failure”* FSB, cited above, p.2.

systemic standpoint whereas, on the other hand, risks related to non-insurance business operations do show elements denoting their systematic relevance<sup>13</sup>.

The solidity of the insurance sector has shown signs of weakness in the case of insurance companies which engage in banking operations in tandem with their traditional insurance operations. Indeed, banking and financial conglomerates have been hit more harshly by the crisis as compared with traditional “pure” insurance companies<sup>14</sup>.

One example of this may be found in the events surrounding the US insurance giant AIG in 2008. The business operations which dragged the entire AIG group to the brink of bankruptcy were in fact those related to the credit default swaps managed by the group’s non-insurance subsidiary AIG Financial Products (AIG FP)<sup>15</sup>.

3. The current European legal framework does not govern the phases of crises affecting the insurance sector in a harmonized manner. Directive 2001/17/EC<sup>16</sup> on the reorganization and liquidation of insurance companies provides solely that in the event of insolvency of an insurance company, the liq-

---

<sup>13</sup> “The systemic relevance will likely depend on the size and scope of non-traditional and/or non insurance activity and whether the business dimensions are local or global” INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, cited above, p. 16.

<sup>14</sup> GENEVA ASSOCIATION, cited above, pag 16.

<sup>15</sup> “AIG’s near-collapse was possible because of the sweeping deregulation of over-the-counter (OTC) derivatives, including credit default swaps, which effectively eliminated federal and state regulation of these products. [...] AIG was so interconnected with many large commercial banks, investment banks, and other financial institutions through the relationships on credit default swaps and other activities such as securities lending that its potential failure had created systemic risk. The U.S. government concluded that AIG was too big to fail and committed more than USD180 billion to its rescue. Without this timely bailout, AIG’s default could have caused cascading losses throughout the US and the global financial system.”: INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, cited above, p.40.

<sup>16</sup> The Directive is abrogated as of 1 January 2014 pursuant to art.310 of directive 2009/138/EC (“Solvency II”). The provisions of the Directive have been incorporated in the new Solvency II Directive.

liquidation process and any recovery rulings will be governed exclusively by the laws of the insurance company's home country<sup>17</sup>. The directive therefore addresses the need to coordinate the recognition of the procedure conducted in any of the member states such that any recovery rulings or liquidation initiated in one member state are valid and effective throughout the entire European Union. Policyholders in different countries will therefore benefit from the same protection and the proceedings will be faster and less costly in the event of multiple insolvency proceedings. If a company with branches in other member states were to enter bankruptcy, the liquidation will be handled in the context of the insolvency proceedings initiated in the individual member state where the insurance company has its registered office. The proceedings will therefore be governed by a single bankruptcy law (principle of home country control). Only the competent authorities of the member state of origin would have the power to make decisions for the liquidation procedure (principle of unity), which produce effects and are recognized throughout all of the member states.

The directive's aim is to ensure the protection of consumers, regardless of their place of residence. The text provides for the protection of insured parties, policyholders, beneficiaries and injured third parties by granting them a right to take direct action against the insurance company in the form of an insurance claim<sup>18</sup>. The members states may choose between two methods of protection:

---

<sup>17</sup> *"This directive is not meant to harmonize national legislation on recovery rulings and liquidation procedures, but rather is aimed at guaranteeing mutual recognition of recovery rulings and legislation on liquidation in the member states with regard to insurance companies as well as the necessary cooperation. Such mutual recognition is implemented in this directive thanks to principles of unity, universality, coordination, disclosure, equal treatment and protection of insurance creditors."* (recital no.9).

<sup>18</sup> *"Only one point of the Directive would appear to call for an "effort aimed at harmonization" by the legislations of the individual member states: reference is made to the need to guarantee the protection of the company's creditors or, better yet of "insurance claims"', FALCONE, La disciplina delle crisi delle imprese assicurative, in Quaderni di Giurisprudenza Commerciale, Milan, 2009, p. 18.*

either to grant absolute priority to insurance claims or assign to insurance claims a special rank over which only claims due for salaries, social security and in rem rights would take priority. Nothing prevents the member states from establishing priority among the various categories of insurance claims. In any case, the creditors must be treated equally, without being subject to discrimination on account of their nationality or place of residence.

An adequate system disclosure is also guaranteed, through an obligation to publish, within the European Union, all decisions on the commencement of liquidation proceedings: in addition to the publication of the decision, the known creditors who are residents in the European Union must be duly informed on an individual basis on developments in the proceedings.

Therefore, at present, it is left to the discretion of each national jurisdiction to define the mechanisms for early intervention and resolution to be used in the event of a crisis affecting the insurance sector.

At the European level, the possibility of structuring a common framework for the management of the pathological phases of the insurance sector can be ruled out. In this regard, let us consider the harmonization initiatives that recently emerged with reference to the regulation of intervention mechanisms with specific regard to the insurance guarantee systems. In relation to the latter, a harmonization proposal has been made at the European level. In its resolution dated 13 October 2011, the European Parliament requested the European Commission to submit proposals for a cross-border harmonization directive which would establish a consistent and uniform framework for guarantee systems in the various member states. The recitals set forth in the resolution state the reasons underlying the advantageousness of creating a common framework regulating insurance guarantee systems, which as to their general scope and

structure could possibly be extended to cover other mechanisms for the resolution of crises in the insurance sector<sup>19</sup>.

The considerations raised by the European Commission in the document submitted for consultation in October 2012 entitled *Consultation on a possible recovery and resolution framework for financial institutions other than banks* would also appear to lean in the direction of harmonization.

The Commission, in considering a possible framework for the recovery and resolution<sup>20</sup> of crises affecting the insurance sector, analyzes the various instruments generally available at the national level aimed at preserving the value of the capital of insurance companies and protecting policyholders from unnecessary losses. In addition, from a standpoint of systemic importance of the insurance sector, the Commission is of the view that instruments such as, *inter alia*, the run-off, the portfolio transfer, guarantee systems which in the traditional insurance model could minimize losses, may not turn out to be incisive in

---

<sup>19</sup> “Considering that the cross-border supply of insurance services in the UE is low, but nonetheless likely to grow as the result of the introduction of the Solvency II directive and the consequent supply of capital services by a pan-European structure of branches; considering that the absence of harmonized IGS at the European level and the diversity among the systems of the member states have led to ineffective and unequal protection of contracting parties and have slowed the functioning of the insurance market, altering cross-border competition;” Resolution by the European Parliament issued on 13 October 2011 on systems of insurance guarantees, Recitals I and J.

<sup>20</sup> “The term “resolution” is defined broadly as any action by an authority, with or without private sector involvement, to deal with serious problems in an insurer or cross-border insurance group that imperil the viability of the insurer or the cross-border insurance group<sup>2</sup>. Non-viability includes not only insolvency but also triggers of regulatory solvency control levels as well as other serious financial or non-financial compliance failures, e.g. governance issues. In a group-wide context this raises issues of the relationship between viable and non-viable entities and the implications of this for the viability of the group as a whole. It also raises issues regarding the relationship between insurance and non-insurance entities including cross-sector regulated entities and non-regulated entities such as holding companies.” IAIS, Issues paper on resolution of cross-border insurance legal entities and groups, June 2011, p.5, available on the website

[http://www.iaisweb.org/\\_\\_temp/Issues\\_paper\\_on\\_resolution\\_of\\_crossborder\\_insurance\\_legal\\_entities\\_and\\_groups.pdf](http://www.iaisweb.org/__temp/Issues_paper_on_resolution_of_crossborder_insurance_legal_entities_and_groups.pdf).

crises affecting insurance companies that are strongly inter-connected within the financial system<sup>21</sup>.

Specifically, the consultation document, in posing several queries, calls for an assessment on the advisability of an additional specification and harmonization at the European level of the structuring and application of resolution instruments within the insurance sector.

Moreover, the Commission urges a reflection on the need to adopt new resolution instruments capable of addressing crises of systemic relevance. In this manner, at least going forward, we may delineate potential differentiations in the regime and management of intervention policies in situations of crisis, which would vary depending upon the type of insurance company affected.

The evidence gathered shows that there is no consensus on this point. The need for a harmonizing intervention, which provides for a common framework of resolution instruments that would be used during pathological phases in the insurance sector, has been viewed favorably by some. The EIOPA, among others, sustains that such intervention would generate numerous benefits especially for cross-boarder operations of groups, and would improve the coordination of resolution and restructuring actions at the cross-border level<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> *“However, the failure of a systemically important insurer might cause significant disruption in financial markets or the real economy more widely if not resolved in a much shorter timeframe than traditional tools allow. In this instance, the traditional tools above might not be sufficient. For example, as indicated above, a non-insurance subsidiary writing CDSs with intra-group guarantees could incur large losses in a short space of time and risk contagion via the subsidiary's counterparties, as in the case of AIG in 2008.”* EUROPEAN COMMISSION, Consultation on a possible recovery and resolution framework for financial institutions other than banks, December 2012, p. 33, available on the website [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2012/nonbanks/consultation-document\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/nonbanks/consultation-document_en.pdf).

<sup>22</sup> EIOPA, EC Consultation on a possible recovery and resolution framework for financial institutions other than banks EIOPA. Response, December 5, 2012, disponibile su. [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/publications/submissionstotheec/EIOPA\\_Response-COM\\_Consultation\\_on\\_recovery\\_and\\_resolution\\_for\\_nonbank\\_financial\\_institutions.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/submissionstotheec/EIOPA_Response-COM_Consultation_on_recovery_and_resolution_for_nonbank_financial_institutions.pdf).

Other answers proposed, on the other hand, highlight the absence of any need for further intervention, their proponents being of the view that the current European regulatory framework is sufficient and appropriate and guarantees an effective coordination of action among the various member states<sup>23</sup>.

In addition to the traditional instruments for the resolution of crises, the Commission also calls for a reflection on the possibility of creating new resolution instruments specifically structured to contain possible repercussions of crises affecting insurance companies of systemic importance. The Commission proposes, *inter alia*, the advisability of separating within the insurance company or group the insurance operations of systemic importance so as to be in a position to also distinguish at the time of the intervention the instruments to be used in the event of crisis. In such regard, it has been observed that the distinction between traditional and non-traditional operations has not been precisely defined by the Commission and that not all non-insurance or non-traditional operations may be considered as harbingers of systemic risks<sup>24</sup>.

Furthermore, we would not see any advantage to such a resolution instrument which, while already adopted in the framework of the resolution of crises affecting the banking sector, would not appear to have the same effect in the insurance sector<sup>25</sup>.

---

<sup>23</sup> INSURANCE EUROPE, *Insurance Europe response to the European Commission consultation on a possible recovery and resolution framework for financial institutions other than banks. Position Paper*, January 2013, available on the website [http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/response\\_to\\_commission\\_consultation\\_on\\_nonbank\\_recovery\\_and\\_resolution.pdf](http://www.insuranceeurope.eu/uploads/Modules/Publications/response_to_commission_consultation_on_nonbank_recovery_and_resolution.pdf); AMICE, *AMICE Response to EC Consultation on Recovery & Resolution other than banks*, January 2013, available on the website [www.amice-eu.org/publications/position\\_papers.aspx](http://www.amice-eu.org/publications/position_papers.aspx).

<sup>24</sup> INSURANCE EUROPE, *cit.*, p.10.

<sup>25</sup> "Asset separation has been included in banking resolution frameworks and has actually been used. In the context described in the paper, EIOPA can see the merits of being able to separate non-insurance related assets/activities in order to affect resolution of an insurance group. Non-insurance activity by a solo insurance undertaking should be very limited given the conditions



4. The current Italian legal system provides for a range of interventions aimed at preventing a possible state of financial tension from deteriorating to a full-fledged state of crisis or, *a fortiori*, a state of insolvency.

Therefore, a number of interventions are already envisaged in the event that a company should fail to abide by the most elementary rules of prudence, such as the breach of rules on technical reserves, solvency margin and guarantee quota, or in the event that the adjusted state of solvency is negative.

As we all know, the technical reserves are comprised of premiums set aside<sup>26</sup>.

They may be distinguished, also from a legal standpoint, from other reserves since they have been created through premiums set aside and not earnings set aside. They are recorded on the liabilities side of the annual financial statement, since they are asset items that are meant to cover commitments undertaken with the insured parties that the company will have to incur during the financial year or in future financial years. Their inclusion therefore constitutes a form of protection benefitting insured parties.

However, the technical reserves in the life insurance business do not always offer the same guarantees as the reserves allocated in the property and casualty business<sup>27</sup>. In particular, if the company has issued «index linked» policies (in which the return is linked to an equity or debt index or an index of another type), the technical reserves must be comprised, with the closest de-

---

*for authorisation, so it is not clear how relevant such powers would be in that context.*" EIOPA, cit., p.16.

<sup>26</sup> Cfr. per tutti: DONATI-VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milan, 2012, p. 31 ss.; FARENGA, *Diritto delle assicurazioni private*, Turin, 2010, p. 76 ss.; da ultimo: RACUGNO, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 403 ss.

<sup>27</sup> On these, see: DONATO, *La riserva sinistri per i rami danni*, in *Dir. economia assicur.*, 2008, p. 685 et seq..

gree of approximation possible, of quotas representing the reference value or, if the quotas are not defined, of adequately secure and marketable assets that correspond as closely as possible to those on which the particular reference value is based (art. 54 IVASS Regulation). If the company has issued «unit linked» policies (in which the return of the policy is linked to the return on an internal or external investment fund) or has taken over the management of a pension fund, the technical reserves must be comprised, with the closest degree of approximation possible, of units in mutual investment funds (*organismi di investimento collettivo del risparmio*) or of the value of assets held by an internal fund (art. 53 IVASS Regulation).

It is clear that in these cases, the reserves are subject to financial risk consisting in the trend in the relevant index or mutual fund, with possible exposure towards the insured parties<sup>28</sup>.

The solvency margin and the guarantee quota, as we all know, do not constitute self-standing asset items like technical reserves, but rather they may be considered two indicators of the company's capitalization. The solvency margin represents essentially a minimum level of the company's free capital, tied to turnover, the reduction of which under the limits provided by law constitutes a warning sign, while the guarantee quota, since it is comprised of one-third of the solvency margin, constitutes an indicator below which level the company's financial crisis would become extremely serious<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> See, for example, the cases examined by the Court of Milan, 10 February 2012 and Court of Busto Arsizio 6 November 2009, commented by PIRAS, *Polizze "index linked" collegate ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, p. 73 et seq.

<sup>29</sup> In cases involving insurance groups, the law (art. 217 et seq. i.c.) calls for the calculation of a «adjusted state of insolvency», which may be considered tantamount to a consolidated group-wide solvency margin. The adjusted state of insolvency must be documented in a special table/prospectus attached to the financial statement sent to IVASS.

The purpose of the calculation of the adjusted state of insolvency is that of preventing such elements that together constitute the solvency margin of a company of the group to be used

The measures provided by law, which are of a precautionary nature, are referred to as «safeguard measures»<sup>30</sup>, and are obviously for the protection of the insured parties.

Inadequate or insufficient technical reserves constitute a risk for the company's solvency, and a net shareholders' equity falling under the solvency margin or even under the guarantee quota are, as already mentioned, indicators of a capital crisis which could be serious in nature.

Art. 221 of the insurance code (hereinafter also referred to as the i.c.) establishes that in the event of breach of the provisions on technical reserves or assets covering the same, the IVASS must ask the company to comply with such provisions, and must assign a congruous deadline by which such compliance must be achieved.

On a precautionary basis, the IVASS may prohibit the company from disposing its owned assets. If the assets in question are located in another member state, it may ask the supervisory body of such member state to issue an analo-

---

indirectly – through group ties – to determine the solvency margin of another company belonging to the group. In this manner, for example, if the controlling company includes in the calculation of its solvency margin a shareholding in its subsidiary, it essentially includes a portion of the capital elements that have already been taken into consideration by the subsidiary in its own solvency margin.

When the calculation of the adjusted state of insolvency shows a negative result, IVASS asks the controlling or holding insurance company to submit, by a congruous deadline, a «plan of intervention» which identifies the reasons for the deficiency and the initiatives that it intends to adopt in order to restore the adjusted state of insolvency and to guarantee future solvency. The plan is subject to approval by IVASS, which may indicate supplementary or corrective measures, and assigns a deadline for its implementation. If the company shows a highly negative deficit, IVASS asks the company to take immediate actions to reduce or eliminate the deficiency of the adjusted state of insolvency. In this case as well, IVASS may prohibit disposals of the company's owned and may also order liens/charges on assets covering technical reserves. If serious breaches of the law are found or if a negative corrected solvency situation continues, the recovery measures provided by law may be taken. An analogous «plan of action» may be requested from the parent company in the event that IVASS determines that the solvency of a subsidiary is compromised (art. 228 i.c.).

<sup>30</sup> See also: DONATI-VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, Milan, 2012, p. 61 et seq..

gous ruling. This is clearly a ruling aimed at preventing the company from further compromising its financial condition.

If by the assigned deadline the company should fail to satisfy the request to comply with the provisions of law, the IVASS may:

- appoint a «commissioner to perform individual acts» having the task of eliminating any breaches discovered;

- prohibit the acceptance of new business transactions, and therefore in the event of breach of this prohibition, the consequences envisaged under art. 167 would apply (nullity of contracts, which may be raised only by the insured party or the contracting party, with an obligation to return the premium paid). The prohibition on accepting new business transactions is reported to the regulatory authorities of the states where the company operates and is published in the *Bollettino IVASS*. The ruling has a maximum term of six months. If within this period the company has complied, the ruling is revoked. Otherwise, the company is placed in compulsory liquidation;

- order a lien to be imposed on assets covering technical reserves. The lien, in the case of real estate assets, is imposed by IVASS through an order issued to the registrar of the competent real estate registers, to register a mortgage in favor of the insurance claims; in the case of other assets, the forms of security interest provided by law are imposed (for example, in the case of company shares or quotas, with an annotation of the pledge in the shareholders' ledger) (art. 224 i.c.).

In turn, art. 222 i.c. establishes that if the company does not have the necessary solvency margin, the IVASS requests the company to submit a «recovery plan», by a congruous deadline.

If the solvency margin should fall under the guarantee quota (or if it were not established in accordance with the applicable laws or IVASS regulations), the

company must submit a «short-term funding plan», which must include an indication of the measures that the company intends to take in order to restore financial stability (art. 222, paragraph 2 i.c.).

The first measure is clearly meant to restore the necessary asset bases and, therefore, may provide for interventions that are other than short-term (such as, for example, a corporate restructuring plan that provides for a rationalization of resources, resignations, reduction in personnel, etc.).

The second measure would be issued in a context calling for the urgent resolution of a financial crisis and, therefore, the plan must provide for a full-fledged use of immediate funding (presumably to be injected by the company's shareholders in the form of a recapitalization).

In these cases as well, IVASS may order, as a precautionary measure, a prohibition on disposals of the company's owned assets. It may also order a lien on assets covering technical reserves. Both rulings are passed using the same modalities applicable in the event of insufficient technical reserves.

If the company is authorized to engage in both life insurance and property and casualty business operations, and the solvency margin is insufficient for only one of the businesses, IVASS may authorize the company to transfer elements exceeding the solvency margin of one of its businesses to the business running a deficit, solely for purposes of implementing the recovery plan.

Both the recovery plan and the short-term financing plan are subject to IVASS' approval, and the latter authority also oversees the implementation of such plans.

The failure to implement the plans would give rise to revocation of the authorization (art. 242, paragraph 1, letter *d* i.c.).

The capital and financial indicators consisting in the solvency margin and the guarantee quota may turn out not to be sufficient to guarantee the solvency

of the company and, in other words, to guarantee that the company has sufficient liquidity to honor its contractual obligations undertaken with the parties entitled to the insurance services.

In such case, the law (art. 223 i.c.) provides that IVASS may require the company to constitute a higher solvency margin and to submit a «financial recovery plan» covering the following three years.

The procedures to be followed for the preparation of the plan are established through an IVASS regulation, which must include: a balance sheet and income statement for the future years covered, forecasts on premiums to be collected and costs for claims to be paid and to be placed on reserve, operating costs, the envisaged treasury trends, the financial means covering the solvency margin and the technical reserves.

Revocation of the authorization may be ordered for only one of the businesses managed by the company and, therefore, it may continue to operate in its remaining businesses not affected by the revocation. However, in such case, a problem arises with regard to the protection of insured parties and the other persons entitled to insurance services, with reference to contracts related to the businesses covered by the revocation.

In this case as well, IVASS may order, on a precautionary basis, a prohibition on disposals of the company's owned assets (if such prohibition has not been imposed already). It may also impose a lien on the assets covering the technical reserves. Both rulings are passed in accordance with the same procedures that apply in the case of insufficient technical reserves (art. 225 i.c.).

As regards foreign companies operating in Italy, the code provides that upon the request of the oversight authority of a member state, IVASS may adopt safeguard measures against companies having registered offices in such state, which operate in Italy through a permanent establishment or supply of

services. In particular, it may prohibit disposals of the company's owned assets located in Italy, and may also order a lien on assets covering technical reserves. The same measure may be passed autonomously by IVASS against companies with registered offices in third party states due to irregularities committed by the secondary branch in Italy (art. 226 i.c.).

5. In the event of serious breaches of laws or regulations, the law provides for a possibility to replace the corporate bodies with a commissioner appointed to perform the action (or actions) necessary to ensure that the operation of the company complies with the law (art. 229 i.c.).

In such case, the commissioner - referred to as «*ad acta*», since he is appointed to carry out one or more specific actions – does not completely replace the management bodies, which therefore maintain full possession of their powers, but merely replaces them for purposes of carrying out the action (or actions) in connection with which the company has breached the law (such as, for example, failure to report financial transactions concluded by the company).

The appointment of the commissioner by the IVASS must be preceded by a complaint issued to the company citing its breach, with a request to eliminate the breach by a deadline set forth in such notice. Upon the expiry of such deadline, if the breach has not been remedied, IVASS may proceed to appoint the commissioner who would obviously be vested with all coercive powers necessary to perform his function.

This is a measure that is taken infrequently since representatives of an insurance company are unlikely to breach instructions given by IVASS, because if so, they would run the risk of incurring the serious sanctions provided by law.

6. In the most serious cases of breach of law or serious irregularities in the management of a company, the law (articles 231-237 i.c.) provides for the replacement of the company's corporate bodies with one or more commissioners appointed by IVASS<sup>31</sup>.

This would be a full-fledged extraordinary administration procedure since the management body (board of directors or management board) and the control body (board of statutory auditors or supervisory board) are mandatorily removed through a government ruling and replaced with commissioners appointed by IVASS. The shareholders' meeting also is suspended from all of its functions, and therefore all management powers are «expropriated» from the shareholders.

Naturally, the economic-social importance of the proper management of insurance companies constitutes a valid justification for the procedure.

The condition for activating the procedure lies in, as already mentioned, a series of particularly serious circumstances related to the operation of the company:

a) serious irregularities in the management of the company. The wording is similar to that provided under art. 2409 of the Italian Civil Code (hereinafter, also referred to in short as "c.c.") on corporate matters, which it retraces with regard to insurance matters, since the above-mentioned art. 2409 c.c. does not apply to insurance companies (art. 238, paragraph 2). Moreover, the conditions are essentially the same, and concern breaches or unlawful acts by the management bodies (failure to keep accounting records or irregular keeping of accounting records, illegitimate use of the corporate assets, reiterated failure to call the shareholders' meeting, concealment of losses or misappropriation of

---

<sup>31</sup> See CORRIAS, *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato. Contributo allo studio del rapporto di garanzia*, Milan, 2001.



profits, etc.) which are generally coupled with a failure on the part of the control body to fulfil its control functions;

b) serious breaches of legislative, administrative and by-laws provisions that govern the company's business operations. In this area, the most significant breaches are likely to involve: failure to comply with provisions on reporting to regulatory authorities, the conclusion of financial transactions that are prohibited by law, activities falling outside the scope of the corporate purpose, etc.;

c) an expectation of serious capital losses. This is a situation that would render the procedure one aimed at preventing a deficit within the company from degenerating into insolvency, rather than restoring operating regularity. Therefore, this is a case in which the extraordinary administration undertakes a role that is commonly found, for other industrial companies, within creditors' composition procedures or extraordinary administrations of large companies and, in other words, a full-fledged economic-financial recovery procedure.

In any case, the procedure must be preceded by a formal complaint report served on the company's legal representatives, indicating a deadline by which the irregularities must be remedied.

If the assigned deadline expires without the remedies being implemented, the Ministry of Economic Development, at IVASS' proposal, revokes the management and control bodies, through a ruling published in the *Gazzetta Ufficiale* and in the *Bollettino IVASS*.

Alternatively, commencement of the procedure may also be requested of IVASS by the management bodies or through a resolution passed by the extraordinary shareholders' meeting.

However, the power to appoint one or more extraordinary commissioners (who must meet the honorability and professional qualification requisites that apply to corporate bodies) rests with IVASS, which is also responsible for ap-

pointing a supervisory committee (comprised of a chairman and from 2 to 4 members) which replaces the board of statutory auditors. IVASS also has power to revoke and replace commissioners and members of the supervisory committee.

The functions of the shareholders' meeting are suspended, as already mentioned. However, the commissioners may call the shareholders' meeting upon receiving IVASS' authorization if they should deem it necessary.

The commissioners take office by taking over the company from the corporate bodies that have been dismissed and, if the financial statement for the year preceding their taking office has not yet been approved, they file with the companies register a report on the company's economic and financial condition drafted on the basis of the information available.

The commissioners take overall of the management powers which had previously rested with the management body and must work with a view to restoring the sound and proper management of the company. They must comply with the directives issued by IVASS, and may, upon obtaining IVASS' authorization following the supervisory committee's favorable opinion, implement recovery plans through the sale of portfolios, the sale of the company as a going concern or of business units or shareholdings. They are also entitled to commence a liability action against members of the corporate bodies that have been dissolved, again upon IVASS' authorization and a favorable opinion on the part of the supervisory committee.

If more than one commissioner are appointed, they pass resolutions through a majority vote.

The procedure lasts for a term of one year and may be extended by ministerial decree issued at IVASS' proposal, for up to a maximum of twelve months.

Upon the conclusion of the procedure, the commissioners and the supervisory committee draft separate reports on the activities performed and transmit them to IVASS. Since the company's fiscal year is extended to the end of the procedure, the commissioners must draft, within four months from the conclusion of the procedure, a draft financial statement to be submitted to IVASS for approval.

The close of extraordinary administration is declared through a ministerial decree published in the *Gazzetta Ufficiale* and the *Bollettino IVASS*.

If the commissioners succeed in restoring the sound and proper management of the company, they call the shareholders' meeting for the appointment of the new corporate bodies.

If the situation of financial distress turns out to be irreversible, they will propose the compulsory administrative liquidation of the company.

As already mentioned, art. 2409 c.c. does not apply to insurance companies. However, the persons entitled to file a complaint with a court of law, may file such complaint with IVASS.

Extraordinary administration is also valid and effective against secondary branches located in member states (art. 232 i.c.) and may also be ordered against the Italian branch of a company having its registered office in a third party state (art. 239 i.c.)<sup>32</sup>.

---

<sup>32</sup> The parent company of an insurance group may also be placed in extraordinary administration, both in the circumstances examined and referred to in art. 231, and also when (art. 275 i.c.):

- There have been serious breaches in the exercise of direction and coordination activities for the execution of oversight instructions given by IVASS;
- One of the insurance group's companies is subject to insolvency proceedings or judicial administration pursuant to art. 2409 of the Italian Civil Code and such rulings may seriously alter the group's financial or business stability.

The extraordinary administration of the parent company lasts up to one year, subject to an extension for an additional 12 months.

The law also provides for the early commencement of extraordinary administration where the conditions for application of the procedure are met, but reasons of «absolute urgency» (art. 230 i.c.) also apply. Therefore, without any need for prior notification of complaints, IVASS may appoint one or more commissioners who take over the management of the company («commissioners for provisional management»), to replace the management and control bodies that are suspended from their functions.

Such management may have a term exceeding two months and is conducted under IVASS' supervision. After the provisional management, an extraordinary administration procedure may follow, with the replacement of the provisional commissioners with those appointed for the extraordinary administration procedure.

7. An entirely different procedure is the procedure known as “compulsory administrative liquidation”, which is commenced through a ruling issued by the regulatory authority in the event of serious organizational or financial dysfunctions affecting the company, or where there is a judicial determination of the state of insolvency. Such procedure cannot be initiated through a voluntary determination on the part of the company.

Compulsory administrative liquidation is an insolvency proceeding governed generally by Royal Decree no. 267 of 16 March 1942, (hereinafter, also

---

The commissioners, upon authorization from IVASS upon the supervisor committee's favorable opinion, may revoke or replace the directors of the group's companies, and may ask for the determination of the state of insolvency of such companies.

Likewise, the parent company may be placed in compulsory administrative liquidation, not only in the circumstances examined and provided under art. 245 i.c., but also in the event of exceptionally serious breaches in the exercise of direction and coordination activities for the execution of oversight instructions given by IVASS.

If the parent company has been placed into extraordinary administration and compulsory administrative liquidation, the same measures may be taken against the subsidiaries where the relevant conditions are met.

referred to as: the Bankruptcy Law or B.L.) under art. 194 *et seq.*. For insurance companies, this is the only insolvency proceeding provided by law, and even the creditors' composition procedure (art. 245, paragraph 7) does not apply, in consideration of the extraordinary administration procedure already discussed above. Nonetheless, the possibility of submitting a request for creditors' composition during the procedure is expressly provided for (arts. 262 *et seq.* i.c.).

However, the Insurance Code sets forth a detailed legal framework governing the compulsory administrative liquidation of insurance companies and, therefore, the general rules provided under the bankruptcy law apply to insurance companies on a secondary basis, only if there is no express provision in the Insurance Code and only to the extent compatible with the provisions of the Insurance Code (art. 245, paragraph 7 i.c.)<sup>33</sup>.

Compulsory administrative liquidation is commenced through a decree issued by the Ministry of Economic Development, at IVASS' proposal. Through the same ruling, the authorization for all of the businesses operated by the company is revoked.

The condition which must be met is a finding of administrative irregularity or breach of legislative, administrative or by-laws provisions or an expectation of «exceptionally serious» losses (art. 245, paragraph 1 i.c.). Therefore, the procedure may be initiated even if the company is already in extraordinary administration or ordinary liquidation. In addition to these conditions, there must also be a declaration of insolvency issued by the court where the company has its registered office, at the request of the creditors, the public prosecutors' office or directly by the court after consulting with IVASS (art. 248 c.c.). In this case, the ministerial ruling of compulsory administrative liquidation becomes a

---

<sup>33</sup> On compulsory administrative liquidation of insurance companies and, in particular, on the creditors' composition, see: BONACCORSI DI PATTI, *Brevi note sul concordato di liquidazione nel Codice delle Assicurazioni*, in *Dir. economia assicur.*, 2007, p. 3 *et seq.*

“compulsory act” (*atto dovuto* - art. 195, paragraph 4, B.L., as amended by legislative decree no. 5 of 9 January 2006).

It should be noted that, for insurance companies, the state of insolvency is determined not only if the conditions of art. 5 of the B.L. are met, but also in the event of «considerable, clear and non-transitional insufficiency of the capital assets necessary to satisfy commitments related to the insurance claims » (art. 248, paragraph 3 i.c.).

The proposal submitted to IVASS to subject the company to compulsory liquidation may be issued by the management body, through a resolution by the extraordinary shareholders’ meeting, by the extraordinary commissioners or by the liquidators. However, in the event of insolvency, such request is compulsory.

Starting on the date of issuance of the decree, all of the corporate bodies’ functions are terminated.

The ruling of admission to the procedure and the ruling of appointment of the corporate bodies are published in the *Gazzetta Ufficiale* and in excerpt form in the Official Gazette of the E.U. and the *Bollettino IVASS* (art. 247 i.c.).

The declaration of insolvency may be issued by the court even if the company is already subject to compulsory liquidation, at the request of the liquidation commissioners, the public prosecutors’ office or directly at the court’s initiative, or if the company is under extraordinary administration at the commissioners’ request (art. 248 i.c.). In any case, IVASS must be consulted in advance.

The initiation of the procedure produces the same effects that are typical of bankruptcy proceedings: no legal actions (whether in the context of recognition, enforcement or precautionary injunctive proceedings) may be commenced or continued against the company. The procedure for the formation of the list of creditors is initiated and, therefore, all claims must be verified in accordance

with the procedure provided under art. 252 i.c.. For insurance contracts still in force that were entered into by the company admitted to compulsory administrative liquidation, special provisions apply (art. 169 i.c.). They continue to cover the risks undertaken for a period of 60 days of publication of the ruling in the *Gazzetta Ufficiale* (except for compulsory insurance for civil liability for the circulation of vehicles and vessels, which continue to cover the risks until the expiry of the contract or the period for which the premium has been paid). However, the insured parties may, starting on such date, exercise their right of withdrawal (by registered letter with return receipt), which has effect starting on the day following the liquidation bodies' receipt of such notice of withdrawal.

The liquidation commissioners have the broadest possible powers with regard to the liquidation of the company's assets, although the most important acts are subject to IVASS' approval upon the supervisory committee's favorable opinion. They may transfer assets and liabilities *en bloc*, or sell the company and its business units, transfer the portfolio in its entirety or transfer its individual business units, without the foregoing amounting to a cause for dissolution of the contracts (art. 257 i.c.).

Once the liquidation of the company's assets has been completed, the liquidation commissioners proceed to allocate the proceeds among the creditors. Before the last allocation, the commissioners submit to IVASS, for purposes of filing with the court, the final liquidation financial statement, the cash flow statement and the most recent allocation plan together with a report prepared by them and a report prepared by the supervisory committee (art. 261 i.c.).

In all phases of the procedure, the commissioners or the company may be authorized by IVASS to submit to the court a creditors' composition proposal (art. 262 i.c.).

The same compulsory administrative liquidation procedure applies to the secondary branch in Italy of a company with registered office in a third party country or a re-insurance company with registered office in a member state or a third party state (art. 264).

A special legal framework applies where a recovery ruling or liquidation ruling is issued against a company with registered offices in another member state, in order to ensure that certain legal relationships that have arisen in Italy (employment relationships, contracts for the use or purchase of real properties, transactions on regulated markets, etc.) or certain *in rem* rights (over moveable assets or real assets) that are located in Italy (articles 267-274 i.c.) remain subject to Italian law.

*Luigi Farenga*

*Professore ordinario di Diritto  
Commerciale nell'Università degli Studi di  
Perugia*



## ABUSIVA ATTIVITÀ FINANZIARIA E REQUISITO TACITO DELLA STABILE ORGANIZZAZIONE: IL CASO “BANCA NELLA BANCA”\*

**ABSTRACT:** *L’art. 132 Tub punisce l’abusivo esercizio dell’attività finanziaria. La norma, che si colloca all’ultimo livello di protezione dell’attività finanziaria, è volta a garantire l’accesso al mercato da parte di quei soli soggetti i cui requisiti di professionalità, idoneità e onorabilità siano stati preventivamente verificati da parte da appositi organismi mediante un sistema di autorizzazioni e di consensi, in tal modo assicurando un presidio di natura sanzionatoria penale all’attività di controllo svolta da tali organismi. Tuttavia la sua “falla” riguarda proprio l’individuazione dei soggetti destinatari del precetto, ovvero dei soggetti sottoposti all’attività di controllo da parte degli organismi di vigilanza. La norma infatti, poco realisticamente, sembra guardare ad un autore individuale, che agisce solo e nell’assenza di strumenti e strutture organizzative, al di fuori e a prescindere dall’esistenza di un ente collettivo. Davvero irrealistico è che l’attività finanziaria di concessione di finanziamento e di credito possa poggiarsi sulle forze di un individuo isolato e privo di mezzi, considerando che qui non rilevano profili di illiceità attinenti all’usurarietà del tasso del finanziamento. Da qui il problema, che si posto in giurisprudenza, della necessità di richiedere, qualora il soggetto attivo agisca a prescindere da un collegamento funzionale con un ente collettivo ( non dimentichiamo che la fattispecie, al pari di molti reati bancari, non conosce un sistema di parallela responsabilità dell’ente da reato) debba fondarsi quanto meno sull’esistenza di un valida struttura organizzata senza la quale non vi sarebbe svolgimento abusivo di “attività” finanziaria, ma solo un singolo, isolato ed episodico atto di finanziamento, del tutto lecito.*

**SOMMARIO:** 1. I tre livelli della lotta all’abusivismo - 2. L’abusivo esercizio dell’attività finanziaria - 3. La tutela civilistica sanzionatoria a carico dell’ente - 4. Il problema dei soggetti attivi e il caso della “banca nella banca” - 5. Il requisito della stabile organizzazione

---

\* Contributo approvato dai revisori.

1. Il nucleo penalistico del testo unico bancario si apre con una articolata serie di norme che si pongono in una sorta di progressione, finalizzate a combattere il fenomeno dell'abusivismo: ricorrono l'abusiva attività di raccolta tra il pubblico del risparmio (art. 130), l'abusiva attività bancaria, relativa all'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e di erogazione del credito (art.131), l'abusiva emissione di moneta elettronica e di attività di prestazione di servizi di pagamento (art.131 bis e 131 ter), ed infine, l'abusiva attività finanziaria, relativa alla concessione di finanziamenti di microcredito e di confidi (art. 132), sulla quale ci concentreremo più in particolare.

A tali norme contenute nel Tub, concernenti l'attività bancaria in senso proprio, si collegano le norme in tema di abusivismo finanziario contenute nel Tuf, relative alle attività di intermediazione avente ad oggetto strumenti finanziari e - per completare il quadro - le fattispecie introdotte dalla legge antiusura del 1996: l'esercizio abusivo di attività di mediazione creditizia e l'indebito sviamento della clientela verso soggetti non abilitati all'esercizio dell'attività bancaria e finanziaria.

Tale fitta rete normativa è volta a presenziare l'accesso al mercato di soggetti i cui requisiti di onorabilità e professionalità siano stati verificati *ex ante* dagli organi di vigilanza. La finalità di tali disposizioni è quella di impedire che soggetti non autorizzati svolgano abusivamente attività bancaria, di raccolta del risparmio, di erogazione del credito e di concessione di finanziamenti. Pertanto, esse si presentano strutturate secondo lo schema dell'esercizio non autorizzato di un'attività, e svolgono una funzione di filtro e di tutela delle istituzioni di base del sistema finanziario e creditizio, il cui fondamento si rinviene nel principio di riserva dell'attività a soggetti previamente autorizzati e sottoposti ad un sistema di controllo di legittimità e adeguatezza sotto il profilo patrimoniale, della capacità professionale e della moralità.

E' infatti la particolare delicatezza degli interessi coinvolti, concernenti il momento della utilizzazione del risparmio e della sua trasformazione in capitale di finanziamento, ad indurre il legislatore a configurare l'attività bancaria e finanziaria come una attività sì di natura essenzialmente privata ed affidata ad imprese, ma il cui esercizio è subordinato al preventivo controllo e consenso da parte di organismi di controllo pubblico preposti alla tutela degli interessi del mercato e dei risparmiatori.

Invero, fino a un decennio fa, il contrasto all'abusivismo finanziario si articolava su tre piani.

In primo luogo, vi era il filtro civilistico rappresentato dal giudizio di omologa dell'atto costitutivo delle società di capitali, demandato al Tribunale. Una rigorosa e consolidata giurisprudenza civile negava infatti l'omologa alle società di capitali prive dei requisiti previsti dal d. lgs. n. 385/ 1993 non solo quando queste svolgevano attività finanziaria in via esclusiva, ma anche quando esercitavano attività finanziaria in via solo strumentale, attraverso l'inserimento, nell'oggetto sociale, di clausole di stile.

Tuttavia, a seguito dell'abrogazione dell'omologa della società, avvenuta con la legge 24.11.2000 n. 340, questo primo livello di tutela civilistica ha ceduto sostanzialmente il passo a quello amministrativistico. E' quindi quasi del tutto dissolto quel controllo preventivo sostanziale di legalità sulla costituzione delle società per azioni, che certo non è in linea con quelle le tendenze favorevoli ad un potenziamento dei controlli sul sistema finanziario e al recupero di controllo pubblico nell'economia<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> In senso critico della scelta di concentrare la tutela sul piano amministrativo e penalistico, MONTEDORO, *Art. 130, Abusiva attività di raccolta del risparmio*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, tomo IV, Cedam, Padova, 2012, p.2174 ss.

Al ridimensionamento dei controlli preventivi di natura civilistica, segue però una valorizzazione del controllo pubblico: l'esercizio delle attività finanziarie riservate agli enti iscritti all'apposito albo è subordinato al rilascio di un'autorizzazione da parte della Banca d'Italia. Tale secondo livello di controllo – di natura pubblica – si esprime nelle forme del provvedimento autorizzatorio, la cui concessione è subordinata alla verifica del possesso da parte del richiedente di una serie articolata di requisiti.

Infine, a tale tutela *ex ante* (incentrata sulla previa selezione dei soggetti ammessi ad esercitare le attività finanziarie riservate) si aggiunge la tutela *ex post* offerta dalle disposizioni penali sanzionatorie, le quali svolgono anch'esse una funzione essenzialmente preventiva (in relazione alla tutela di beni finali ulteriori rispetto a quello immediatamente protetto, consistente nella riserva di attività).

La disciplina (amministrativa e penale) di contrasto all'abusivismo finanziario fa parte di una strategia legislativa più ampia e articolata, tesa a far emergere il c.d. sommerso finanziario. Ed infatti il fondamento di questa tutela si rinviene nell'assunto criminologico secondo cui l'attività di intermediazione finanziaria costituisca luogo privilegiato per la commissione di reati quali l'usura, il riciclaggio e l'impiego di denaro, beni o utilità di provenienza illecita, e che, più in generale, tale settore possa essere infiltrato e utilizzato da organizzazioni criminali per consolidare il proprio potere economico illegale. Si impone, una «bonifica» dei soggetti che operano nel settore dell'intermediazione finanziaria, a tutela di un fascio di interessi connessi: l'affidamento dei fruitori dei servizi finanziari nella serietà, trasparenza e professionalità degli intermediari; l'uguaglianza e la corretta concorrenza tra operatori finanziari; la stabilità e la trasparenza del mercato finanziario. Tali beni finali sono tutelati, in via anticipata, attraverso un bene strumentale o «a offesa funzionale», rappresentato dalla

riserva di attività e dalle funzioni di controllo pubblico dell'autorità di vigilanza. Infatti le norme penali che puniscono l'abusivismo presidiano quei meccanismi giuridici finalizzati a garantire una selezione all'entrata, a garanzia della correttezza, affidabilità, legittimità dei soggetti che vi operano. Non si tratta solo di tutelare le prerogative dell'autorità di vigilanza, consentendole di dispiegare i propri poteri di controllo, quanto di garantire le pre-condizioni per il corretto funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso, a tutela della concorrenza e del risparmio. Il filtro all'accesso, la previa selezione degli intermediari finanziari e la loro sottoposizione alla fitta rete di controlli e obblighi di comunicazione previsti dalla legge garantiscono infatti una sorta di mappatura del mondo dell'intermediazione finanziaria, senza la quale ogni intervento penale a valle risulterebbe tardivo<sup>2</sup>.

In generale, tutte le fattispecie penali di abusivismo ricalcano lo schema tipico dei reati di pericolo astratto: ben può essere che il soggetto attivo, pur privo di autorizzazione, posseda di fatto tutti i requisiti sostanziali previsti dalla legge per operare sul mercato finanziario ma tuttavia, il legislatore incrimina l'esercizio delle attività finanziarie riservate, in assenza delle citate iscrizioni, in quanto individua nell'iscrizione una delle regole del gioco che consentono il corretto e trasparente funzionamento del mercato finanziario. L'esercizio non

---

<sup>2</sup> Cfr. FLICK, *Accessi al settore finanziario e segnalazioni degli intermediari: controlli, obblighi, responsabilità*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1994, p. 1207; LEMME, *Abusiva attività finanziaria*, in MARINI-PATERNITI (a cura di), *Dizionario dei reati contro l'economia*, Milano, 2000, p.15; PATERNITI, *Diritto penale dell'economia*, Torino, 1995, p.106; CASTALDO, *Accesso all'attività bancaria e strategie penalistiche di controllo*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1996, p. 88; RUGA RIVA, *L'abusivismo finanziario: questioni giurisprudenziali e profili di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim.dir.pen. ec.*, 2001, p. 537; LOSAPPIO, *La repressione penale dell'esercizio abusivo della raccolta di risparmio a repressione penale dell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, dell'attività bancaria e di intermediazione finanziaria nel TULB*, 2004, p.2195; ALFANO, *Art. 132, Abusiva attività finanziaria*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di Capriglione, tomo IV, Cedam, 2012, p.2225.

autorizzato di attività finanziaria appare un indice significativo di pericolosità, perché sottrae l'intermediario al filtro rappresentato dall'iscrizione, e alla conseguente rete di obblighi di comunicazione e informazione.

Si impone a questo punto una considerazione: la tutela del risparmio è del tutto estranea all'offesa ed allo spettro del disvalore delle norme che puniscono l'abusivismo. La diffusa opinione che i reati bancari tutelano il risparmio è il frutto della confusione, piuttosto frequente nella lettura dei reati economici, tra oggetto e scopo di tutela. Senza dubbio il controllo che la Banca d'Italia esercita sull'accesso al mercato bancario è, come ogni altra manifestazione delle funzioni di vigilanza, espressione dell'art. 47 della Costituzione; è, tuttavia, altrettanto certo ed evidente che il risparmio non figura tra gli elementi dei reati di abusivismo, ma resta esterno al fatto tipico. La tutela del risparmio, dunque, rappresenta solo uno scopo delle incriminazioni di abusivismo del Tub. Il loro centro di gravità, piuttosto, è la “regola del gioco” che prescrive ai soggetti che intendono accedere al mercato bancario di sottoporsi al controllo della Banca d'Italia. La ricerca dell'oggetto di tutela, quindi, deve essere incentrata sull'elemento focale dell'autorizzazione e si indirizza verso le funzioni della Banca d'Italia che appunto si manifestano in tale espressione di “consenso”.

2. Completa il quadro dei livelli di tutela predisposti avverso il fenomeno dell'abusivismo l'art. 132 bis Tub il quale assegna all'autorità di vigilanza, qualora vi sia il fondato sospetto che una società svolga attività finanziaria in violazione dell'art. 132, di denunciare i fatti al pubblico ministero affinché vengano adottati i provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c. ovvero di attivare direttamente all'autorità giudiziaria civile affinché venga dato inizio ad un procedura che – ove si accerti la sussistenza delle irregolarità denunciate – potrà portare all'adozione di provvedimenti come la revoca degli amministratori e dei

sindaci e la nomina di un amministratore giudiziale. In tal modo la Banca d'Italia può scavalcare l'organo della pubblica accusa e interloquire direttamente con il tribunale.

L'intervento degli organi giudiziari si rende necessario in quanto le società che svolgono abusivamente le attività riservate, non essendo iscritte all'albo, non risultano di fatto sottoposte alla vigilanza delle autorità e quindi agli accertamenti ispettivi da essa eventualmente disposti. In questi casi l'autorità di vigilanza non può far altro che innescare il livello successivo di tutela, ovvero quello sanzionatorio penale a carico della persona fisica incardinata nell'ente.

Diverso è il caso in cui la società presti servizi diversi ed ulteriori rispetto a quelli per cui è abilitata, in cui i livelli di tutela, amministrativo e civilistico sanzionatorio, si cumulano progressivamente.

Occorre evidenziare che la dottrina ha valorizzato la norma in una prospettiva latamente sanzionatoria dell'ente: essa rappresenta l'unico esempio di disposizione sanzionatoria, di natura squisitamente civilistica, che colpisce direttamente la società qualora vi sia un fondato sospetto di reato, in tal modo collegando i mezzi di controllo civilistico della legalità ad obiettivi di controllo e di contrasto di forme di criminalità economica organizzata.

Tale reazione sanzionatoria che vede come destinatario direttamente l'ente, accessoria rispetto alla sanzione penale applicabile alle persone fisiche, assume un rilievo particolare in considerazione del fatto che l'abusivismo finanziario è un fenomeno che interessa essenzialmente organismi imprenditoriali meta individuali, in un panorama internazionale nel quale gli enti bancari, nello svolgimento della attività bancaria in se e per sé considerata, godono di una certa franchigia penale, in assenza di una estensione della responsabilità amministrativa da reato dell'ente per l'ipotesi di reati bancari commessi da persone nell'interesse o a vantaggio dell'ente.

Presupposto di operatività di tale meccanismo sanzionatorio è che l'illegittimo svolgimento dell'attività sia riferibile ad una società ed in particolare ad una società per azioni, ad una società in accomandata per azioni e società cooperative. La norma sarebbe quindi inoperante per le imprese individuali, le società di fatto e le società di persone regolari e a responsabilità limitata; per tali casi, l'unico rimedio sanzionatorio è affidato alla sanzione penale a carico della persona fisica autore dell'illecito, con esclusione di ogni corresponsabilizzazione della società per il reato commesso a suo vantaggio o interesse. Ed infatti la natura privatistica dell'attività bancaria consente di individuare poche ipotesi di reato presupposto ai fini della previsione di una eventuale correlata responsabilità diretta in capo all'ente ex decreto 231 del 2001 (sono le sole ipotesi di delitti di falso, di reati contro la P.A. connessi all'erogazione di finanziamenti pubblici, dei reati societari e della normativa antiriciclaggio commessi a vantaggio o nell'interesse dell'ente)<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Il decreto 231 del 2001 prevede un'eventuale responsabilità dell'ente per alcuni reati presupposto. Si annoverano i reati societari che, in forza del richiamo contenuto nell'art. 135 Tub, sono applicabili a coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso banche, anche se non costituite in forma societaria e per i quali è prevista una eventuale responsabilità a carico dell'ente.

Costituiscono inoltre reati presupposto la malversazione a danno dello Stato, l'indebita percezione di erogazioni a danno dello Stato, la truffa aggravata per il conseguimento di erogazioni pubbliche. Tali norme sono finalizzate alla repressione dei fenomeni di “frode nelle sovvenzioni pubbliche”, con riferimento sia alle ipotesi di indebita captazione che a quelle di illecita utilizzazione di risorse pubbliche. Si ricorda che la nozione di *finanziamento pubblico* ricomprende tutti quei rapporti in cui la temporanea creazione di disponibilità finanziarie avviene per intervento diretto o indiretto dei pubblici poteri ed in cui l'utilizzazione per il fine convenuto corrisponde ad uno specifico interesse pubblico, di volta in volta individuato. L'erogazione indebita o abusiva di finanziamenti privati esorbita dall'applicazione del decreto 231 e non consente di ravvisare una correlata responsabilità a carico dell'ente.

Il decreto legislativo n.231 del 2001 prevede altresì la possibilità di individuare una responsabilità dell'ente nell'ipotesi in cui siano realizzati nel suo interesse i reati previsti dagli artt. 453, 454, 455, 459, 460, 461 e 464 c.p. posti a tutela della *fede pubblica*, ossia dell'affidamento sociale nella genuinità ed integrità di alcuni specifici simboli, essenziale ai fini di un rapido e certo svol-



3. L' art. 132 Tub, uno dei pochi reati bancari a godere di una certa applicazione giurisprudenziale, concerne quel segmento di attività bancaria che riguarda l'abusiva erogazione di finanziamenti in difetto dei requisiti di autorizzazione prescritti dall'art. 107 o dei requisiti di iscrizione negli elenchi dei soggetti operanti nel settore del microcredito o dei confidi, rispettivamente previsti dagli artt. 111 e 112 Tub. In particolare, la norma subordina la liceità dell'esercizio dell'attività di intermediazione finanziaria a due requisiti di carattere amministrativo che esprimono un certo intensificarsi del controllo amministrativo: la previa iscrizione dell'intermediario finanziario ad un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia (di cui all'art. 106) e la autorizzazione all' svolgimento dell'attività da parte della Banca d'Italia. Iscrizione e autorizzazione costituiscono i requisiti di liceità dell'attività.

L'introduzione in generale della necessità di un'autorizzazione affinché gli intermediari iscritti all'albo possano esercitare la propria attività costituisce un'innovazione di rilievo rispetto al passato, in cui il momento autorizzatorio rappresenta un ulteriore passaggio di quella scala di controlli amministrativi cui è soggetto chi vuole svolgere attività finanziaria di concessione di finanziamenti.

Le società di intermediazione finanziaria iscritte all'albo previsto dall'art. 106 Tub possono esercitare la propria attività di intermediazione finanziaria solo se espressamente autorizzate dall'organismo di controllo pubblico e purché possiedano i requisiti indicati dall'art. 107 del Tub: il controllo è finalizzato a verificare la capacità di una sana e prudente gestione e consiste nella verifica dei

---

gimento del traffico economico. Assumono, in particolare, rilievo penale le condotte idonee a mettere in pericolo la certezza e l'affidabilità del traffico monetario, quali, ad esempio, la contraffazione o l'alterazione di monete, o l'acquisizione o la messa in circolazione di valori falsificati da terzi.

requisiti di legge (forma giuridica di società per azioni, sede legale nel territorio italiano, programma dell'attività e descrizione struttura organizzativa, unitamente all'atto costitutivo e statuto, assenza di situazioni di conflitto di interessi).

L'art. 132 Tub si presenta oggi, a seguito delle numerose modifiche, in una versione essenziale: con la previsione di un unico albo degli intermediari finanziaria in possesso dell'autorizzazione di cui all'art. 107 e con il superamento della passata distinzione tra gli intermediari iscritti nell'elenco generale e intermediari iscritti nell'elenco speciale, i due previgenti commi sono stati riuniti in un'unica disposizione. Inoltre, con il venir meno della categoria dei soggetti non operanti nei confronti del pubblico iscritti nell'elenco generale, è stata abrogata la contravvenzione precedentemente prevista nel comma 2.

Ancora, a seguito della introduzione della disciplina del microcredito nell'art. 11 che in deroga all'art. 106 riserva la concessione di piccoli prestiti a soggetti iscritti in un apposito elenco e con la revisione della disciplina dei confidi – l'ambito di applicazione del delitto di abusivismo finanziario è stato esteso anche all'esercizio dell'attività finanziaria in difetto dell'iscrizione in tali specifici elenchi. Non va dimenticato che il d.lgs. 2010 n. 141 ha ridefinito l'attività finanziaria, incidendo sulla fattispecie in modo rilevante. È stato infatti ridefinito l'ambito della riserva di attività degli intermediari finanziari, limitandola alla sola attività di concessione di finanziamenti. Conseguentemente solo l'esercizio abusivo di tale attività nelle sue varie forme integra il delitto in questione, con esclusione di ogni altra attività di intermediazione in cambi.

Va precisato che ai fini della integrazione dell'art. 132 Tub il danaro impiegato per l'erogazione dei finanziamenti non può essere quello raccolto svolgendo collette non autorizzate di risparmio; altrimenti sarebbe applicabile l'art. 131 che punisce la raccolta del risparmio tra il pubblico e l'erogazione del credito. Il confronto tra gli artt. 131 e 132 chiarisce che il legislatore ha previsto

due distinti titoli di responsabilità penale, uno per il caso in cui, in assenza dell'autorizzazione bancaria, siano svolte congiuntamente l'attività creditizia e la raccolta del risparmio, e l'altro per l'ipotesi che l'attività di intermediazione finanziaria non sia preceduta oppure accompagnata dalla raccolta; da qui la conclusione che l'art. 132 riguarda solo il caso in cui il danaro erogato con le operazioni attive non sia stato conseguito mediante le operazioni passive previste dal combinato disposto degli artt. 130 – 131 Tub<sup>4</sup>.

4. La natura di reato di pericolo propria dei reati di abusivismo impone una serie di considerazioni in ordine ai requisiti strutturali della fattispecie in esame, senza i quali l'anticipazione della soglia della punibilità rischierebbe di anticipare eccessivamente il fuoco di tutela penale.

Va però preliminarmente fatta una considerazione relativa ai soggetti autori del reato: il pronome indefinito "chiunque" con il quale la norma incriminatrice identifica il soggetto attivo del fatto punito, varrebbe secondo la comune opinione a qualificare il reato come comune. Del resto, la circostanza che la norma punisca lo svolgimento dell'attività di intermediazione finanziaria senza la prescritta autorizzazione o iscrizione all'elenco di cui all'art. 111 Tub, sembra far propendere per l'idea che chiunque, ovvero un qualsiasi soggetto persona fisica, a prescindere dal possesso di particolari qualifiche soggettive, possa commettere l'illecito.

Ferma restando l'impossibilità di ravvisare una responsabilità diretta e concorrente dell'ente cui appartiene il soggetto attivo persona fisica, non essendo i reati bancari reati presupposto ai fini dell'applicazione del decreto 231 del 2001, si tuttavia pone il problema di individuare il vero sostanziale soggetto a vantaggio del quale viene realizzata abusivamente l'attività finanziaria, e di

---

<sup>4</sup> Così LOSAPPIO, *La repressione delle condotte di abusivismo*, cit.

comprendere se, al di là delle parole usate nel descrivere la fattispecie, il legislatore non abbia perso di vista l'obiettivo di colpire lo svolgimento stabile, strutturato e organizzato in forma societaria di fatto o legalmente riconosciuta - purchè non occasionale o isolato di un'attività finanziaria a prescindere dalla sottoposizione dei controlli amministrativi preventivi necessari. Ci si chiede quindi se la persona fisica autore del reato non debba necessariamente agire all'interno di una struttura organizzata, anche nella forma della società di fatto.

Occorre tenere conto che il medesimo richiamo all'art. 106 Tub sembra convalidare quest'ultima affermazione, facendo ritenere che l'attività illecita nella pratica realtà debba essere sempre ascrivibile ad organismi meta individuali, anche se sforniti della forma giuridica della società per azioni, o anche ad enti di fatto, privi del tutto di personalità giuridica. Inoltre, anche l'art. 10 statuisce che l'attività bancaria ha “carattere di impresa” ed è riservata alle banche.

Da qui la conclusione secondo cui l'autore persona fisica, quale soggetto attivo del reato, deve necessariamente agire quale apicale di un ente di qualunque natura anche sfornito di personalità giuridica e quindi nell'ambito di una struttura societaria.

In tali casi, giustamente si è fatto notare che il soggetto attivo comune del reato si specifica nella persona di colui che, in quanto soggetto titolare di cariche apicali, avrebbe dovuto richiedere (ed ottenere) la prescritta autorizzazione.

Ma la fattispecie è configurabile anche qualora l'attività finanziaria sia posta in essere da un mero dipendente, privo di una posizione apicale e non legittimato a rappresentare l'ente; in proposito, si è ipotizzato il caso del dipendente che esercita un'attività di intermediazione finanziaria, ulteriore e diversa rispetto a quella cui l'ente è abilitato, ed intrapresa *sua sponte* e a proprio vantaggio, in violazione dei propri poteri e competenze d'ufficio.

Resta da risolvere tuttavia un interrogativo: essendo strutturata secondo il modello dell'autore individuale, la condotta di svolgimento non autorizzato di attività di intermediazione finanziaria può essere ascrivibile ad una persona fisica anche quando questa non opera all'interno di una adeguata, solida e complessa struttura organizzativa? Può il singolo agente svolgere abusivamente un'attività finanziaria, senza avvalersi di una idonea struttura organizzata imprenditoriale?

Invero, la questione si è posta a proposito del caso del direttore di banca che "agisce in proprio", svolgendo nei confronti del pubblico e al di fuori dei limiti della propria attività istituzionale, attività bancaria e di concessione di finanziamenti, ovvero della liceità della condotta del dirigente bancario che crea una vera e propria "banca nella banca", abusando cioè delle proprie funzioni e delle proprie competenze, consistente nell'effettuare indebite distrazioni di denaro liquido e nella concessione di una serie di finanziamenti abusivi svolti al di fuori delle disposizioni di legge e sottratti al controllo degli organi preposti. Oltre alla riconducibilità della condotta nell'ambito dei reati contro il patrimonio (quali la truffa e l'appropriazione indebita) ricorre la violazione dell'art. 132 Tub, quanto alle condotte di concessione di finanziamenti abusivi?

5. La giurisprudenza ha spesso affrontato un profilo concernente la connotazione della condotta di abusivismo finanziario, nel senso della sua integrabilità con un singolo atto di finanziamento o con un'essenziale pluralità di comportamenti rivolti al pubblico. Si è infatti posto il problema della natura istantanea o abituale del delitto *de quo*, da cui discende, con enorme importanza pratica, la diversa decorrenza del termine di prescrizione. In proposito, occorre fare cenno a diversi orientamenti interpretativi.

Secondo il primo, deve escludersi la necessità di una pluralità di comportamenti per l'integrazione del reato di finanziamento abusivo, né si richiede, ai fini dell'integrazione del reato, una stabile organizzazione o una specifica professionalità<sup>5</sup>. Secondo tale orientamento *"è qualificabile come abusivo esercizio di attività finanziaria la condotta di chi abitualmente eroghi a un numero indeterminato di persone (nella specie, i clienti di un supermercato gestito dalla moglie) somme di denaro a fronte della cessione di assegni e cambiali a prescindere dalla sussistenza di una adeguata struttura organizzativa"*<sup>6</sup>.

Si è persino ritenuto sufficiente l'erogazione anche di un solo finanziamento in violazione dell'obbligo di iscrizione negli elenchi di cui agli articoli 106 e 113 del d.lgs. 385/93 e che anche un finanziamento rivolto ad una cerchia ristretta di persone sia sufficiente a configurare il reato di esercizio abusivo di attività finanziaria.

Questo indirizzo è in parte seguito da altra decisione che, pur concordando sulla sufficienza di un unico atto per la consumazione del reato, propone tuttavia una lettura della norma in esame, alla luce del riferimento, contenuto nel Tub, al contesto in cui opera l'autore dell'attività abusiva e alla necessità di una struttura organizzata di mezzi: *"Ciò comporta la necessità di un'organizzazione professionalmente strutturata, con modalità e strumenti idonei per la concessione sistematica di un numero indeterminato di mutui e finanziamenti, rivolgendosi a un numero di persone potenzialmente vasto ..."*<sup>7</sup>.

La questione della rilevanza penale di una valida struttura professionalmente organizzata ai fini della integrazione del reato di esercizio abusivo di attività finanziaria ha quindi determinato un vero e proprio contrasto di posizio-

---

<sup>5</sup> Cfr. Cass. pen. sez. 2, 10 giugno 2009 n. 29500.

<sup>6</sup> Cfr. Cass. sez. 5, 6 febbraio 2007 n. 10189.

<sup>7</sup> Cfr. Cass. pen. sez. 2, 2 ottobre 1997 n. 5285, in *Riv. pen.* 1998, p. 148 e in *Giust. pen.*, 2000, 2, p. 103; Cass. pen. Sez. 2 14 dicembre 2004 n. 1628.

ni. Tale contrasto è stato superato in giurisprudenza con i seguenti argomenti, finalizzati a chiarire la natura istantanea o abituale della condotta.

Si è rilevando che la delimitazione della configurabilità del reato in esame è diretta a escludere, dall'area dell'abusivismo finanziario, solo le attività svolte in maniera episodica e occasionale, mentre pone come condizione di ascrivibilità che l'esercizio di attività di intermediazione finanziaria sia svolto in modo continuativo e prestabilito.

Prendendo spunto da autorevole dottrina, si rileva che il legislatore ha delineato la condotta in modo da segnalare all'interprete il connotato dell'abitualità: "svolgimento", "attività" sono termini che esprimono entrambi, nel contesto della presente descrizione: a) una reiterazione di comportamenti, aventi come destinatari soggetti passivi in misura potenzialmente illimitata; b) non una condotta tipica unitaria, ma categorie differenziate, collocabili comunque nell'alveo della tipicità delimitato dall'art. 106 (al pari delle condotte tipiche, proprie delle varie professioni, di cui all'art. 348 c.p.).

La condotta delineata nella formula esprime, in prima lettura, la volontà del legislatore di punire un'effettiva reiterazione di comportamenti che, come singoli, potrebbero anche essere leciti e comunque non hanno rilevanza penale agli effetti della realizzazione del reato in esame: basti pensare alla disciplina del codice che facoltizza il privato a stipulare contratti di mutuo o di sconto di titoli di credito, contro prestazione di interessi non usurari.

Ne segue quindi che per la realizzazione dell'ipotesi criminosa non basta la singola attività di finanziamento, di erogazione del credito, o di raccolta del risparmio nell'ambito di categorie limitate di soggetti, che ben potrebbero essere delle attività del tutto lecite (o eventualmente penalmente illecite se riconducibili nei reati contro il patrimonio di truffa o appropriazione indebita, qualora ne ricorrano i requisiti) ma una reiterazione della condotta. La reiterazione della

condotta, anche se di per sé lecita, può presentare un profilo di pericolosità tale da legittimare il ricorso alla sanzione penale.

Qualora invece si tratta d un solo episodio, si richiesto, ai fini dell'integrazione della fattispecie, un *quid pluris* costituito dalla creazione di una vera e propria struttura professionale organizzata destinata a svolgere attività finanziaria, elemento che rivela un forte indice di pericolosità per il mercato del credito e per la tutela degli interessi dei risparmiatori investitori e quindi per il mercato. L'esistenza di una struttura organizzata adeguata è potenzialmente idonea a produrre effetti distorsivi sul mercato del credito a seguito dell'immissione di soggetti non previamente sottoposti ad un controllo di adeguatezza e legalità.

Ne segue quindi che qualora il soggetto attivo agisca in proprio, ovvero per obiettivi personali e a prescindere dall'ente, per la realizzazione della presente ipotesi criminosa a carico del soggetto persona fisica è necessaria una ripetizione di atti, i quali acquistano rilevanza penale solo per effetto della loro reiterazione nel tempo, collegati da un nesso di abitudine. La condotta di chi cede la disponibilità di una somma di denaro o comunque realizza una delle condotte descritte dall'art. 106 cit. Tub, in maniera occasionale e isolata al più potrà integrare un illecito di vario tipo (civile, penale, deontologico) ma non il reato *de quo*, salvo che il singolo episodio sia espressione di una ideonea e ben attrezzata società.

Come è stato correttamente rilevato dalla dottrina, la "bonifica" dei soggetti che operano nel settore dell'intermediazione finanziaria è diretta alla tutela di una serie di interessi connessi: l'affidamento dei fruitori nella serietà e nella trasparenza e professionalità degli intermediari; l'uguaglianza e la corretta concorrenza tra gli operatori; la stabilità e la trasparenza del mercato finanziario. Una condotta di intermediazione abusiva, realizzata in maniera reiterata, è



idonea a determinare il reato di pericolo astratto e a giustificare l'intervento punitivo del legislatore, sulla base di una presunzione di matrice empirica: l'esercizio non autorizzato di attività finanziaria è comunque indice significativo di pericolosità per gli interessi giuridici sopra elencati, perchè sottrae l'intermediario - inserito abusivamente nel mercato finanziario e in diretto contatto con i risparmiatori – al filtro dell'iscrizione e alla conseguente rete di obblighi e di controlli predisposta dalla legge.

Alla luce delle suesposte finalità di tutela perseguite dal legislatore, non può razionalmente ascriversi il reato in esame alla sola ipotesi di condotta reiterata, ma anche a quella costituita da un unico comportamento purchè questo singolo episodio sia imputabile ad un soggetto esponenziale di una struttura professionalmente organizzata.

Il reato di pericolo previsto e punito dal legislatore può dirsi quindi realizzato, anche a fronte di un singolo fatto di abusivismo finanziario, purchè questo sia valutabile come espressione della capacità operativa di un organismo che si è materializzato nella struttura idonea a far confluire flussi finanziari e servizi bancari verso un numero di soggetti potenzialmente illimitato. In questa ipotesi si attaglia ancora di più il significato del termine "svolge", in quanto riferito a un'organizzazione con carattere di professionalità, sia pure abusiva, l'unica idonea a proiettarsi operativamente in così vasti rapporti con il pubblico, anche se tale operatività sia stata colta ed accertata in occasione di una singola operazione abusiva.

Complessivamente si può ritenere che ci troviamo dinanzi a un delitto eventualmente abituale; il reato di abusivismo finanziario, è commesso sia da chiunque, all'interno di una struttura di carattere professionale ed idonea, realizza una attività finanziaria senza essere iscritto nell'elenco previsto dal medesimo articolo, sia da chiunque compie queste operazioni protratte nel

tempo, collegate da un nesso di abitudine, pur senza essere esponenziale di un'organizzazione professionalmente strutturata.

L'esercizio abusivo, pertanto, richiede professionalità ed una seppur minima organizzazione strumentale alla raccolta del risparmio e all'esercizio del credito. Il dato estrinseco della pluralità di atti tipici, quindi, non basta laddove la successione di finanziamenti o depositi sia del tutto occasionale e scollegata da una struttura, pur ridotta ai minimi termini, che la supporti e ne garantisca l'ulteriore prosecuzione.

Questa conclusione è supportata da una attenta esegesi delle norme contenute nel Tub. Ad esempio, il rinvio contenuto negli artt. 130 e 131 alla disciplina degli art. 10 e ss. impone di ritenere che l'attività abusiva debba presentare le stesse note strutturali dell'attività bancaria autorizzata, non esclusa la imprenditorialità. Se non si dà attività bancaria che non sia esercitata nella forma dell'impresa, lo stesso deve valere per l'attività abusiva che ne ripete i principali contenuti.

Deve concludersi che il concreto svolgimento della attività abusiva può concernere sia enti meta individuali che persone fisiche purchè dotate di un minimo di struttura organizzata dotata di mezzi e supporti. Il requisito della esistenza di una struttura organizzativa adeguata sembra svelare il vero volto dell'autore del reato di abusivismo: non un singolo individuo, ma una struttura potenzialmente idonea a collocarsi nel mercato sfuggendo alle funzioni di controllo affidate all'autorità di vigilanza.

Ciò induce ad individuare un soggetto attivo complesso, che non si identifica in una sola persona fisica: il requisito tacito richiesto dalla giurisprudenza, che richiede un *minimum* di struttura organizzativa, va oltre le limitate possibilità di azione di una sola persona fisica, richiedendo, quantomeno al pari dei reati associativi, una struttura organizzata minima e quindi una partecipazione di un

numero minimo di persone e una dotazione di mezzi idonei. Si svela la vera difficoltà pratica dell'attuazione della norma: l'essere rivolta ad un soggetto individuale, malgrado l'attività illecita posta in essere sia riconducibile ad un soggetto complesso, ovvero un ente.

*Maria Beatrice Magro*

*Professore associato di Diritto Penale  
nell'Università degli Studi "Guglielmo Marconi"*

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**TRIBUNALE DI VENEZIA, 26 LUGLIO 2012**

**- Pres. Farini - Marra - Est. Fidanzia.**

**MUTUO FONDIARIO - CONCESSIONE - NATURA IMPERATIVA DELLA  
NORMATIVA - NATURA PUBBLICA DEGLI INTERESSI TUTELATI  
- LIMITE DI FINANZIABILITÀ - VIOLAZIONE DELLA NORMATIVA DI  
CUI ALL'ARTICOLO 38, COMMA 2, DEL TUB ED ALLA DELIBERA  
CICR DEL 22 APRILE 1995 - NULLITÀ.**

*In tema di mutuo fondiario, la violazione della normativa di carattere secondario di cui all'articolo 38, comma 2, del TUB ed alla delibera CICR del 22 aprile 1995 costituisce violazione di norme primarie, poiché è la stessa legge a demandare l'integrazione del precetto legislativo a dette norme secondarie. Ne consegue che il mancato rispetto del limite di finanziabilità dettato dalla normativa sul credito fondiario dà luogo alla nullità del contratto ai sensi dell'articolo 1418 c.c., dovendosi ritenere che la determinazione dell'importo massimo finanziabile attenga alla struttura del contratto stesso.*

*La stima di un immobile redatta per individuare il limite di finanziabilità di un mutuo fondiario deve attenersi alle norme di cui all'articolo 38, comma 2, del TUB ed alla delibera CICR del 22 aprile 1995 ed esprimere un prudente apprezzamento sulla futura negoziabilità dell'immobile, tenendo anche conto di tutte le circostanze che potrebbero modificarne il valore nel momento in cui debitore divenisse inadempiente e subisse l'esecuzione (nel caso di specie, è stata ritenuta corretta la stima effettuata sulla base dei parametri delle maggiori banche dati di società operanti sul territorio nazionale che si occupano di quotazioni immobiliari ed è stata censurata la stima della banca perché non aveva tenuto conto dei pregressi finanziamenti).*

### FATTO

La ricorrente ha proposto opposizione avverso il decreto, comunicato in data 23 luglio 2010, con il quale il Giudice Delegato ha dichiarato esecutivo lo stato passivo, nella parte in cui ha rigettato l'ammissione del suo credito di Euro 2.180.714,01, vantato con il privilegio ipotecario, oltre agli ulteriori interessi ai sensi degli artt. 2855 c.c. e 54 L.F. La motivazione del rigetto dell'istanza di insinuazione della banca è stata la seguente: "Respinta in quanto contratto nullo per superamento dell'ammontare massimo del finanziamento ex art. 38 T.U.B. e delibera CICR 22.4.1995, alla luce dell'integrazione di perizia eseguita su incarico degli organi della procedura".

La ricorrente, premesso che il finanziamento concesso alla società poi fallita si era inserito nell'ambito di un'operazione in "pool" avente ad oggetto l'erogazione della somma complessiva di Euro 7.500.000.000 cui avevano partecipato (Omissis) S.p.A. e (Omissis) S.p.A. e (Omissis) per le quote di rispettivamente Euro 3.000.000,00, Euro 2.500.000,00 e Euro 2.000.000,00 esponeva in fatto che non era stato superato il limite di finanziabilità di cui al combinato disposto dell'art. 38 comma 2° T.U. Bancario e delle delibere dell'Autorità di Vigilanza (CICR e Banca d'Italia) in relazione alla correttezza e congruità della stima effettuata dal perito incaricato dalla stessa banca - che aveva stimato il valore dell'immobile pari a Euro 13.000.000 da preferirsi al valore di Euro 9.203.500 stimato dal perito incaricato dalla procedura - ed al rilievo che nell'importo finanziabile non dovevano essere considerati, come ritenuto dalla procedura, i finanziamenti pregressi in quanto già estinti al momento in cui le banche componenti del pool hanno effettuato l'erogazione del nuovo finanziamento.

In particolare, con riferimento alla stima dell'immobile, il perito della procedura si era avvalso di fatti del tutto ignoti ed imprevedibili e non conosciuti

e/o conoscibili al momento della stima da parte del perito della banca, come il drastico crollo del mercato immobiliare negli anni successivi al 2006.

Né la curatela aveva indicato quali specifiche circostanze di fatto, tali da influire negativamente sulla dedotta "futura negoziabilità" del compendio, sarebbero state obliterate dal perito di cui si era avvalsa la banca.

In diritto, la ricorrente assumeva che le conseguenze della eventuale violazione della normativa sul credito fondiario dettata dalle Autorità di Vigilanza del settore (Banca d'Italia e CICR) - che ha natura meramente secondaria e regolamentare - devono giacere tutte all'interno di tale normativa e possono al più consistere nella irrogazione di una sanzione amministrativa e non possono quindi dar luogo alla sanzione della nullità virtuale e ciò anche per la considerazione che l'ordinamento bancario non mirerebbe ad impedire né disapprovare il contratto di finanziamento che configga con la disciplina di vigilanza sui limiti del fondiario ma soltanto l'impiego che la banca ha compiuto.

La sanzione, pertanto, si situerebbe sul piano del comportamento della banca e non già dell'atto, analogamente a quanto ritenuto dalla giurisprudenza di legittimità con riferimento alla violazione degli obblighi sanciti dalle deliberazioni Consob in materia di servizi di investimento.

In ogni caso, la ricorrente assumeva che la eventuale nullità non poteva comportare il travolgimento dell'intero contratto, integrandosi al limite una fattispecie di nullità parziale ed essendo comunque possibile la conversione del contratto di mutuo fondiario in mutuo "ordinario" ai sensi dell'art. 1424 cod. civ.

L'opposizione non è fondata e va pertanto rigettata.

In primo luogo, va osservato che la banca ricorrente ha violato la disciplina sul mutuo fondiario, dovendosi ritenere senz'altro superato il limite di finanziabilità di cui al combinato disposto dell'art. 38 comma 2° TUB e della delibera CICR del 22.4.1995.

Infatti, premesso che, come evidenziato dalla stessa opponente nel ricorso ex art. 98-99 L.F., la direttiva 2000/12/CE definisce come valore del credito ipotecario quello "determinato da un perito in base ad un prudente apprezzamento della futura negoziabilità dell'immobile stesso tenendo conto degli aspetti durevoli a lungo termine dell'immobile, delle condizioni normali e locali del mercato, dell'uso corrente dell'immobile e dei suoi appropriati usi alternativi", la stima effettuata dal perito incaricato dalla banca non rispetta i criteri prudenziali indicati nella citata direttiva.

In particolare, dall'esame della stima effettuata da tale perito (vedi pagg. 9-11) emerge che quest'ultimo ha valutato sia i terreni che gli edifici ad uso industriale e commerciale sulla base dei prezzi di mercato dell'epoca con riferimento ad immobili della medesima tipologia e caratteristiche e ciò in violazione della direttiva 2000/12/CE che impone al tecnico di non limitarsi a stimare il possibile valore di realizzo o di mercato dell'immobile al momento dell'erogazione del finanziamento ma di tenere conto di tutte le circostanze che in futuro potrebbero modificare il valore dello stesso immobile nel momento in cui il debitore divenisse inadempiente e subisse l'esecuzione.

Il perito della procedura ha invece correttamente effettuato la stima sulla base dei parametri delle maggiori Banche Dati di società operanti sul territorio nazionale che si occupano di quotazioni immobiliari, quali (Omissis) S.p.A. e l'Osservatorio del Mercato Immobiliare (OMI), determinando valori inferiori che - oltre ad apparire più attendibili rispetto a quelli indicati dal tecnico della banca in quanto calcolati sulla base di criteri più oggettivi - rispondono in modo più adeguato all'ottica prudenziale richiesta dalla direttiva europea.

Dunque, la stima inferiore indicata dalla procedura non dipende da circostanze del tutto ignote ed imprevedibili e non conosciute e/o conoscibili al momento della stima da parte del perito della banca (come il drastico crollo del mercato immobiliare negli anni successivi al 2006), ma da rilevazioni, quali



quelle di (Omissis) e soprattutto dell'Osservatorio OMI, che anche il perito della banca al momento della stima avrebbe potuto e dovuto considerare.

Va inoltre osservato che nella determinazione dell'importo massimo finanziabile deve tenersi conto necessariamente anche dell'ammontare dei finanziamenti pregressi erogati dal pool di banche - pari a Euro 2.068.576,47 - non avendo la ricorrente fornito prova idonea dell'avvenuta estinzione di tali debiti da parte della società fallita prima dell'erogazione del nuovo finanziamento. A tal proposito, si condivide l'impostazione della curatela secondo cui la documentazione prodotta in giudizio dall'opponente per dimostrare l'avvenuto pagamento dei debiti pregressi è priva di data certa e come tale non opponibile al fallimento, né peraltro è ammissibile la richiesta di prova testimoniale formulata dall'istituto bancario a tal fine, ponendosi tale istanza istruttoria in contrasto, in relazione all'ingentissimo ammontare del credito vantato dalla banca e all'opposizione della procedura all'espletamento di tale prova, con il combinato disposto degli artt. 2721 e 2726 cod. civ.

Deve pertanto ritenersi che, avuto riguardo al valore degli immobili di cui è causa (Euro 9.203.500,00) e cumulando l'ultimo importo erogato dal pool di banche a titolo di finanziamento (Euro 7.500.000,00) con i finanziamenti pregressi (Euro 2.068.576), effettivamente emerge che, come sostenuto dalla curatela, il pool di banche ha concesso un finanziamento equivalente ad oltre il 100% del valore complessivo dei beni, senza che fosse neppure fornite garanzie integrative e ciò in palese violazione della disciplina sul credito fondiario.

In ordine alle conseguenze derivanti dalla violazione del combinato disposto dell'art. 38 TUB e della delibera CICR del 1995, va premesso che se è pur vero che le norme dettate dalle Autorità di Vigilanza hanno normalmente natura secondaria e regolamentare, acquistano, tuttavia, la dignità di norme primarie ove sia la stessa legge a demandare l'integrazione del precetto legi-

slativo alle norme secondarie, esattamente come la disposizione di cui all'art. 38 comma 2° TUB che ha stabilito il massimo importo finanziabile per il mutuo fondiario demandando la sua individuazione alla delibera CICR.

Ne consegue che la banca che non osserva la disposizione di cui alla delibera CICR in oggetto viola, in realtà, la legge.

Va inoltre osservato che non può essere messa in discussione la natura imperativa delle norme che disciplinano la concessione del credito fondiario, essendo tali norme poste a presidio non solo degli interessi del sistema bancario, ma anche a tutela del regolare andamento dell'economia, venendo in gioco interessi di natura pubblica.

È infatti evidente che se gli istituti di credito erogano finanziamenti spropositati rispetto al valore dei beni posti a garanzia di tali finanziamenti, l'eventuale mancato recupero del credito arreca pregiudizio non solo agli istituti medesimi ma a tutto il sistema bancario nonché all'economia in generale (è fatto notorio che all'origine della bolla immobiliare e della conseguente crisi del 2008 vi è la sopravvalutazione del valore degli immobili e la concessione di crediti da parte degli istituti bancari soprattutto statunitensi a soggetti che non fornivano sufficienti garanzie).

Il mancato rispetto del limite di finanziabilità dettato dalla normativa sul credito fondiario (come detto, avente natura imperativa) dà luogo alla nullità del contratto ex art. 1418 cod. civ., dovendosi ritenere che la determinazione dell'importo massimo finanziabile attenga propriamente alla struttura del contratto di credito fondiario, soprattutto adesso che non è più richiesto normativamente né il collegamento tra scopo perseguito dal mutuatario e somme erogate con vincolo di utilizzazione della somma erogata ad una specifica destinazione, né che l'ente erogatore sia un istituto specializzato di credito fondiario (potendo tutte le banche erogare tale tipo di credito).

Il riferimento effettuato dalla parte ricorrente alle conseguenze (non riconducibili alla nullità) derivanti dalla violazioni di norme imperative in materia di servizi di investimento, aventi ad oggetto obblighi comportamentali, non appare conferente nel caso di specie, atteso che il limite di finanziabilità previsto dal combinato disposto degli artt. 38 TUB e della delibera CICR 22.4.1995, proprio perché connota il credito fondiario, attiene ad un elemento estrinseco della fattispecie negoziale, relativo quindi alla struttura-contenuto del contratto di mutuo fondiario, con la conseguenza che il superamento di tale limite non può che determinare la nullità del contratto (vedi sul punto Cass. 19.9.2005 n. 19024).

Punto controverso è se la declaratoria di nullità riguardi il contratto nella sua interezza o se sia configurabile nel caso di specie una fattispecie di nullità parziale a norma dell'art. 1419 cod. civ., come invoca, in via subordinata, la parte ricorrente.

In particolare, secondo la prospettazione dell'istituto di credito, la nullità sarebbe eventualmente solo parziale in ragione del fatto che riguarderebbe comunque esclusivamente la parte eccedente il limite di vigilanza dell'80% e, in ogni caso, le parti avrebbero comunque concluso il contratto anche senza quella parte colpita da nullità; avrebbero, infatti, stipulato un contratto di mutuo ipotecario ordinario anche senza i privilegi tipici del fondiario per la frazione residua dell'importo del credito.

La tesi della nullità parziale non persuade questo Collegio.

In primo luogo, va osservato che la tesi del frazionamento del mutuo (fondiario fino al limite del massimo finanziabile e ordinario per l'eccedenza), non appare condivisibile e porterebbe ad effetti bizzarri quali il consolidamento dell'ipoteca per la porzione fondiaria e l'assoggettamento alla revocatoria fallimentare ex art. 67 L.F. per la porzione ipotecaria.

È inoltre evidente che le parti hanno stipulato un unico contratto avendo ben presenti (con riferimento alla banca) le specificità ed i privilegi del credito fondiario rispetto al credito ipotecario (consolidamento dell'ipoteca in soli 10 giorni, esenzione da revocatoria fallimentare, possibilità di proseguire l'espropriazione individuale anche dopo il fallimento del debitore, etc.) e proprio in ragione di ciò è assai arduo ritenere che l'istituto di credito, in difetto del fondiario, avrebbe stipulato comunque un mutuo ipotecario ordinario.

Peraltro, che l'intenzione della banca fosse solo quella di stipulare un mutuo fondiario emerge indirettamente anche da quanto osservato dallo stesso istituto, nella memoria autorizzata (pag. 4), in replica all'assunto della curatele secondo cui, in ragione della conoscenza da parte della banca dello stato di insolvenza della società fallita, l'istituto avrebbe avuto la conseguente assoluta necessità di ricorrere al privilegio fondiario per accelerare il consolidamento dell'ipoteca. In particolare, l'istituto ha dichiarato che la banca non avrebbe avuto alcun bisogno di ricorrere al fondiario atteso che il suo credito preesistente aveva già natura ipotecaria con prelazione perfettamente consolidata.

Tale assunto non convince sul rilievo che il credito preesistente (Euro 2.068.576) era di importo ben inferiore rispetto al nuovo finanziamento (Euro 7.500.000,00) con la conseguenza che il pool di banche era ben consapevole che il rischio di un eventuale mancato rimborso del finanziamento si sarebbe più che triplicato. Inoltre, proprio la circostanza che il pool di banche sia ricorso ad un diverso modello negoziale (mutuo fondiario) rispetto a quello adottato in passato (mutuo ipotecario) con la medesima società è segno inequivocabile che quest'ultimo tipo negoziale non si era rilevato soddisfacente e gli istituti interessati avevano quindi voluto ricorrere ad una tipologia contrattuale ben più incisiva ed attributiva di privilegi rispetto a quella precedente.

Oltre alla impostazione della nullità parziale non può nemmeno accogliersi quella sostenuta dalla banca di conversione del mutuo fondiario in un contratto di mutuo fondiario per la parte "coperta" dal limite di vigilanza ed ipotecaria ordinaria per il residuo, o in via ulteriormente subordinata, in un mutuo avente integralmente natura ipotecaria ordinaria. Ciò per la comunque dirimente ragione che in giudizio di natura di natura impugnatoria quale di opposizione allo stato passivo, come tale caratterizzato dal principio di immutabilità della domanda (vedi Cass. 22.10.2007 n. 22108), la domanda subordinata dell'istituto - si appalesa nuova e conseguentemente inammissibile, essendo stata formulata per la prima volta solo nel ricorso ex art. 98 L.F.

In conclusione, l'accertamento della nullità integrale del contratto di mutuo fondiario ha determinato il venir meno del titolo in virtù del quale l'istituto ha presentato istanza di insinuazione allo stato passivo, né è possibile l'ammissione dello stesso credito in via privilegiata ipotecaria ordinaria - a tal proposito anche nelle osservazioni ex art. 95 L.F. la banca si era riportata alle conclusioni della propria istanza di ammissione in cui aveva fondato il proprio credito esclusivamente sul contratto di mutuo fondiario - o in via chirografaria, non avendo l'istituto nell'originaria istanza di insinuazione allo stato neppure richiesto, in subordine, l'ammissione in via chirografaria a titolo di restituzione dell'indebitato o a titolo di ingiustificato arricchimento.

Le spese di lite seguono la soccombenza e si liquidano come in dispositivo.

**P.Q.M.**

Rigetta il ricorso proposto;

condanna la Banca (Omissis) S.p.A. alla rifusione delle spese del procedimento in favore del Fallimento (Omissis) S.r.l. in liquidazione, in persona del curatore, che liquida in Euro 50,00 per spese, Euro 1.500 per diritti ed Euro 3.000 per onorari, oltre rimborso forfetario, IVA e CPA se dovuti per legge.

## IL FINANZIAMENTO OLTRE IL LIMITE MASSIMO CONSENTITO RENDE NULLO L'INTERO CONTRATTO DI MUTUO.

### OSSERVAZIONI CRITICHE\*

**SOMMARIO:** 1. Il fatto - 2. La natura delle disposizioni sul credito fondiario ed il limite massimo finanziabile - 3. Le conseguenze derivanti dal superamento della soglia di finanziabilità: effettiva sussistenza dei requisiti di legge... - 4. (*segue*)... ed osservazioni critiche - 5. La mancanza di chiari parametri per calcolare la soglia massima finanziabile ed il "*mortgage lending value*" (MLV)

1. A seguito del fallimento della Società finanziata, il Giudice delegato dichiarava esecutivo lo stato passivo escludendo che potesse esserne ricompreso il credito fondiario (di circa due milioni di euro) vantato, con privilegio ipotecario, dalla Banca finanziatrice; e ciò in quanto il negozio stipulato tra le parti doveva essere considerato <<nullo per superamento dell'ammontare massimo del finanziamento ex art. 38 T.U.B. e delibera CICR 22.4.1995>>. Più in generale, il prestito complessivo di euro 7.500.000,00 assegnato, a titolo di mutuo, alla società, era stato concesso nell'ambito di un'operazione in "pool" con altri istituti bancari; donde l'opinione del Tribunale *de quo* secondo cui, ai fini del calcolo del limite di finanziabilità, in aggiunta a detta cifra, si sarebbero dovute computare le somme erogate in operazioni precedenti non ancora estinte (nonostante la tesi contraria dell'opponente che, tuttavia, è rimasta indimostrata).

Avverso detto provvedimento, l'ente creditizio proponeva opposizione fondando le proprie argomentazioni sulla base della valutazione degli immo-

---

\* Contributo approvato dai revisori.

bili ipotecati risultante dalla perizia effettuata dal proprio incaricato; perizia dalla quale emergeva che il limite di finanziabilità non era stato superato (13.000.000,00 di euro). L'istituto interessato, in particolare, opinava che il diverso (ed inferiore) valore indicato dal perito nominato nell'ambito della procedura fallimentare (9.203.500,00 di euro) dipendesse dall'utilizzo di parametri errati in quanto <<del tutto ignoti ed imprevedibili e non conosciuti e/o conoscibili al momento della stima da parte del perito della banca, come il drastico crollo del mercato immobiliare negli anni successivi al 2006>>.

Il Tribunale di Venezia, col provvedimento in commento, ha rigettato l'opposizione ritenendola infondata. Più precisamente, ad opinione dei giudici, nel caso di specie, è rinvenibile una violazione dei limiti di finanziabilità stabiliti nella delibera CICR del 22 aprile 1995. L'Autorità giudiziaria, infatti, ha rilevato la necessità di fare ricorso, nel procedimento di valutazione dei beni ipotecati a garanzia della restituzione del prestito, a criteri prudenziali in grado di tenere in debito conto la potenziale futura negoziabilità degli immobili; criteri contenuti in specifiche banche dati di società *ad hoc* operanti sul territorio nazionale. Significativo, poi, è l'effetto che, secondo il provvedimento in commento, discende dalla violazione della disciplina di cui all'art. 38, comma 2, del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia; si ha riguardo alla grave sanzione della nullità che colpisce l'intero contratto di mutuo.

I precetti (di natura secondaria e regolamentare) dettati dall'Autorità di Vigilanza devono essere considerati alla stregua di norme primarie nel caso in cui queste ultime demandino, come nel caso di specie, l'integrazione delle medesime alle prime; sicché la loro inosservanza dà luogo a nullità ex art. 1418 cod. civ. per contrarietà a norme imperative. Tra l'altro, secondo il provvedimento *de quo*, non sarebbe neanche possibile la conversione in mutuo fondiario della parte di prestito pari all'80% del valore degli immobili (secondo la perizia richiesta dalla curatela) ed in mutuo ordinario della residua porzione

in eccesso; e ciò in quanto da un lato <<è assai arduo ritenere che l'istituto di credito, in difetto del fondiario, avrebbe stipulato comunque un mutuo ipotecario ordinario>>, e dall'altro <<in giudizio di natura impugnatoria quale di opposizione allo stato passivo, come tale caratterizzato dal principio di immutabilità della domanda (vedi Cass. 22.10.2007 n 22108), la domanda subordinata dell'istituto si appalesa nuova e conseguentemente inammissibile, essendo stata formulata per la prima volta solo nel ricorso ex art. 98 L. F.>>. Da qui le conclusioni secondo cui verrebbe meno il titolo in virtù del quale è possibile insinuare nel passivo l'ente creditizio non solo in via privilegiata ipotecaria ordinaria ma anche in via chirografaria atteso che il medesimo non aveva avuto la premura di richiederlo nella sede appropriata (istanza di ammissione nel passivo) ma solo in fase di opposizione.

2. Il provvedimento in commento affronta diversi aspetti di particolare interesse e offre all'interprete alcuni spunti di riflessione. In particolare, esso rappresenta una forte presa di posizione da parte della giurisprudenza con riguardo alle conseguenze che discendono sul contratto di finanziamento dalla violazione delle disposizioni speciali in materia di credito fondiario. A ciò si aggiunga, il ricorso effettuato dai giudici *de quibus* a criteri prudenziali (indicati dalla direttiva comunitaria 2000/12/CE, successivamente rifiuta nella direttiva 2006/48/CE, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio), quali parametri di riferimento per individuare con precisione la soglia di finanziabilità di cui all'art. 38, comma 2°, del Testo Unico delle leggi in materia bancarie e creditizia.

Si è in presenza, pertanto, di un decreto che si pone in un dibattito dottrinale e giurisprudenziale pluriennale caratterizzato da particolare complessità; sotto quest'angolo visuale, deve essere apprezzato lo sforzo diretto ad affrontare, risolvendole, problematiche contraddistinte da estrema



spinosità. E' d'uopo, tuttavia, subito evidenziare come l'entusiasmo iniziale in ordine alle (buone) intenzioni che hanno animato il recente provvedimento del Tribunale di Venezia, non implica, per ciò soltanto, di dividerne in pieno le conclusioni. Sul punto, d'altro canto, sono significative le considerazioni di autorevole dottrina secondo cui <<il diritto appare come *nudo prodotto della volontà*>> sicché il lavoro del giurista <<non può nascondere o nobilitare il mutevole destino del proprio oggetto>>; ne deriva, dunque, che egli <<si fa empirico, esegetico, divulgativo: pronto a fornire un "prodotto" altrettanto labile e precario, in cui sopravvivono stancamente antiche categorie o risuona pallida eco di dispute remote>><sup>1</sup>.

In primo luogo è da condividere la posizione assunta dai giudici nel provvedimento in commento con riguardo alla natura delle disposizioni dettate dall'Autorità di Vigilanza<sup>2</sup>; disposizioni che, pur essendo di secondo livello, devono essere considerate alla stregua di norme primarie in forza del richiamo operato dall'art. 38, comma 2°, del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Giuste, quindi, appaiono le premesse del decreto *de quo* secondo cui la banca che non osserva le indicazioni di cui alla deliberazione CICR<sup>3</sup>, invero, viola la legge; sul punto, è rilevante il rinvio operato dalla nor-

---

<sup>1</sup> In questi termini, IRTI, *Il salvagente della forma*, Roma-Bari, 2007, p. 76.

<sup>2</sup> In tal senso, per tutti, cfr. BACCHI - GIACOBBE, *La derogabilità delle norme sul credito fondiario*, in *Riv. not.*, 1996, p. 819 che riconducono l'inderogabilità delle disposizioni in parola all'esigenza di tutelare il soggetto debole del rapporto (il finanziato); FALCONI, *la disciplina dello "scioglimento" del contratto di credito fondiario*, in *Il Dir. fall. e soc. comm.*, 5, 2000, p. 1071 ss.; BARALIS - MARICONDA, *La disciplina del credito fondiario nel nuovo t.u.*, in *Studi e Materiali*, 1992-1995, a cura della Commissione Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Milano, 1995, p. 362. *Contra* Trib. Roma, 9 aprile 2000 in *Il Dir. fall. e delle soc. comm.*, 1, pt. II, 2003, p. 116 ss. con nota critica di TRINCHIERI, *In tema di risoluzione dell'art. 38 comma 2 t.u. bancario*. Di recente, LEGGIERI, *Le conseguenze del superamento dei limiti di finanziabilità nei contratti di credito fondiario*, in *Riv. dir. banc.*, novembre 2012, p. 10 ss., consultabile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>3</sup> Ci si riferisce alla deliberazione CICR del 22 aprile 1995 in attuazione dell'art. 38, comma 2, del Decreto legislativo, 1 settembre 1993, n. 385 (Testo Unico sulle leggi in materia bancaria e creditizia), consultabile sul sito internet <http://www.tesoro.it>; deliberazione che fissa l'ammontare massimo dei finanziamenti nell'80% del valore dei beni ipotecati (per il vecchio credito fondiario la percentuale era del 75%) o del costo delle opere da eseguire sugli stessi (per il vec-

mativa in parola alle determinazioni della Banca d'Italia. Pertanto, non sembra decisiva la riferibilità (avanzata dall'opponente) alla natura secondaria delle disposizioni in materia, sì da giustificare l'inflizione di una mera sanzione amministrativa all'ente creditizio che viola le medesime<sup>4</sup>.

E' solo il caso di precisare come, in argomento, non appare rilevi - come invece sostiene l'istituto bancario - la distinzione tra *regole di comportamento* e *regole dell'atto*; distinzione a cui si rinvia in dottrina per valutare le conseguenze della violazione degli obblighi sanciti dalle deliberazioni Consob in materia di servizi di investimenti<sup>5</sup>. Al di là della considerazione che gli ambiti in parola sono affatto differenti<sup>6</sup>, è d'uopo tenere presente come il rapporto finanziamento-valore dell'immobile rappresenti un tratto distintivo (e strutturale) dell'intera disciplina sul credito fondiario, alla pari dell'altro elemento caratterizzante: l'iscrizione ipotecaria di primo grado sull'immobile a favore della banca<sup>7</sup>.

---

chio credito edilizio la percentuale era del 90%), ivi compreso il costo dell'area o dell'immobile da ristrutturare. In argomento, ed anche in ordine alla problematica circa la necessità o meno che il predetto limite debba essere mantenuto per tutta la durata del finanziamento, cfr., da ultimo, SEPE, *Commento all'art. 38*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, Tomo I, Padova, 2012, p. 439 s.

<sup>4</sup> In ordine alle conseguenze derivanti dalla violazione della disciplina in parola si rinvia, anche per i riferimenti bibliografici, al paragrafo successivo.

<sup>5</sup> Ci si riferisce alla note sentenze n. 26725 e 26724 del 2007 per le quali è possibile in questa sede rinviare per un commento, per tutti, a SANGIOVANNI, *Inosservanza delle norme di comportamento: la Cassazione esclude la nullità, I contratti*, 3, 2008, p. 231 ss., MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione fra norme di comportamento e norme di validità*, in *Il corr. giur.*, 2, 2008, p. 230 ss. e GALGANO, *Il contratto di intermediazione finanziaria, davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. e impr.*, 1, 2008, p. 1 ss.

<sup>6</sup> Appare essere orientata nel senso dell'opponente, da ultimo, LEGGIERI, *Le conseguenze del superamento dei limiti di finanziabilità nei contratti di credito fondiario*, in *Riv. dir. banc.*, novembre 2012, p. 10 ss., consultabile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>7</sup> A ben considerare, rispetto al passato, la disciplina vigente assicura minore tutela agli enti creditizi. Peraltro, la normativa precedente era stata oggetto più volte di giudizio di costituzionalità. In argomento cfr., per tutte, Corte cost. 19 dicembre 1963, n. 166, in *Giur. cost.*, 1963, p. 1638, nonché Corte cost., 6 giugno 1968, n. 61, in *Giur. cost.*, 1968, p. 959, con nota di ANDRIOLI, *Gli istituti di credito fondiario avanti la Corte Costituzionale*; Corte cost., 14 novembre 1984, n. 249, in *Giur. cost.*, I, 1984, p. 1989. Sul punto cfr., SEPE, *Commento all'art. 38*, cit., p. 431 ss.

A tale ordine di idee si perviene analizzando, sia pure succintamente, la *ratio* dell'istituto in oggetto che, generalmente, viene individuata nell'assicurare all'ente finanziatore una posizione di maggiore tutela rispetto a quella di un qualsiasi altro creditore ipotecario, sicché il legislatore avrebbe <<disegnato, recependola dal mondo degli affari, una figura di credito "facile" per chi se ne vuole approvvigionare>><sup>8</sup>. Non va sottaciuta, inoltre, l'essenza di natura pubblicistica sottesa alla disciplina *de qua*; si ha riguardo, più precisamente, al principio costituzionale della tutela del risparmio che trova estrinsecazione *in subiecta materia* nella raccolta tra il pubblico dei risparmiatori delle somme oggetto di finanziamento<sup>9</sup>.

Sulla base delle suesposte considerazioni, dunque, non si può dubitare come gli elementi che più degli altri concorrono a qualificare un finanziamento come "fondiario", siano proprio quelli in grado di assicurare le ragioni creditizie della banca: ipoteca di primo grado e rapporto valore dell'immobile/somma da finanziare. Al riguardo, deve, dunque, senz'altro condividersi la posizione del Tribunale in commento secondo cui la determinazione dell'importo massimo finanziabile attiene <<alla struttura del contratto di credito fondiario>>. In altri termini, il rispetto della soglia di finanziabilità oltre a rappresentare un limite per le parti che intendono avvantaggiarsi di una normativa di favore, ne qualifica il contenuto sì da definirne l'essenza; fermo

---

Si tenga, altresì, presente che, al fine di qualificare una determinata operazione come fondiaria è opportuno fare riferimento espresso alla disciplina di cui agli artt. 38 ss. del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (sul punto cfr. circ. Banca d'Italia del 28 febbraio 1994, *Bollettino Vigilanza, Banca d'Italia*, n. 2/1994, p. 62), laddove una dichiarazione esplicita in senso contrario si renderà necessaria qualora si intenda escludere l'applicabilità della disciplina medesima (così FAUSTI, *Questioni in tema di scioglimento unilaterale del contratto di mutuo bancario*, in *Il notariato*, 2001, p. 78).

<sup>8</sup> In tal senso, BARALIS - MARICONDA, *La disciplina del credito fondiario nel nuovo t.u.*, in *Studi e Materiali*, 1992-1995, a cura della Commissione Studi del Consiglio Nazionale del Notariato, Milano, 1995, p. 365.

<sup>9</sup> In tal senso, per tutti, SEPE, *Commento all'art. 38*, cit., p. 431 s. e CACCAVALE, *Gli atti unilaterali di mutuo nel credito bancario, Attività ricognitiva e procedimento di formazione del contratto*, in *Pratica del diritto civile*, collana diretta da Iudica, Milano, 2002, p. 164 e

restando che i contraenti restano liberi di non avvalersi della disciplina in oggetto pur ricorrendone i presupposti<sup>10</sup>.

Significative, come si è detto in precedenza, sono le dirompenti conseguenze che i giudici *de quibus* fanno discendere dalla violazione della disposizione di cui all'art. 38, comma 2°, del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia; ne deriva, infatti, che, a seguito della nullità dell'intero contratto di mutuo, il credito a favore della banca finanziatrice perde la garanzia ipotecaria degradando, così, a credito chirografario (nel caso di specie non fu riconosciuta all'istituto creditizio nemmeno la possibilità di soddisfare le proprie ragioni per tale via, ciò in quanto la banca non aveva avuto la premura di fare espressa richiesta in questo senso in sede di istanza per l'ammissione al passivo<sup>11</sup>).

3. Chiarito che il limite massimo finanziabile rappresenta un elemento caratterizzante la fattispecie in parola, in dottrina non è dato rinvenire uniformità di vedute con riguardo alle conseguenze della violazione di detta soglia sul negozio stipulato. In altri termini, ci si chiede quali effetti negativi ricadano sull'operazione posta in essere in presenza di un rapporto finanziamento-valore dell'immobile soltanto formalmente rispettato in quanto, sul piano delle concretezze, disatteso.

---

<sup>10</sup>Si tenga presente, infatti, che la Banca d'Italia nei Chiarimenti sul Testo unico (d.lg. n. 385/93), chiarisce come <<l'art. 38 t.u. individua oggettivamente i caratteri delle operazioni di credito fondiario. La nuova disciplina, peraltro, non preclude alle banche la possibilità di erogare finanziamenti che, pur non presentando le caratteristiche di quelli fondiari, siano garantiti da ipoteca. In relazione a quanto precede, anche se la sussistenza in concreto dei caratteri indicati nell'art. 38 è sufficiente a qualificare le operazioni come fondiari, sembra opportuno che i contratti di finanziamento contengano un espresso richiamo agli articoli 38 e seguenti del testo unico al fine di confermare l'applicazione della normativa sul credito fondiario>>.

<sup>11</sup> Sul punto cfr., MANENTE, *Commento sub art. 98*, in *Commentario breve alla legge fallimentare*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2009, p. 549. In giurisprudenza, per tutte, Cass. 8 giugno 2012 n. 9431 in *Red. Giust. civ. Mass.*, 2012, p. 6; Cass. 30 marzo 2012 n. 5167, in *Giust. civ. Mass.*, 3, 2012, p. 426; Cass. 22 ottobre 2007, n. 22108, consultabile sul sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it); Cass. 20 settembre 2004 n. 19605, in *Giust. civ. Mass.*, 4, 2004, p. 9.

Parte della dottrina e della giurisprudenza ritiene che tale violazione non sia in grado di riverberare i propri esiti sulla validità del contratto stipulato tra le parti; invero, secondo il suddetto orientamento, la sanzione per l'inosservanza della disposizione di cui all'art. 38 comma 2° del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e finanziaria, è di natura meramente amministrativa (e posta a carico dell'Istituto creditizio)<sup>12</sup>. Taluni autori, invece, sostengono che detta violazione possa incidere sulla struttura stessa dell'accordo; più precisamente, accanto a chi opina circa la possibile conversione dell'intero contratto in parola in mutuo ordinario<sup>13</sup>, si rinviene la posizione di chi ravvisa la sussistenza di due contratti tra loro collegati: uno di mutuo fondiario (con riguardo alla porzione "coperta" per legge) ed un altro di mutuo ordinario (in ordine alla restante parte in eccedenza a seguito della conversione ai sensi dell'art. 1424 c.c.)<sup>14</sup>. Si è in presenza, in quest'ultimo caso, di un'ipotesi di nullità parziale del negozio posto in essere il quale (per la porzione "non coperta") è tuttavia in grado di produrre gli effetti di un mutuo

---

<sup>12</sup> Cfr., in tal senso, TONDO, *Nuovi appunti sul mutuo fondiario*, in *Vita not.*, 1, 1985, p. 97 s. e BARALIS - MARICONDA, *La disciplina del credito fondiario nel nuovo t.u.*, cit., p. 360 s.

Da ultimo, sostiene che «l'esistenza di un limite massimo di importo finanziabile è sicuramente un elemento caratterizzante la fattispecie del credito fondiario, ma non può essere considerato tale nella sua concreta quantificazione», donde «il superamento del limite massimo di finanziabilità costituisca un elemento eccessivamente mobile per riconnettersi una conseguenza tanto radicale com'è quella della nullità del contratto», LEGGIERI, *Le conseguenze del superamento dei limiti di finanziabilità nei contratti di credito fondiario*, in *Riv. dir. banc.*, novembre 2012, p. 11 consultabile sul sito [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

In giurisprudenza, cfr. App. Roma, 11 novembre 1991, n. 1298; Trib. Roma, 9 aprile 2000 in *Il Dir. fall. e delle soc. comm.*, 1, pt. II, 2003, p. 116 ss. con nota di TRINCHIERI, *In tema di risoluzione dell'art. 38 comma 2 t.u. bancario*, il quale chiarisce come "nell'ambito del contratto di mutuo, la violazione da parte dell'istituto di credito dei limiti previsti dall'art. 38 comma 2 t.u. bancario, non determina la nullità del contratto non assurgendo gli stessi al rango di norme imperative".

<sup>13</sup> In tal senso, come ipotesi astrattamente possibile, PETRAGLIA, *Crediti fondiari e nuovo testo unico in materia bancaria e creditizia*, in *Il fall.*, 6, 1996, p. 485, nota a Trib. Milano, 16 ottobre 1995. Detto Tribunale, invece, si è uniformato all'orientamento stabilito dal Trib. Roma, 2 febbraio 1989 di cui alla nota seguente.

<sup>14</sup> Così, Trib. Roma, 2 febbraio 1989, in *Temi rom.*, 1980 p. 80 ss. e in *Banche e banchieri*, 1990, p. 353 ss., con nota di TARDIVO, *Sorte dei mutui fondiari illegittimamente concessi*; ID., *Il credito fondiario nella nuova legge bancaria*, in *Quad. Banca borsa e tit. cred.*, p. 93 ss.

ipotecario ordinario. L'ultimo orientamento, invece, considera nullo l'intero contratto di finanziamento, salvo che l'invalidità non riguardi soltanto la parte "non coperta" (secondo tale ipostazione senza possibilità di conversione); infatti, nell'ipotesi in cui le parti avrebbero in ogni caso stipulato un accordo nel rispetto delle soglie imposte dalla legge, il mutuo, limitatamente alla porzione "non eccedente", potrà essere qualificato come fondiario<sup>15</sup>.

Il Tribunale di Venezia in commento sembra abbia aderito all'orientamento secondo il quale la violazione delle disposizioni circa la soglia di finanziabilità rende nullo l'intero contratto di mutuo. I giudici, su un piano più generale, escludono che in fattispecie come quella oggetto di opposizione, possa ravvisarsi una nullità parziale dell'accordo; ciò in quanto il "frazionamento" del mutuo (in parte fondiario ed in parte ordinario) <<porterebbe ad effetti bizzarri quali il consolidamento dell'ipoteca per la porzione fondiaria e l'assoggettamento alla revocatoria fallimentare ex art. 67 L. F. per la porzione ipotecaria>>. Inoltre, il Tribunale appare escludere, nelle conclusioni, la possibile conversione del contratto, non tanto perché ciò sarebbe precluso in assoluto, bensì per la <<dirimente ragione che in giudizio di natura impugnatoria quale di opposizione allo stato passivo ... (è) ... caratterizzato dal principio di immutabilità della domanda>><sup>16</sup>. I giudici, tuttavia, chiariscono come sarebbe <<assai arduo ritenere che l'istituto di credito, in difetto del fondiario, avrebbe stipulato comunque un mutuo ipotecario ordinario>>.

---

<sup>15</sup> In tal senso BOZZA, *Il credito fondiario nel nuovo T.U. bancario*, Padova, 1996, p. 18.

In giurisprudenza, Cass. 1 settembre 1995, n. 9219, in *Vita not.*, 1, pt. I, 1996, p. 102, con nota di TARDIVO, *Inderogabilità delle norme attinenti alla percentuale di concessione del finanziamento fondiario*, secondo cui <<[...] essendo l'ipoteca, collegata al mutuo medesimo, posta a garanzia di un certo ammontare del credito - e non oltre - rispetto al valore del bene ipotecato, il superamento del limite attribuirebbe al creditore una causa di prelazione non solo illegittima, ma anche nulla, perché contraria al principio della "par condicio creditorum" sancito dall'art. 2741 c.c. [...]>>. A ben considerare, la Cassazione tiene a precisare che la nullità <<può essere anche solo parziale (trattandosi di nullità di parte del contenuto del contratto, scindibile nelle sue obbligazioni e riducibile ad un contenuto minore), ove risulti che le parti avrebbero in ogni caso posto in essere il contenuto "ridotto" del contratto>>.

<sup>16</sup> Sul punto v. la nota 11.

A ben considerare, in primo luogo, non è chiaro il motivo per cui dovrebbe essere considerato "bizarro" (e quindi giuridicamente inaccettabile?) il ricorso a regimi disciplinari diversi in presenza di un finanziamento dapprima classificato come fondiario, ma poi considerato nullo per la sola parte eccedente la soglia massima consentita (con conseguente conversione ex art. 1424 c.c.). Appare, tra l'altro, davvero eccessivo considerare <<arduo>> che le parti, conoscendo la causa di nullità, non avrebbero concluso un mutuo ordinario. E' vero piuttosto il contrario. Infatti, sul piano delle concretezze, si può presumere che i protagonisti dell'operazione avrebbero voluto un mutuo garantito da ipoteca a prescindere dal carattere "fondiario" o "ordinario" del finanziamento; ciò che appare invero indiscutibile è che l'istituto creditizio non avrebbe preferito ritrovarsi del tutto sfornito di garanzie reali!<sup>17</sup> Sul punto, invece, col provvedimento in commento, il Tribunale di Venezia rinviene l'intento *inequivocabile* degli Istituti bancari a ricorrere (come unica scelta possibile) al mutuo fondiario in considerazione della conoscenza, da parte dei medesimi, dello stato di insolvenza in cui versava la società (successivamente infatti dichiarata fallita); intento che troverebbe decisiva conferma nell'adozione, nel caso di specie, del diverso modello negoziale del mutuo fondiario rispetto a quello ordinario che, invece, era stato preferito dai medesimi contraenti nelle operazioni precedenti. Trova qui conferma la nota massima: oltre il danno anche la beffa.

Ad opinione di chi scrive, una simile impostazione appare discutibile. Sul punto, significativo è il ruolo da ascrivere a volontà tacite, le quali, secondo autorevole ricostruzione dottrinale, trovano ragione d'essere nella distinzione tra illazione di *pura necessità* (sempre giuridicamente rilevante) e illazione di *pura probabilità* (la cui rilevanza dipende invece dal caso concre-

---

<sup>17</sup> È questa l'impostazione di BUSANI, *L'erogazione oltre il consentito cancella l'intero contratto e l'ipoteca fondiaria*, in *IlSole24ore* del 19 novembre 2012, p. 13, consultabile sul sito [www.assofinmed.it](http://www.assofinmed.it).

to)<sup>18</sup>. A ben considerare, i fatti proposti dal Tribunale in parola quali espressione di un intento <<inequivocabile>> diretto ad escludere la volontà delle parti di porre in essere un mutuo ipotecario ordinario, non presuppongono *necessariamente* che le medesime avrebbero concluso solo ed unicamente un mutuo di tipo fondiario; sicché, si colloca sul piano dell'*illazione di pura probabilità*, l'operazione mentale che intenda risalire dal comportamento concludente (stipulazione del mutuo fondiario) all'ulteriore volontà implicita (rifiuto, in ogni caso, di contrarre un mutuo ordinario). Sembra, a nostro avviso, ben vero l'opposto: se le parti avessero conosciuto, infatti, la causa di nullità avrebbero presumibilmente posto in essere un contratto di mutuo ipotecario ordinario, sì comunque da offrire all'istituto bancario una garanzia di tipo reale.

4. Ciò che si intende adesso mettere in discussione è la perdita del carattere "fondiario" dell'ipoteca iscritta a garanzia della restituzione di somme erogate dalla banca che, in buona fede, abbia confidato sulla perizia di un terzo indipendente in ordine alla valutazione dell'immobile. Ci si chiede, in altri termini, perché mai il rischio di un'imprecisa stima del bene (effettuata tra l'altro secondo criteri che, come si vedrà nel paragrafo successivo, non appaiono ben definiti) debba poi ricadere sull'ente creditizio il quale vedrà svanire, per una causa ad esso non imputabile, la garanzia reale.

A ben considerare, inoltre, la disciplina del credito fondiario non apporta vantaggi soltanto all'istituto bancario ma anche al "cittadino che intende

---

<sup>18</sup>L'illazione è «operazione mentale mediante la quale si risale dal comportamento ("concludente") alla volontà "negoziale" ivi manifestata, ovvero, in altri termini, si ricava dal comportamento l'autoregolamento posto in essere» (FERRERO, «*Dichiarazione espressa*», «*dichiarazione tacita*» e *autonomia privata*, Milano, 1974, p. 91). Cfr., in argomento, altresì, GIAMPICCOLO, *Note sul comportamento concludente*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1961, p. 782 ss.



acquistare casa"<sup>19</sup>. Si tenga presente, infatti, che la disciplina in parola ha favorito la "mobilitazione" della proprietà immobiliare favorendo dunque l'opportunità di un più facile accesso all'acquisto dell'abitazione. Tuttavia, l'adesione all'impostazione del Tribunale in commento, pone ostacoli insormontabili al raggiungimento dei fini che la normativa si propone di perseguire. Infatti, chi desidera richiedere un prestito corre il rischio di non ottenere il finanziamento (o di ottenerlo in misura notevolmente ridotta rispetto alla soglia massima consentita) da parte di un Istituto bancario che, in futuro, potrà perdere la garanzia reale a seguito di un'imprecisa stima dell'immobile su cui iscrivere ipoteca<sup>20</sup>. In presenza, pertanto, di errori di valutazioni che la banca non è in grado di accertare, ragioni di buon senso fanno opinare sull'opportunità di non gravare ulteriormente la posizione dei contraenti e, pertanto, di permettere agli stessi di godere, in ogni caso, dei privilegi del "fondiario".

Qualche elemento a sostegno della suesposta tesi può rinvenirsi nel recente intervento del Tribunale di Modena del 20 giugno 2011<sup>21</sup>, il quale, con riferimento ad una fattispecie simile a quella oggetto del provvedimento in commento, evidenzia come l'assenza di valide prove <<su cui basare la mancanza di *buona fede* della Banca che sulle perizie si è basata per l'erogazione del finanziamento, non può ritenersi che lo stesso sia stato non validamente erogato>>. Il Collegio, in quel caso, ha ritenuto di non nominare il consulente

---

<sup>19</sup> Cfr., FILOGRANO, *Il credito fondiario. Disciplina e funzione negoziale*, Padova, 2000, p. 46 ss. Riconduce la *ratio* della normativa *de qua* all' <<evidente intento di favorire la "mobilitazione" della proprietà immobiliare - e, in tal modo, l'accesso a finanziamenti potenzialmente idonei (anche) a consentire il superamento di situazioni di crisi dell'imprenditore>>, Corte cost. 22 giugno 2004, n. 175, in *Giur. cost.*, 3, 2004, p. 1797. In questi termini, più di recente, Cass. 9 maggio 2008, n. 11559, in *Guida al Diritto*, 39, 2008, p. 69.

<sup>20</sup> In argomento, invita le banche a tenere un "atteggiamento prudente", FALCONE, *Commento sub art. 38*, in *Testo Unico Bancario. Commentario*, a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Milano, 2010, p. 380.

<sup>21</sup> Inedita e consultabile sul sito internet [www.leggiditaliaprofessionale.it](http://www.leggiditaliaprofessionale.it).

tecnico di ufficio e di ammettere la banca mutuante allo stato passivo del fallimento della società mutuataria.

Invero, la sussistenza della buona fede quale fattore indispensabile per consentire all'Istituto creditizio l'accesso ai privilegi del "fondiario", appare ragionevole tenendo in debito conto la *ratio* ispiratrice della normativa *de qua* di cui si è detto in precedenza; al riguardo, si è dell'opinione che condotte dirette a demandare la valutazione del bene immobile da ipotecare ad un tecnico specialista al quale le parti si siano, in buona fede, rivolte, siano rispettose della normativa in oggetto (salvo il caso in cui il calcolo sia palesemente impreciso). Sul punto non dovrebbe rilevare che la predetta stima, sul piano delle concretezze, risulti poi essere differente da quella risultante da ulteriori stime (effettuate ad esempio dal perito nominato dalla curatela fallimentare come avviene nel caso in esame); e ciò in quanto determinazioni di tal genere sono in ogni caso soggette ad ampi margini di discrezionalità e, pertanto, difficilmente possono rivelare un unico valore "oggettivo".

Ben diversa è l'ipotesi in cui venga dimostrato che la Banca abbia, invece, posto in essere una condotta fraudolenta diretta ad ottenere i predetti vantaggi laddove non ve ne fossero i presupposti. A nostro avviso, in tal caso, l'Istituto non potrà godere dei privilegi offerti dalla disciplina in parola; ciò, tra l'altro, appare confermato indirettamente dal recente provvedimento del Tribunale di Modena sopra citato: se la *buona fede* della banca non è in grado di incidere sull'esistenza del finanziamento erogato, con ogni evidenza, la *mala fede* della stessa determinerà il venir meno dei privilegi fraudolentemente ottenuti.

Si è dell'avviso, quindi, che la normativa sul credito fondiario in ordine all'individuazione della soglia massima di finanziabilità, in mancanza di criteri oggettivi di valutazione dei beni immobili, possa considerarsi violata nelle sole

ipotesi in cui la banca abbia fatto affidamento su valutazioni manifestamente inesatte o, ancora peggio, abbia contribuito fraudolentemente alla determinazione delle medesime; in tal caso, dunque, l'Istituto creditizio dovrà subire il pregiudizio derivante dalla nullità del negozio posto in essere per contrarietà a norme imperative (a seconda della tesi, di cui si è dato conto in precedenza, cui si intende aderire).

5. A prescindere dalle diverse teorie circa la sorte del contratto stipulato in violazione della soglia massima finanziabile consentita di cui all'art. 38, comma 2°, del Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, quel che appare indispensabile, *in subiecta materia*, è l'individuazione di parametri certi di valutazione degli immobili; e ciò in quanto, come si è avuto modo di dire, la stima del bene rappresenta il canone di riferimento cui attenersi per stabilire il limite di erogazione del prestito. In argomento, si tenga presente che la Banca d'Italia<sup>22</sup>, già in passato, aveva stabilito che per determinare la soglia di finanziabilità, il valore degli immobili da tenere in considerazione potesse essere indifferentemente quello di mercato o quello cauzionale; da qui, la dottrina, aveva suggerito di indicare nel contratto i metodi di calcolo adottati sì da consentire una più agevole attività ricognitiva delle procedure di stima poste in essere<sup>23</sup>.

Significativo, al riguardo, è l'utilizzo di un diverso criterio cui ricorre il Tribunale di Venezia rispetto a quello adoperato dal perito della banca per la valutazione degli immobili da ipotecare. Infatti, mentre quest'ultimo era ricorso ai <<prezzi di mercato dell'epoca con riferimento ad immobili della medesima tipologia e caratteristiche>>, i giudici hanno fatto riferimento alla direttiva 2000/12/CE (rifusa nella direttiva 2006/48/CE) che <<impone al tec-

---

<sup>22</sup> Con Circolare del 22 maggio 1996, in *Boll. vig.*, 5, 1996.

<sup>23</sup> Cfr. FALCONE, *Commento sub art. 38*, in *Testo Unico Bancario. Commentario*, cit., p. 380. Cfr., in argomento, altresì, SEPE, *Commento all'art. 38*, cit., p. 441 s.

nico di non limitarsi a stimare il possibile valore di realizzo o di mercato dell'immobile al momento dell'erogazione del finanziamento ma di tenere conto di tutte le circostanze che in futuro potrebbero modificare il valore dello stesso immobile nel momento in cui il debitore divenisse inadempiente e subisse l'esecuzione>>. Ne consegue che, ad opinione del Tribunale in commento, il perito della banca non aveva commesso errori di calcolo. Piuttosto i giudici *de quibus* mettono in discussione il criterio in base al quale è avvenuta la valutazione degli immobili; e ciò nonostante la circolare della Banca d'Italia sopra citata consentisse di fare affidamento sul "valore di mercato" oppure su quello "cauzionale".

Il Tribunale di Venezia sembra, invero, abbia fatto proprio il concetto di *mortgage lending value* (MLV o "valore del credito ipotecario"), secondo cui il valore dell'immobile deve essere determinato sulla base di un prudente apprezzamento della futura negoziabilità dell'immobile stesso<sup>24</sup>. Al riguardo, tuttavia, va evidenziato come le Istruzioni di Vigilanza abbiano recepito il concetto di "valore del credito ipotecario" con riguardo soltanto ai coefficienti di solvibilità, laddove nel Titolo V, Capitolo 1, relativo al credito fondiario, non si rinviene alcun riferimento. A ciò si aggiunga che le "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche", di certo, non fanno chiarezza sull'argomento. In esse il ricorso al "valore del credito ipotecario" in alternativa al "valore di mercato", è permesso soltanto in talune ipotesi e, comunque, ove ciò sia consentito dallo Stato membro in cui è ubicato l'immobile<sup>25</sup>; invero, soltanto con riferimento alle "esposizioni garantite da ipoteca su immobili residenziali" o al "valore delle garanzie ammesse nel metodo IRB ("IRB-

---

<sup>24</sup> La definizione di *mortgage lending value* (MLV) è stata adottata con la Direttiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio ed è stata recepita dalla Banca d'Italia nelle Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche (consultabili sul sito ufficiale della stessa), nonché dal Codice delle Valutazioni Immobiliari (Tecnoborsa).

<sup>25</sup> Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia, p. 23.

idonee")", i due valori vengono posti in via alternativa senza porre alcun limite (benché esso con ogni probabilità possa desumersi implicitamente).

Si è in presenza, pertanto, di un quadro normativo e regolamentare davvero lacunoso e poco cristallino; ne consegue la mancanza di chiari ed univoci indicatori di riferimento per procedere ad una precisa valutazione dei beni cui parametrare i finanziamenti. Non è un caso, dunque, che a livello internazionale la problematica sia particolarmente sentita; significativo è il documento dell'UNENCE<sup>26</sup> ove viene ascritto alla valutazione dei beni oggetto di garanzia, un ruolo determinante nell'assicurare solidità all'intero mercato finanziario. Ivi, altresì, vengono indicati possibili procedure e metodologie per la determinazione del rischio del patrimonio immobiliare. Si auspica, dunque, che anche il legislatore ed il regolatore nazionale possano affrontare definitivamente la questione che, al presente, rappresenta uno dei punti più delicati dell'intera disciplina sul credito fondiario.

*Diego Rossano*

*Ricercatore di Diritto dell'Economia  
nell'Università degli Studi di Napoli  
"Parthenope"*

---

<sup>26</sup> Evaluation of real estate property and market risk for real estate backed financial products, Unece Real Estate Market Advisory Group, in pubblica consultazione, novembre 2012, consultabile sul sito [www.unece.org](http://www.unece.org).

# FEDERAL COURT OF AUSTRALIA

## Bathurst Regional Council v Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200

### SUMMARY<sup>1</sup>

These proceedings involve claims arising from the rating, sale and purchase of a structured financial product known as a constant proportion debt obligation or CPDO.

The CPDO was described in part of the evidence as a “grotesquely complicated” instrument. This is accurate. I have tried to distil the essential elements of the operation of the CPDO below but the explanation unavoidably refers to complex concepts which are likely to be unfamiliar to those without specialist expertise in structured finance.

ABN Amro Bank NV (ABN Amro) invented the CPDO in or about April 2006.

As explained by the experts who gave evidence in the proceedings (their evidence providing the basis for the following summary), the CPDO was a complex, highly leveraged credit derivative, operating over a term of 10 years, within which the CPDO would make or lose money through notional credit default swap contracts (CDSs) referencing two CDS indices known as the CDX

---

<sup>1</sup> *In accordance with the practice of the Federal Court in some cases of public interest, importance or complexity, the following summary has been prepared to accompany the orders made today. This summary is intended to assist in understanding the outcome of this proceeding and is not a complete statement of the conclusions reached by the Court. The only authoritative statement of the Court's reasons is that contained in the published reasons for judgment which will be available on the internet at <http://www.fedcourt.gov.au/> together with this summary.*

and iTraxx indices (together, weighted 50% each, known as the Globbox index).

*(Omissis)*

The experts giving evidence in the case agreed that in order to rate the CPDO a reasonably competent ratings agency had to model the performance of the CPDO on the basis of ranges of inputs or market conditions which included both reasonably anticipated or expected (that is, non-stressed) inputs or market conditions and exceptional but plausible (that is, stressed) inputs or market conditions. This could be done in any number of ways and different views as to the extremes of both ranges were reasonably open. But one way or another, a reasonably competent ratings agency, to rate the CPDO, had to base its rating on an assessment of a reasonably anticipated or expected (that is, non-stressed) range and an exceptional but plausible (that is, stressed) range of inputs or conditions in its modelling of the performance of the CPDO.

Despite the contentions, evidence and submissions of S&P and ABN Amro to the contrary, I have explained in the reasons for judgment why I consider that the CPDO was rated by S&P as AAA and marketed on that basis by ABN Amro as a result of the following sequence of events.

*(Omissis)*

ABN Amro engaged S&P to rate the CPDO. In so doing ABN Amro pressed S&P to adopt as the basis for the rating ABN Amro's model inputs, including the 7% RDB. Because S&P had modelled another product known as the Leveraged Super Senior (LSS) referring to the same indices on the basis of an assumed volatility of 35%, S&P's initial position on volatility was also 35% for the CPDO but at that volatility the CPDO would not rate AAA using ABN Amro's other inputs. S&P had also used a proxy to assess the LTAS of the Globbox as 72 bps but at that LTAS the CPDO also would not rate AAA using ABN Amro's other inputs.

ABN Amro sought to persuade S&P to adopt its inputs in numerous communications including five written communications in which ABN Amro wrongly asserted to S&P that the actual average volatility of the Globoxx since inception was 15%. This assertion was wrong because the actual average volatility of the Globoxx since inception was 28% (or 29%), nearly double that asserted by ABN Amro. How ABN Amro reached the view that the actual average volatility of the Globoxx since inception was 15%, assuming it did reach that view, remains unknown.

*(Omissis)*

The first incarnation of the CPDO was thus rated AAA by S&P on the basis of:

- an unjustifiably and unreasonably low assumption as to volatility of 15% induced by ABN Amro's misrepresentation and S&P's failure to calculate the actual average volatility of the Globoxx since inception;
- an arbitrary, irrational and unreasonable distinction drawn by S&P between an LTAS of 40 bps for one year and 40 bps for two years;
- a non-stressed assumption as to MR;
- a non-stressed assumption as to RDB which, if eliminated and all other inputs remained the same, would change the modelled performance of the CPDO from AAA to sub investment grade (below BBB);
- S&P defaults being stressed for a one and a half rather than a six month period to account for the fact that the CPDO would face 20 six month periods over its 10 year term and not just one such period, which was a reasonably stressed input as to defaults; and
- there being no regard to the potential detrimental impact on the CPDO of ratings migration.

*(Omissis)*



S&P authorised ABN Amro to disseminate its rating of AAA of the CPDO to potential investors and ABN Amro did so.

*(Omissis)*

Subsequently, ABN Amro created other versions of the CPDO including a CPDO in AUD known as Rembrandt 2006-2. In early August 2006 S&P modelled the Rembrandt 2006-2 CPDO on the same basis as it had ultimately modelled the initial incarnation of the CPDO – that is, an LTAS of 40 bps for one year and 80 bps for nine years, combined with an assumed starting spread of 36 bps, an MR of 40% and volatility of 15%, as well as the 7% RDB.

However, the Rembrandt 2006-2 CPDO was not in fact issued and S&P did not assign its rating of AAA to this instrument until 5 September 2006. By this time, the average spreads on the Globoxx had reduced to 31.85 bps. ABN Amro knew the sensitivity of the CPDO to starting spreads and was concerned that at even 35 bps the rating of AAA for the standard ABN Amro CPDO (the CPDO as initially issued) would be “borderline”. ABN Amro, however, did not mention the effect of the reduced spreads to S&P. S&P had not realised at this time how sensitive the rating of the CPDO was to the assumed starting spread, despite the modelling it had been given at the outset by ABN Amro disclosing this sensitivity. As such, despite the generally declining spreads, S&P did not model the performance of the Rembrandt 2006-2 CPDO at the actual starting spread on or close to the date of issue of that instrument and the assignment of the rating. Instead, S&P assigned a rating of AAA to the Rembrandt 2006-2 CPDO based on the modelling it had done a month earlier and at an assumed starting spread of 36 bps.

If S&P had modelled the Rembrandt 2006-2 CPDO at the correct starting spread of 31.85 bps the instrument would not have satisfied the AAA rating quantile and thus could not have been rated AAA by S&P, even on the basis of the unjustifiably and unreasonably optimistic inputs as to LTAS and volatility,

non-stressed inputs as to MR and RDB, S&P defaults, and overlooking the effects of ratings migration and modelling defaults and LTAS separately. Again, a reasonably competent ratings agency could not have assigned the AAA rating to the Rembrandt 2006-2 CPDO in these circumstances.

S&P authorised ABN Amro to disseminate its rating of AAA the Rembrandt 2006-2 CPDO to potential investors and ABN Amro did so through its Australian office.

One investor who saw the Rembrandt 2006-2 CPDO and the AAA rating was Local Government Financial Services (LGFS). LGFS was an authorised deposit taking institution for councils in New South Wales which for most of its existence had been owned by the Local Government and Shires Associations. Those associations of councils had constituted LGFS for the purpose of giving councils greater power in the market for making deposits of councils' surplus funds. However, in 2004, the associations sold LGFS to the Local Government Superannuation Scheme (LGSS) which was owned by FuturePlus Financial Services Pty Ltd (FuturePlus), an entity unconnected to councils and the associations.

ABN Amro presented the Rembrandt 2006-2 CPDO to FuturePlus in July or August 2006 on the basis that it was expected to be rated AAA by S&P (as it later was), using as the basis for its presentation an ABN Amro marketing document which, amongst other things, referred to S&P's AAA rating and to the rating meaning that the CPDO had been modelled to have a default rate of less than 0.728%.

LGFS had been appointed by StateCover, a workers' compensation insurer, to manage StateCover's investments. On the basis of, amongst other things, S&P's rating of the Rembrandt 2006-2 CPDO as AAA, being the highest possible rating, and representations made by ABN Amro as to the creditworthiness of the CPDO having regard to the AAA rating and the meaning of the CPDO

having a modelled default rate of less than 0.728%, which were decisive considerations for LGFS, LGFS caused StateCover to purchase \$10,000,000 of the Rembrandt 2006-2 CPDO notes.

*(Omissis)*

Thereafter, ABN Amro decided to issue another CPDO to be known as the Rembrandt 2006-3 CPDO, also on the basis of an expected AAA rating from S&P. ABN Amro decided to do this because LGFS had been looking for a structured financial product with a high rating and good return that would enable LGFS to compete with product providers which had been selling Collateralised Debt Obligations (CDOs) to councils with increasing success since about 2003. By 2005 the infiltration of CDOs into LGFS's traditional deposit taking business had caused LGFS's profits to plummet and threatened the ongoing viability of its traditional business model.

Having discovered the CPDO through the Rembrandt 2006-2 transaction, LGFS engaged ABN Amro to model and structure a transaction by which the Rembrandt 2006-3 CPDO notes would be issued with a rating of AAA from S&P. This was done on the basis that ABN Amro was aware that LGFS intended to on-sell as many of the Rembrandt 2006-3 CPDO notes as it could to LGFS's council clients in New South Wales. For its part, S&P was aware that the Rembrandt 2006-3 CPDO notes were intended to be purchased by a single investor in Australia.

*(Omissis)*

By this time, 31 October 2006, when S&P assigned the AAA rating to the Rembrandt 2006-3 CPDO notes, the following additional facts are also apparent:

- S&P had realised that other ratings agencies examining the CPDO were making allowance for ratings migration when S&P had not;

- Mr Rajan of S&P was expressing his continuing doubts about S&P's treatment of LTAS;
- Mr Rajan of S&P was expressing the view that the "current rating (and high coupon) of the CPDO might be worth little, given the high ratings vol [volatility] with this product";
- S&P's New York office considered that market participants knew about the ABN Amro CPDO and were "in no hurry to stay in front of the truck";
- S&P was receiving daily calls on quantitative issues relating to CPDO criteria;
- S&P had still not managed to complete its own model for evaluating the rating of CPDOs and was still using the model it had modified from ABN Amro's model for the DPN;
- S&P considered it was dealing with "a crisis in CPDO land";
- there was debate within S&P about whether S&P's ratings were "under pressure" with the senior ratings analyst who was involved in the rating of the CPDO expressing the view that it was "analytical bs at its worst. I know how those ratings came about and they had nothing to do with the model!";
- a senior S&P analyst in S&P New York expressed the opinion that the S&P employees directly involved in the rating of the CPDO as AAA had been "sandbagged a little" at a time when S&P's model "was a work in progress" and ABN Amro "simply bulldozed it [the rating] through". This analyst recommended that as the AAA rating of CPDO had gained such huge attention in the markets S&P should either stick with all its assumptions "and emphasize that we stress other factors" or stick with its assumptions for existing deals only and then change its assumptions for future deals (S&P in fact adopted the latter option, at least insofar as it treated the Rembrandt 2006-3 CPDO as an existing deal, and thus stuck with its "existing assumptions" for that deal despite S&P having by then recognised the problems with its volatility and starting spread assumptions); and

- another senior S&P employee considered that this “CPDO issue is a real mess” (confirmed a week later by another senior S&P employee who recommended that S&P simply advise ABN Amro that it had “messed up” the rating when S&P used 15% volatility).

S&P nevertheless assigned a rating of AAA to the Rembrandt 2006-3 CPDO. Leaving aside all of the issues of which S&P was aware as set out in the above paragraph:

- if S&P had modelled the Rembrandt 2006-3 CPDO using 25% volatility (with all other inputs remaining the same) the CPDO would not have achieved the AAA rating quantile of 0.728% and could not have been rated AAA by S&P on any rational or reasonable basis;
- if S&P had modelled the Rembrandt 2006-3 CPDO using the actual starting spreads on 31 October 2006 of 29.40 bps (with all other inputs remaining the same including even 15% volatility) the CPDO would not have achieved the AAA rating quantile of 0.728% and could not have been rated AAA by S&P on any rational or reasonable basis; and
- if S&P had modelled the Rembrandt 2006-3 CPDO using the actual starting spreads on 18 October 2006, the date on which ABN Amro hedged that deal and which ABN Amro used to persuade S&P that the Rembrandt 2006-3 CPDO could be rated AAA despite the decreasing spreads, of 32.05 bps (with all other inputs remaining the same including even 15% volatility) the CPDO would not have achieved the AAA rating quantile of 0.728% and could not have been rated AAA by S&P on any rational or reasonable basis.

A reasonably competent ratings agency could not have rated the Rembrandt 2006-3 CPDO AAA in these circumstances.

S&P authorised ABN Amro to disseminate its rating of AAA for the Rembrandt 2006-3 CPDO to potential investors and ABN Amro did so through its Australian office including to LGFS.

On the basis of, amongst other things, S&P's rating of AAA, being the highest possible rating, and representations made by ABN Amro as to the creditworthiness of the CPDO having regard to the AAA rating and the meaning of the CPDO having a modelled default rate of less than 0.728%, both being decisive factors for LGFS, LGFS purchased \$40,000,000 of the Rembrandt 2006-3 CPDO on 2 November 2006 and an additional \$5,000,000 (for which S&P also confirmed a rating of AAA) in January 2007.

From November 2006 to June 2007 LGFS sold approximately \$16,000,000 of CPDO notes to 13 councils in New South Wales which are applicants in these proceedings, as well as some notes to two other councils which are not applicants. LGFS held the balance of the Rembrandt 2006-3 CPDO notes (approximately \$26,000,000) on its balance sheet. The AAA rating of S&P and the involvement of LGFS were both decisive considerations for each council in its decision to invest in the Rembrandt 2006-3 CPDO notes.

*(Omissis)*

In response to the spread widening S&P downgraded its rating of the Rembrandt 2006-2 and 2006-3 CPDO notes from AAA to BBB+ in February 2008. By this time the NAV of the CPDO notes was less than 40% of par. Because it was not permitted to hold the product at the downgraded rating on its balance sheet pursuant to its investment policy, LGFS arranged to sell the Rembrandt 2006-3 notes it still held to its parent company, LGSS, at the then NAV, thereby sustaining a loss of principal of nearly \$16,000,000. The councils continued to hold the notes until they cashed out in October 2008 after which the councils received back less than 10% of the principal they invested.

As explained in the reasons for judgment, I am satisfied that:

- S&P's rating of AAA of the Rembrandt 2006-2 and 2006-3 CPDO notes was misleading and deceptive and involved the publication of information or statements false in material particulars and otherwise involved negligent mis-

representations to the class of potential investors in Australia, which included LGFS and the councils, because by the AAA rating there was conveyed a representation that in S&P's opinion the capacity of the notes to meet all financial obligations was "extremely strong" and a representation that S&P had reached this opinion based on reasonable grounds and as the result of an exercise of reasonable care when neither was true and S&P also knew not to be true at the time made;

- ABN Amro was knowingly concerned in S&P's contraventions of the various statutory provisions proscribing such misleading and deceptive conduct, and also itself engaged in conduct that was misleading and deceptive and published information or statements false in material particulars and otherwise involved negligent misrepresentations to LGFS specifically and the class of potential investors with which ABN Amro knew LGFS intended to deal, being the councils, by reason of ABN Amro's deployment of the AAA rating and its own representations as to the meaning and reliability of the AAA rating which also were not true and ABN Amro knew not to be true at the time made;

- ABN Amro also breached its contract with LGFS under which ABN Amro was to model and structure the transaction by which LGFS would purchase the Rembrandt 2006-3 CPDO notes having a rating assigned by S&P of AAA; and

- LGFS engaged in misleading and deceptive conduct and in one respect the publication of an information or statement false in material particulars and otherwise made negligent misrepresentations to the councils about the Rembrandt 2006-3 CPDO notes and, in addition, breached its Australian financial services licence in advising the councils about and selling to them the notes because the notes were not a debenture and thus not a security but a derivative under the Corporations Act in which LGFS was not licensed to deal and otherwise breached its fiduciary duties to each of the councils.

I have rejected the arguments made by LGFS, S&P and ABN Amro of contributory negligence or the equivalent by the councils. I have also rejected the arguments made by S&P and ABN Amro of contributory negligence or the equivalent by LGFS in respect of, relevantly, the Rembrandt 2006-3 CPDO notes which LGFS did not sell to councils and continued to hold until forced to sell at a loss to its parent company.

As also explained in the reasons for judgment, I am satisfied that, on the basis of the contravening conduct of S&P, ABN Amro and LGFS above:

- LGFS has established its entitlement to damages against S&P and ABN Amro (which are proportionally liable as to 50% each) for LGFS's loss incurred on the sale of the downgraded Rembrandt 2006-3 CPDO notes to its parent company LGSS (\$15,970,184.72);
- LGFS has established its entitlement to damages or equitable contribution from S&P and ABN Amro (which are proportionally liable as to 33⅓% each with LGFS liable for the other 33⅓%) in respect of the settlement LGFS made of the StateCover proceedings against LGFS, S&P and ABN Amro (\$3,175,000);
- the councils have established their entitlement to damages from S&P, ABN Amro and LGFS (which are proportionally liable as to 33⅓% each) being the difference between the principal amount each paid and the payment they received on the cash-out of the notes; and
- the councils have also established their entitlement to equitable compensation from LGFS for breach of fiduciary duty but the measure of equitable compensation is the same as the damages otherwise payable by S&P, ABN Amro and LGFS as to 33⅓% each.

LGFS has also established that it is entitled to indemnity under the contract of insurance between FuturePlus and American Home Assurance Company.

I certify that the preceding three thousand seven hundred and twenty-three (3723) numbered paragraphs are a true copy of the Reasons for Judgment



herein of the Honourable Justice Jagot.

Dated: 5 November 2012

## **DILIGENZA E RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING NEGLI ORIENTAMENTI DI *COMMON LAW*. RIFLESSI SULLE PROSPETTIVE DISCIPLINARI DI TALI SOCIETÀ\***

**SOMMARIO:** 1. Premessa - 2. L'attività di *rating*: in generale - 3. (*Segue*): le particolari analisi sulla finanza strutturata - 4. La diligenza professionale nella responsabilità degli analisti del *rating* - 5. Ipotesi di responsabilità civile nella riforma della regolamentazione comunitaria - 6. Evoluzione del diritto giurisprudenziale nell'individuazione di profili di responsabilità - 7. Conclusioni

1. La sentenza in commento offre significativi spunti di riflessione per l'approfondimento della tematica relativa al regime di responsabilità imputabile alle agenzie di *rating* in caso di erronea valutazione di prodotti finanziari. La Corte Federale australiana, analizzando la fattispecie ad essa sottoposta, individua una specifica tutela risarcitoria a favore di un gruppo di soggetti riuniti in una *class action* contro Standard&Poor's, ABNAmro e la società di consulenza finanziaria australiana LGFS intermediatrice nell'acquisto dei titoli oggetto della controversia al suo esame. Più in particolare, si versa in presenza di rapporti nei quali errati giudizi di *rating* hanno causato danni a carico di coloro che sui medesimi hanno fatto affidamento al fine di selezionare il proprio portafoglio di investimento.

Si è in presenza, pertanto, di un caso giudiziario che assume particolare importanza in quanto in essa si dà rilievo al legame che intercorre tra l'attività

---

\* Contributo approvato dai revisori.

posta in essere dalle agenzie (legittimate ad operare sulla base del noto modello «*issuer-pays*»<sup>2</sup>) e gli operatori che utilizzano le informazioni da esse diffuse<sup>3</sup>.

L'imputazione in capo alle società di *rating* di un obbligo di risarcimento del danno (subito dagli investitori a fronte di fuorvianti analisi del merito creditizio degli emittenti) induce a ritenere che il *rating* finanziario abbia gradualmente mutato la sua valenza sostanziale; ciò con riguardo alla possibilità di superare la tesi a lungo rappresentata dalle agenzie di ricondurre le valutazioni da esse espresse ad una mera «opinione»<sup>4</sup>. Ora, infatti, il *rating* assume la caratteristica di una certificazione della qualità del prodotto oggetto di negoziazione, giudizio della cui correttezza l'agenzia è chiamata a rispondere.

---

<sup>2</sup> La valutazione del merito creditizio si colloca all'interno di un meccanismo detto «*issuer pays model*», in virtù del quale il giudizio di *rating* identifica la prestazione sinallagmaticamente offerta dall'Agenzia a fronte di specifici compensi delle società richiedenti. Va da sé che le informazioni per tal via rilasciate non limitano la propria funzione al contesto strategico-operativo delle società richiedenti, ma denota effetti di valenza generale (che vanno aldilà del circoscritto ambito dei soggetti committenti). Cfr. HARPER, *Credit Rating Agencies Deserve Credit for the 2007-2008 Financial Crisis: An Analysis of CRA Liability Following the Enactment of the Dodd-Frank Act*, in *Washington and Lee Law Review*, 2011, vol. 68, issue 4; COFFEE, *Rating Reform: the Good, the Bad, and the Ugly*, in *Harvard Business Law Review*, 2011, vol.1; BOLTON – FREIXAS – SHAPIRO, *The Credit Ratings Game*, EFA 2009 Bergen Meetings Paper; CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012; PARMEGGIANI - GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2012, n. 1, p. 45 ss.; ENRIQUES – GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione dei rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2010, n. 2, p. 475 ss.; MIGLIONICO, *Enhancing The Regulation Of Credit Rating Agencies, in search of a Method*, Napoli, 2012.

<sup>3</sup> Per approfondimenti relativi ai principi di legittimazione e di responsabilità delle agenzie di *rating* si veda CAPRIGLIONE – SEMERARO, *op. cit.*, p. 58 ss.

<sup>4</sup> Va fatto presente che le agenzie di *rating* sono solite difendere i propri giudizi da qualsivoglia responsabilità nei confronti di terzi investitori sulla base della considerazione che essi non rappresentano delle raccomandazioni all'investimento, bensì delle mere opinioni, la cui diffusione è tutelata dalla libertà di opinione sancita dal Primo Emendamento della Costituzione americana e parificata alle informazioni diffuse da tutte le altre forme di stampa finanziaria. Da qui, il soprannome di «*world's shortest editorials*» volto ad identificare le classificazioni alfanumeriche utilizzate dalle agenzie nell'emissione delle loro valutazioni. Cfr. HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials? An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell L. Rev.*, 75, 1990, p. 411.

Ne consegue che, a seguito della decisione in esame, la configurazione di una forma di responsabilità civile in capo alle agenzie di *rating* sembra destinata a rappresentare l'unica via percorribile per stornare le implicazioni negative dell'attività in parola. Ed invero, il risarcimento del danno subito dagli investitori, riflettendo il livello di affidamento che questi ultimi riservano ai giudizi di *rating*, identifica una valida «contropartita» rispetto alla possibilità che un incontrollato *agere* di tali società si risolva a danno degli equilibri di mercato; ciò in quanto l'azione posta in essere dalle medesime potrebbe risultare strumentale al perseguimento di finalità diverse da quelle cui istituzionalmente sono preordinate<sup>5</sup>.

2. La fattispecie giuridiziarica in esame induce a riflettere sulle ripercussioni negative che negli ultimi anni il meccanismo del *rating* ha fatto registrare sull'operatività dei mercati finanziari. La veridicità di tale assunto trova fondamento nell'influenza che le valutazioni di cui trattasi esercitano sull'andamento delle negoziazioni dei titoli quotati. Da qui, l'esigenza di indagare sui profili costitutivi di tale attività, nonché sulle logiche comportamentali che orientano gli analisti nella formulazione dei giudizi.

A ben considerare, in tempi recenti la credibilità del *rating* è stata pesantemente minata dalla realizzazione di condotte negligenti poste in essere dalle agenzie che svolgono l'attività in parola. Ed invero, la regolarità dell'*agere* di queste ultime risulta condizionata da molteplici fattori che incidono negativamente sulle valutazioni prodromiche all'emissione del *rating*.

---

<sup>5</sup> Cfr. ONADO, *Cada il tabù sui sacerdoti del rating*, in un editoriale apparso su *Il Sole 24Ore* del giorno 13 novembre 2012, nel quale l'A. evidenzia che l'individuazione di una specifica tutela risarcitoria a favore degli investitori presenti sul mercato costituisce per le agenzie di *rating* «il prezzo da pagare per l'enorme importanza che i loro giudizi ora rivestono o, se si preferisce, la contropartita dei lauti profitti dell'ultimo ventennio».

Tra questi assume specifico rilievo la presenza di conflitti di interesse<sup>6</sup> spesso sottesi all'attività di cui trattasi; essi provengono o da intrecci di partecipazioni societarie (che caratterizzano la gran parte dei *raters*), o dalla presenza di uno stretto legame tra «valutatore» e «valutato» (che trova fondamento nell'applicazione cd. «*issuer-pays model*»)<sup>7</sup>. A ciò si aggiungano gli effetti derivanti dalla circostanza che, proprio in relazione agli indicati intrecci partecipativi, il mercato del *rating* ha finito con l'assumere natura *latu sensu* oligopolistica<sup>8</sup>; a quest'ultima si correla poi un peculiare «effetto *lock-in*»<sup>9</sup> che induce gli emittenti ad attuare un processo di fidelizzazione verso le società esistenti, nel contempo limitando l'ingresso di nuovi *competitors*.

Sotto un profilo più strettamente giuridico, l'inquadramento dei tratti distintivi dell'attività di *rating* deve necessariamente essere valutato alla luce del fenomeno della cd. «*over-reliance*», che negli ultimi anni ha contraddistinto la normativa del settore economico-finanziario<sup>10</sup>. In proposito, come ha avuto modo di sottolineare un'autorevole dottrina, il legislatore, riconoscen-

---

<sup>6</sup> Cfr. LENER – RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2., p. 353 ss.; GRANATA, *Rating e conflitti di interesse: alla ricerca di soluzioni*, *Ibidem*, p. 375 ss.; PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, LITAN - FUCHITA, *Financial gatekeepers: Can they protect investors?*, *Brookings Institution*, 2006, p. 13

<sup>7</sup> Cfr. ANDENAS, *Credit rating agencies, their regulation and civil liability in the European Union*, in *Law and Econ. Yearly Review*, 2012, n. 2, p. 264 ss., ove si sottolinea che «*Issuers solicit and pay for the ratings of their own debt instruments. In this model, not the investor, but the issuer or debtor of the financial instrument selects the CRA. Conflicts of interest are inherent in this model*».

<sup>8</sup> Cfr. OECD, *Competition and Credit Agencies*, 2010; FERRI – LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2., p. 299 ss.

<sup>9</sup> Tipicamente la clientela delle agenzie di *rating* subisce un forte effetto fidelizzazione dovuto principalmente al rischio che la modifica dei propri rapporti contrattuali possa essere interpretata dal mercato come un riflesso negativo del cambiamento del relativo merito creditizio. Sul punto, viene in considerazione l'obbligo di rotazione, inserito nella Proposta di modifica COM (2011)747 al Reg. 1060/2009, mediante il quale si stabilisce un limite temporale massimo alla relazione d'affari tra l'*issuer* e l'agenzia.

<sup>10</sup> Si pensi, a titolo esemplificativo, alla regolamentazione prudenziale per gli intermediari creditizi, alla disciplina di implementazione delle direttive Solvency I per le imprese di assicurazione, alla normativa relativa agli investimenti dei patrimoni gestiti (direttiva 2007/16/CE), nonché agli obblighi di informazione al mercato che vengono generalmente adempiuti mediante la comunicazione del *rating* dei titoli, con particolare riferimento al settore delle cartolarizzazioni.

do i tratti positivi del *rating*, ha dato luogo ad un processo di «abdicazione regolamentare»<sup>11</sup> al fine di utilizzare il *rating* come valido strumento per un'efficiente diffusione dell'informazione. Ne è conseguita una stretta correlazione tra l'attività delle agenzie e l'identificazione di forme indirette di supervisione sulla solidità economica e patrimoniale degli emittenti; a questa ha fatto riscontro, peraltro, l'emersione di un «*favor* per il riconoscimento dell'attività delle agenzie»<sup>12</sup> a livello ordinamentale che ne ha valorizzato l'utilità, attribuendo ai giudizi espressi da queste ultime un ruolo cruciale nell'ordinaria operatività degli investitori e, più in generale, nella salvaguardia della stabilità dell'intero sistema finanziario. Ciò non esclude peraltro la configurabilità di riflessi negativi dell'operatività svolta dalle società di *rating* le quali, in una logica di autoreferenzialità, si sono sentite sottratte a valutazioni di tipo reputazionale, orientandosi frequentemente verso comportamenti caratterizzati da *moral hazard*.

A supporto di tali considerazioni vanno tenuti presenti i fallimenti di talune società internazionali (si pensi, a titolo esemplificativo, ai casi Enron, Parmalat e Lehman Brothers), fallimenti che hanno smentito i giudizi positivi che le agenzie di *rating* (incaricate di valutare il grado di solvibilità finanziaria di dette società) avevano in precedenza formulato. Ed invero, i giudizi diffusi dalle agenzie avevano indotto il mercato a formulare stime elevate sull'affidabilità di emittenti poi caduti in *default*; stime evidentemente contrarie alla effettiva situazione deterioramento della situazione finanziaria, economica e patrimoniale dei soggetti in questione, cui si devono conseguen-

---

<sup>11</sup> Cfr. ENRIQUES, *Rating e regolamentazione*, intervento al Convegno "Mercati, agenzie di rating e regole: per un circolo virtuoso", Milano, 2010, il cui testo è stato pubblicato sul sito della Consob. Più in particolare, l'A. rileva che tale processo contribuisce alla creazione di una <<domanda artificiale>> dell'attività di attribuzione del *rating*, causando un forte incremento dell'influenza delle agenzie sull'operatività degli intermediari.

<sup>12</sup> Cfr. CAPRIGLIONE – SEMERARO, *op. cit.*, p. 56, nel quale si sottolinea lo «stretto nesso che (l'attività di rating) presenta con gli obiettivi propri della disciplina speciale relativa al settore bancario finanziario».

temente le ingenti perdite subite dagli investitori che avevano fatto affidamento su analisi poi rivelatesi distorte ed eccessivamente benevole.

Ne consegue pertanto che, sempre più frequentemente, i giudizi formulati sui soggetti sottoposti ad esame - sebbene sintetizzati mediante l'utilizzo di specifiche scale alfanumeriche (valide vuoi a livello internazionale, vuoi intersettoriale)<sup>13</sup> - costituiscono il risultato di valutazioni di dubbia oggettività; sì come è dato desumere dalle indicazioni della decisione in commento, che tiene a sottolineare il mancato rispetto nella fattispecie dei fondamentali principi di correttezza e di diligenza professionale.

Va da sé che, in presenza di orientamenti giurisprudenziali come quello espresso dalla Corte Federale di Sidney, si addiène ad un generalizzato calo di fiducia nell'attività delle agenzie, con ovvie ripercussioni sui processi decisionali degli investitori poco propensi a fare affidamento su informazioni talora disancorate dalla realtà di mercato.

3. L'indagine relativa all'attività di *credit rating* (e, più specificamente, alla regolarità delle valutazioni di cui essa si compone) non può prescindere dall'analisi dei prodotti finanziari sottoposti al giudizio delle agenzie.

Al riguardo, si rileva come il contesto operativo in cui si colloca la decisione della Corte Federale di Sidney sia caratterizzato da un elevato livello di complessità tecnica e finanziaria; ciò in quanto l'investimento sottoposto all'esame di Standard&Poor's è costituito da un prodotto derivato strutturato, negoziato sul mercato finanziario come «*constant proportion debt obligation*» (cd. «CPDO»). Più in particolare, la diffusione di tale strumento

---

<sup>13</sup> Tipicamente, i caratteri alfanumerici utilizzati dalle agenzie per individuare il giudizio sintetico sull'affidabilità creditizia del soggetto esaminato possono classificarsi in base a tre grandi macrocategorie. Il discrimine fondamentale è, infatti, tra «*investment grade*» (in cui vengono ricompresi i giudizi da AAA a BBB-), «*speculative grade*» (corrispondenti a BB+ in poi) e «*junk bonds*» (C e D che indicano l'imminente fallimento), in base ai quali è possibile suddividere i titoli in base ai relativi profili di rischio-rendimento.

d'investimento nel mercato australiano è avvenuta mediante emissione di due *tranches*, denominate «Rembrandt 2006- 2 CPDO» e «Rembrandt 2006-3 CPDO»<sup>14</sup>, cui si è accompagnata, in entrambi i casi, l'attribuzione di un *rating* di Tripla A da parte della società S&P (la quale, secondo il Giudice di merito, ha agito in accordo con l'emittente ABN Amro, dando luogo ad una situazione di chiaro conflitto di interesse<sup>15</sup>).

Orbene, tale *rating*, in base alle valutazioni poi effettuate dalla Magistratura in sede giudiziaria, si è rivelato essere il portato di un'analisi distorta della redditività del titolo (disallineata, dunque, dal reale livello di rischio-rendimento dell'investimento in questione)<sup>16</sup>.

È evidente che il settore della finanza strutturata presenta un grado di complessità tecnica e strategica ben più elevato rispetto a quello relativo ai prodotti finanziari di tipo *corporate* (tra i quali vengono annoverate le negoziazioni di titoli obbligazionari di società).

Più specificamente, l'emissione di strumenti derivati si fonda su una combinazione di molteplici variabili di natura statistico-matematica; al contempo, i prodotti in parola sono soggetti a standardizzazioni basate su indici e

---

<sup>14</sup> Più in particolare, dalla sentenza in comment si evince che «*S&P's rating of AAA of the Rembrandt 2006-2 and 2006-3 CPDO notes was misleading and deceptive and involved the publication of information or statements false in material particulars and otherwise involved negligent misrepresentations to the class of potential investors in Australia*». Particolare riguardo, altresì, deve attribuirsi al nominato concetto di «*negligent misrepresentations*» che, come si avrà modo di evidenziare in seguito, costituisce il fondamento per l'attribuzione di una «*tort of negligence*» in capo all'agenzia di *rating*, nella quale è implicita il «*duty of care*» in capo alla stessa e il conseguente obbligo di risarcimento nei confronti degli investitori che nutrono un legittimo affidamento dei giudizi dalla medesima espressi.

<sup>15</sup> Ed invero, nella sentenza si sottolinea che «*ABN Amro engaged S&P to rate the CPDO. In so doing ABN Amro pressed S&P to adopt as the basis for the rating ABN Amro's model inputs. (...) ABN Amro sought to persuade S&P to adopt its inputs in numerous communications*».

<sup>16</sup> Deve sottolinearsi, infatti, che «*the experts living evidence in the case agreed that in order to rate the CPDO a reasonably competent ratings agency had to model the performance of the CPDO on the basis of ranges of inputs or market conditions which included both reasonably anticipated or expected (that is, non-stressed) inputs or market conditions and exceptional but plausible (that is, stressed) inputs or market conditions*».



su flussi di cassa attesi (che talvolta non trovano piena corrispondenza nel reale andamento dei mercati)<sup>17</sup>.

A ben considerare, la circolazione di tali strumenti complessi, sebbene risulti strumentale al soddisfacimento dell'esigenza di «completezza del mercato»<sup>18</sup>, è correlata talora all'emersione di problematiche afferenti al grado di affidabilità dell'investimento, alle tecniche di misurazione della volatilità dei rendimenti, nonché all'informativa resa disponibile agli investitori presenti sul mercato<sup>19</sup>.

Ciò posto, si rileva che l'attività degli analisti del *rating* presenta taluni «limiti intrinseci» che ostacolano la corretta interpretazione dei profili di rischio concernenti la tipologia di investimento in esame<sup>20</sup>. Da qui, la difficoltà in capo alle agenzie di identificare il livello di affidabilità creditizia di tali strumenti finanziari; difficoltà che, come evidenziato nelle decisioni assunte dal

---

<sup>17</sup> Cfr. FORESTIERI, *Corporate & Investment Banking*, Milano, 2009; PALMIERI, *Finanza strutturata e fiducia tradita. I gatti e le volpi*, Padova, 2007.

<sup>18</sup> Cfr. FORESTIERI, *Corporate*, cit., p. 6, ove di evidenza che per «completezza del mercato» si intende «la capacità di soddisfare in modo efficiente qualsiasi preferenza degli operatori, sia dal lato dell'offerta di risparmio, sia da quello dell'utilizzo del capitale».

<sup>19</sup> Cfr. PRESTI, *Le agenzie di «rating»: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, n.1, p. 65 ss., ove l'A. evidenzia il legame indiretto che negli anni si è riscontrato tra la circolazione dei prodotti di finanza strutturata e l'attività posta in essere dalle agenzie di *rating*; ID., *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n.2, p. 251 ss., dove si sottolinea che nel settore della finanza strutturata «il *rating* diviene la ragione fondamentale per cui un'operazione viene effettuata: scopo delle cartolarizzazioni è, infatti, di migliorare il *rating* creditizio delle attività sottostanti ai titoli in modo da (...) richiamare il vorace appetito degli investitori istituzionali»; KOTHARI, *Securitization. The financial Instrument of the Future*, Singapore, 2006, p. 320, in cui si sottolinea che «*the nature of ratings in structured finance is ex ante, that is, the structure follows the ratings. Thus, the structuring of the transaction is driven by the rating agencies*».

<sup>20</sup> Cfr. FENDER – MITCHELL, *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego del rating*, in *Rassegna trimestrale BRI*, giugno 2005, p. 73 ss., disponibile su [www.bis.org](http://www.bis.org), ove si evidenzia che «le agenzie di rating, stante il loro tradizionale ruolo di “controllori delegati” della rischiosità degli strumenti di debito, hanno naturalmente assunto un ruolo preminente nell'offerta di questi servizi, la cui importanza è stata senza dubbio accentuata dalla complessità dei prodotti in questione»; PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca Impresa Società*, 2010, n. 3, p. 459 ss.; DE LAURENTIS, *Miti e verità delle performance predittive e delle metodologie dei rating di agenzia*, intervento tenuto nell'ambito del Convegno «*Le agenzie di rating*», Salerno, 9 novembre 2012.



Giudice australiano, non di rado si risolve nell'attribuzione di giudizi prestabiliti *ex-ante*, supportati da analisi e misurazioni tecniche definite *ad hoc* (nelle quali, cioè, i valori presi in considerazione dalla società di *rating* sono funzionali all'ottenimento di un risultato predefinito)<sup>21</sup>.

Ne consegue, pertanto, che la configurazione di un regime di responsabilità civile - cui si riconnette l'individuazione di una tutela risarcitoria a favore degli investitori danneggiati da *rating* fuorvianti – assume un significato peculiare; essa, infatti, può considerarsi come un valido strumento deterrente di cui il legislatore può avvalersi al fine di sanzionare l'implementazione di condotte negligenti da parte delle agenzie in parola e, più in generale, per ostacolare la realizzazione di un *agere* disallineato dalla loro ordinaria operatività.

4. L'assenza di una compiuta regolamentazione ha reso fino ad ora complessa l'identificazione del regime di responsabilità ascrivibile alle agenzie con riguardo all'attività svolta nei confronti dei soggetti utilizzatori del *rating*<sup>22</sup>. L'esigenza di colmare tale vuoto normativo appare ben più evidente se

---

<sup>21</sup> Ed invero, la sentenza in commento evidenzia come l'emissione del rating AAA sia il frutto di analisi e assunzioni matematiche pilotate proprio dalla volontà di S&P (e di ABN Amro) di assegnare agli strumenti derivati oggetto di negoziazione un merito creditizio elevato. Non a caso, il Giudice rileva che «*ABN Amro had a good idea of how S&P would model the performance of the CPDO to assess its creditworthiness and thus rating. ABN Amro knew that in order for the CPDO to be rated AAA (the highest possible rating), as ABN Amro sought, the modelled performance of the CPDO using Monte Carlo modelling would have to show a default rate of less than 0,728%*». In dottrina, si veda HILL, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington Univ. Law Quart.*, 2004, p. 49, ove l'A. evidenzia che «*structured finance transactions are typically rating-driven: most transactions are structured precisely to achieve a particular (high) rating*».

<sup>22</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012; SANNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011; MARANIELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, p. 635 ss.; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contratto e Impresa*, 2008, n.1, p. 164 ss.; PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv.*

si considera il tenore delle valutazioni attuate dai *raters* e la rilevanza di queste ultime sul corretto svolgimento delle negoziazioni finanziarie<sup>23</sup>.

Nella sentenza in commento si individua un'apertura del Giudice verso l'ipotesi che ravvisa nell'inosservanza del dovere di diligenza il presupposto per l'ammissione della risarcibilità del danno causato agli utilizzatori del *rating* (le cui decisioni d'investimento sono state fondate su giudizi rivelatesi poi errati). Tale orientamento appare coerente con l'impostazione seguita negli ordinamenti di *common law* nei quali l'identificazione di un «*tort of negligence*» costituisce il fondamento per l'attribuzione di uno specifico «*duty of care*» da esercitare nell'ambito di una ordinaria operatività<sup>24</sup>. Da qui, l'importanza dell'analisi (relativa alla condotta di S&P) effettuata dalla Corte australiana, la quale mira a definire gli *standards* comportamentali che, in virtù della natura professionale del servizio di *rating*, devono essere richiesti alle agenzie specializzate nello svolgimento delle operazioni che a queste fanno capo.

Consegue uno stretto nesso tra la mancanza di diligenza e perizia (da commisurare alla preparazione tecnica e al grado di esperienza che contraddistingue l'*agere* degli analisti nella formulazione dei giudizi) e il danno recato agli investitori. L'opinione del Giudice di merito - secondo cui S&P avrebbe fornito una serie di «*negligent misrepresentations to the class of potential in-*

---

*dir. civ.*, 2009, fasc. 6, p. 713 ss.; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e Impresa*, 2011, n. 3, p.764 ss.

<sup>23</sup> Cfr. MONTI, *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in *Bancaria*, 1995, p. 16, in cui l'A. sottolinea l'assenza di un'adeguata attenzione all'attività di *rating* in sede dottrinale; TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto di interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 930, ove si evidenzia la mancanza di una regolamentazione giuridica speciale e di un sistema pubblico di controllo per le agenzie di *rating*; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, fasc. I, p. 121 ss.

<sup>24</sup> Cfr. VILLA, *Il tort of negligence nel sistema inglese dei fatti illeciti*, in *Contratto e Impresa*, 2011, n. 1, p. 263 ss, ove si evidenziano gli elementi costitutivi del *tort of negligence* e la componente del danno nei diritto dei *torts*.

vestors» - consente di ritenere la sussistenza di un danno (a carico di questi ultimi) in presenza di comportamenti lesivi dell'agenzia<sup>25</sup>. Di certo, l'impiego del rimedio processuale della *class action* ha giocato un ruolo fondamentale nella promozione dell'azione giudiziale<sup>26</sup>; essa, infatti, ha salvaguardato una molteplicità di interessi omogenei (*i.e.* la restaurazione delle perdite subite dalle municipalità australiane, in qualità di investitori non professionali e, dunque, bisognosi di tutela), riconducendoli all'esercizio di un'unica azione risarcitoria contro l'agenzia di *rating*.

Volendo trarre dalla fattispecie in esame utili spunti ai fini dell'inquadramento di tale problematica nell'ambito degli ordinamenti di *civil law*, è necessario muovere dalle tesi che in questi ultimi vengono prospettate in materia di responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

Al riguardo, va fatta presente l'ipotesi di una «responsabilità da contatto sociale»<sup>27</sup> che, ad avviso di una parte della dottrina, si individua con riguardo al riconoscimento di un particolare ruolo e *status* giuridico alle agenzie soggette a registrazione presso l'Esma (ricorrendo in particolare la normativa prevista dal Titolo III, capo I del Regolamento CE n. 1060/2009, modificato dal Reg. CE n. 513/2011); ciò, in considerazione dello «specifico ed

---

<sup>25</sup> In proposito si ricorda l'applicazione del cd. «*neighbour principle*» utilizzato negli ordinamenti di *common law* per individuare in alcuni casi giudiziari il gruppo di soggetti che può essere direttamente danneggiato dal comportamento lesivo di un altro soggetto. Cfr. VILLA, *op. cit.*, p. 268.

<sup>26</sup> Cfr. BELLINI, *Class action e mercato finanziario: l'esperienza nordamericana*, in *Danno e resp.*, 2005, n. 8-9, p. 817 ss. Nell'ordinamento italiano l'azione di classe è disciplinata dal codice del consumo all'art. 140-bis. Tale disciplina è stata recentemente modificata dalla l. 24 marzo 2012 n. 27, di conversione del d.l. 24 gennaio 2012 (Misure urgenti in materia di concorrenza, liberalizzazioni e infrastrutture). In dottrina, cfr. RESCIGNO, *L'introduzione della class action nell'ordinamento italiano. Profili generali*, in *Giur. comm.*, 2005, p. 417 ss.; PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007; SARTORI, *La class action in ambito bancario*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, a cura di Urbani, Padova, 2010.

<sup>27</sup> Cfr. FRANZONI, *Il contatto sociale non vale solo per il medico*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, n. 9, p. 1693 ss.

incolpevole»<sup>28</sup> *affidamento* che l'investitore ripone nella correttezza e veridicità delle informazioni racchiuse nei giudizi<sup>29</sup>. Inoltre, il peculiare legame tra *rating* e decisioni d'investimento (assunte dai risparmiatori) viene desunto anche dalla logica adottata dal legislatore comunitario nel nominato Regolamento CE n. 1060/2009, essendo in quest'ultimo definiti i giudizi di *rating* come «elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti», la cui diffusione dà luogo ad «un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori»<sup>30</sup>.

V'è da chiedersi, altresì, se tale tesi possa trovare ulteriore supporto in presenza delle odierne tecniche di comunicazione informatica che sembrano in grado di ampliare la configurabilità del «contatto sociale»; sì che quest'ultimo divenga ravvisabile ogniqualvolta il ricorso a forme relazionali di tipo innovativo (*internet, call conference, etc.*) rendano attuabili meccanismi di interazione destinati, sul piano delle concretezze, a dar vita a rapporti sui

---

<sup>28</sup> Cfr. MARANIELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, *op. cit.*, p. 637, ove si evidenzia che la responsabilità delle agenzie di *rating* deriva dalla «violazione di specifici obblighi comportamentali afferenti ad un soggetto a causa del ruolo o dello *status* professionale rivestiti dal medesimo» e, dunque, non è assimilabile alla «violazione del dovere generale del *neminem ledere*, gravante sul *quisque de populo*».

<sup>29</sup> Cfr. CAPRIGLIONE – SEMERARO, *op. cit.*, p. 60; SCARONI, *op. cit.*, p. 823; MAZZONI, *Osservazioni in tema di responsabilità civile degli analisti finanziari*, in *Anal. giur. econ.*, 2002, n. 2, p. 226 ss.; ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità – commento alla sentenza del Tribunale di Catanzaro del 2 marzo 2012*, in *questa Rivista*, 2012, n. 1, p. 14 ss. Ed invero, l'affidamento che per solito il risparmiatore ripone nei giudizi di *rating* appare desumibile dall'orientamento giurisprudenziale che ravvisa profili di responsabilità in capo agli intermediari per effetto della mancata trasmissione ai relativi clienti delle valutazioni effettuate dalle agenzie specializzate. Il *rating* sembra rappresentare, dunque, una parte integrante del processo decisionale dell'investitore, per tal sì che la mancata segnalazione costituisce una violazione degli obblighi informativi in capo agli intermediari finanziari. Si vedano sul punto le decisioni del Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005; Trib. Catania, 5 maggio 2006; Trib. Cagliari, 2 gennaio 2006.

<sup>30</sup> Cfr. considerando (1) del Regolamento CE n. 1060/2009, nel quale si sottolinea l'esigenza di salvaguardare il rispetto dei canoni di «integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale» nell'ambito dell'ordinaria operatività delle agenzie di *rating*. Deve comunque tenersi presente l'invito del legislatore comunitario rivolto agli investitori a non riporre un totale affidamento alle valutazioni in parola, bensì ad utilizzarle solo dopo aver svolto tutte gli accertamenti necessari con l'«opportuna diligenza» (considerando n. 10).

quali il *rating* esplica la sua funzione. A ben considerare, infatti, la nozione di contatto sociale non va necessariamente circoscritta a casi nei quali si riscontrano forme di incontro diretto tra più soggetti; sulla base di quanto si è testé detto, essa potrebbe registrarsi anche in presenza di informazioni (potenzialmente rivolte ad una indistinta pluralità di soggetti) diffuse mediante meccanismi telematici di trasmissione.

È appena il caso di ricordare che è di gran lunga prevalente l'orientamento dottrinale che riconduce la responsabilità delle agenzie in un ambito di natura extracontrattuale; all'uopo viene richiamato il disposto dell'art. 2043 c.c. che, peraltro, pone a carico del danneggiato l'onere di provare la sussistenza di una colpa (ovvero del dolo) del *rater*, nonché il danno ingiusto (da lui subito) e il nesso di causalità tra quest'ultimo ed il giudizio errato<sup>31</sup>. Va da sé che l'assenza di uno specifico rapporto contrattuale tra l'agenzia specializzata e l'investitore limita necessariamente la portata della tutela attivabile (ricondotta tra le forme di responsabilità che, per solito, vengono imputate ai soggetti che operano sul mercato dell'informazione)<sup>32</sup>.

Altra forma di responsabilità rappresentata da autorevole dottrina con riguardo ad un *agere* delle società di rating dal quale derivi un danno agli investitori è quella della *colpa presunta*<sup>33</sup>; verosimilmente si individua per tal via un aggravio del regime extracontrattuale *tout court*, nella misura in cui, attraverso il riferimento alla presunzione, si tenta di sollevare l'investitore dagli oneri probatori tipicamente correlati alla generica attribuzione di colpa. E'

---

<sup>31</sup> Al riguardo, la dottrina è concorde nel ritenere la prova del nesso di causalità alla stregua di una *probatio diabolica*. Cfr. MARANIELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, *op. cit.*, p. 650; DI DONNA, *op. cit.*, p. 419; MAZZONI, *op. cit.*, p. 248.

<sup>32</sup> Cfr. DI DONNA, *op. cit.*, p. 259 ss., ove si rileva che, a fronte della libera circolazione delle informazioni sul mercato, l'ordinamento giuridico ravvisa la presenza di una molteplicità di operatori (tra i quali si evidenziano gli emittenti, le società di revisione, gli analisti finanziari, nonché la stampa specializzata) soggetti a specifici modelli di responsabilità extracontrattuale nei confronti degli investitori.

<sup>33</sup> Cfr. ALPA, intervento al Seminario "La responsabilità civile delle agenzie di rating", tenutosi il 30 gennaio 2013, presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma.

evidente come le regolazioni nazionali, ove disciplinino in tale modalità la materia oggetto d'esame, sono in grado di incentivare gli analisti del *rating* ad assumere comportamenti in linea con i principi di correttezza e di trasparenza che dovrebbero contraddistinguere tutti coloro che intervengono sui mercati finanziari.

Resta ferma, comunque, l'esigenza di ristabilire un adeguato equilibrio tra chi subisce il danno (*i.e.* il pregiudizio economico derivante da investimenti finanziari, la cui convenienza si rivela - *ex post* - falsata da *rating* creditizi inesatti) e chi lo provoca mediante condotte di dubbia correttezza<sup>34</sup>. Sul punto, rileva il generale principio della «tutela del risparmio», il quale - come è noto - nel nostro ordinamento ha rilevanza costituzionale; più in particolare, deve aversi riguardo alla salvaguardia dei soggetti che nei mercati finanziari operano in una posizione di *debolezza*.

5. La proposta di modifica COM(2011)747 del Reg. CE n. 1060/2009<sup>35</sup> presentata dalla Commissione Europea (e recentemente approvata dal Parlamento europeo) reca una disciplina specifica riguardante la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori. Più in particolare, l'art. 35-*bis* introduce una tutela risarcitoria a favore dei soggetti danneggiati, la cui applicabilità è limitata ai casi in cui l'agenzia incorra in talune violazioni (di natura organizzativa ed operativa) previste dall'Allegato III. Trattasi di vio-

---

<sup>34</sup> Cfr. MONTI, ESMANECH, TAMAGNINI, *Il rating: un'opportunità per le banche italiane?*, Milano, 1996, p. 13, ove si considera il *rating* come un «biglietto da visita» che «pone l'investitore nella possibilità di selezionare» le migliori opportunità di investimento sul mercato, sebbene le valutazioni di natura patrimoniale e finanziaria ad esse connesse non devono prescindere da ulteriori considerazioni circa l'affidabilità del soggetto emittente; SALVI, DALLOCCIO, *Le modifiche del rating influenzano il comportamento degli investitori?*, in *Econ. e management*, 2006, n. 5, p. 79 ss.

<sup>35</sup> Già in precedenza modificato dal Reg. CE n. 513/2011 (concernente i poteri di vigilanza attribuiti all'Esma), completato da alcuni regolamenti delegati (Reg. CE n. 272/2012; Reg. CE n. 446/2012; Reg. CE n. 447/2012; Reg. CE n. 448/2012; Reg. CE n. 449/2012; Reg. CE n. 946/2012) finalizzati alla specificazione delle modalità di realizzazione della vigilanza a livello comunitario.

lazioni alle quali deve necessariamente accompagnarsi un comportamento (da parte dell'agenzia) caratterizzato da dolo ovvero da negligenza grave<sup>36</sup>, che l'investitore sarà tenuto - poi - a dimostrare in sede giudiziale.

E' evidente l'intento del legislatore europeo di omogeneizzare in sede comunitaria i criteri di risoluzione del problema che ci occupa; ciò, evitando la possibilità di un ricorso da parte dei singoli ordinamenti europei ai principi di responsabilità civile propri dei diversi sistemi nazionali. Sicché, l'adozione di un regime di dolo o colpa grave in sede UE sembra destinato a vincolare il riconoscimento di una tutela risarcitoria (a favore degli investitori) alla sussistenza di comportamenti negligenti e scorretti di peculiare intensità, alle quali va ricollegata la valutazione della condotta tenuta dall'agenzia nell'orientarsi verso giudizi distorti e fuorvianti<sup>37</sup>.

Peraltro, va osservato come la normativa sopra menzionata possa dar luogo ad implicazioni negative sotto il profilo della salvaguardia dell'equilibrio dei mercati finanziari. A ben considerare, infatti, la limitazione dell'ambito della responsabilità delle agenzie in quello della colpa grave apre un significativo spazio alla libertà d'azione di tali soggetti (con ovvi riflessi in ordine ad un possibile aggravio della discrezionalità che, per solito, caratterizza le valutazioni poste in essere).

Le ragioni dell'introduzione dell'art. 35-*bis* sopra richiamato sembrano rinvenirsi più nella volontà del regolatore europeo di sottoporre le agenzie ad una ulteriore forma di vigilanza prudenziale che nel soddisfacimento dell'esigenza di una *effettiva* tutela extracontrattuale degli investitori. Le fattispecie di responsabilità sono state, dunque, tipizzate in vista di una più stringente attenzione verso gli assetti tecnico-organizzativi, operativi e strut-

---

<sup>36</sup> Cfr. ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Torino, 2010.

<sup>37</sup> Cfr. DI DONNA, *op. cit.*, p. 438, ove si considera l'imposizione della colpa grave come un «errore giuridico», nella misura in cui la violazione dei doveri prescritti dal Regolamento dovrebbe di per sé dar luogo ad una responsabilità, «a prescindere dalla prova della negligenza grave o del dolo della condotta inadempiente».

turali dei *raters* (assetti che si pongono a fondamento di una corretta e trasparente modalità operativa nell'elaborazione dei giudizi). Non a caso, le violazioni di cui all'Allegato III del nominato Reg. CE n. 1060/2009 costituiscono oggetto di specifiche che sanzioni amministrative pecuniarie che l'Esma è obbligata ad erogare alle agenzie in relazione ai suoi compiti istituzionali di controllo ispettivo ed informativo<sup>38</sup>.

6. Negli ultimi anni la materia del *rating* è stata di frequente oggetto di valutazione in sede giudiziaria, stante le significative interazioni che, a partire dalla crisi dei mutui *subprime*<sup>39</sup>, si sono verificate tra l'operato delle agenzie e l'imperversare delle recenti turbolenze sui mercati finanziari. Da qui l'origine di una peculiare tendenza del diritto giurisprudenziale che mira ad individuare gli estremi per la sottoposizione delle agenzie di *rating* a regimi comportamentali più stringenti.

Ed invero, la sentenza in commento si innesta in un filone, consolidatosi in via trasversale nell'ambito della giurisprudenza internazionale, che ha come obiettivo l'identificazione di criteri logici idonei all'imputazione di specifici obblighi risarcitori in capo alle agenzie in parola. In tale ambito trovano un'idonea collocazione talune pronunce giurisprudenziali che, nel nostro ordinamento, hanno dato avvio ad un percorso di analisi qualitativa dell'attività di *rating* e della sua rilevanza nel sistema economico e finanziario. A ben considerare, tra queste assumono peculiare rilievo alcune che appaiono conferenti alla soluzione di specifiche problematiche; ci si riferisce, in partico-

---

<sup>38</sup> Cfr. GIALLONGO, *La potestà sanzionatoria della Consob nella prospettiva europea*, intervento tenuto nell'ambito del Seminario "Le sanzioni amministrative della Consob. Riflessioni sul quadro della giurisprudenza", Roma, 28 gennaio 2013.

<sup>39</sup> In realtà, già agli inizi del nuovo millennio il *rating* viene coinvolto nei grandi *defaults* finanziari: è il caso di Enron, nel quale le agenzie specializzate «finiscono sul banco degli accusati insieme a tutti gli altri *gatekeepers* imputati di aver tradito il loro mandato svendendo la loro reputazione per negligenza o peggio per collusione nella frode». Cfr. PRESTI, *op.cit.*, p. 78.



lare, alle questioni relative alla valutazione delle metodologie d'analisi adottate dalle società specializzate, nonché la configurazione degli elementi costitutivi del regime di responsabilità civile ad esse attribuibile.

Viene in considerazione, innanzitutto, la sentenza del Tribunale di Venezia del 5 novembre 2009, la quale legittima l'attività di *rating* nell'ambito del mercato finanziario, definendo le società in essa specializzate alla stregua di valutatori «del merito creditizio delle società pubbliche, private e degli Stati». Più in particolare, ciò che rileva è la qualifica di «arbitri delle negoziazioni finanziarie» attribuita a dette società; esse, infatti, sebbene lontane dall'essere considerate come espressione di un modello di «autoregolamentazione sostitutiva della vigilanza pubblica», assumono un ruolo cruciale nelle operazioni di collocamento di titoli finanziari; conseguentemente rilevano nello sviluppo dei meccanismi di mercato sottesi al reperimento di risorse monetarie da parte dei soggetti emittenti<sup>40</sup>.

Ne derivano pertanto talune riflessioni concernenti la correttezza e la trasparenza dei giudizi di *rating*. Ci si riferisce, in primo luogo, alla riconducibilità della tematica in esame ai principi ordinatori di valenza generale, che incidono sulla salvaguardia del «*need of protection*» del pubblico risparmio.

Sotto altro profilo, viene in considerazione il modello «*issuer-pays*» che finisce col limitare la capacità dell'agenzia di reperire in via autonoma le informazioni relative al soggetto da esaminare.

Va sottolineata, altresì, la pronuncia del Tribunale di Milano del 1 luglio 2011, nell'ambito della quale il rapporto tra l'agenzia valutatrice e il soggetto valutato appare riconducibile tra le ipotesi negoziali di cui alla regolamenta-

---

<sup>40</sup> Cfr. MIGLIONICO, *Il giudizio di rating: incidenza sulle negoziazioni finanziarie e sulla stabilità dei mercati. Commento alla sentenza del Tribunale di Milano, 5 nov 2009*, in questa Rivista, 2010, n. 1-4, p. 82 ss.,

zione dei «contratti a prestazioni corrispettive»<sup>41</sup>; sicché, in base al disposto dell'art. 1453 c.c., deve riconoscersi l'attribuzione alle parti della facoltà di risolvere il rapporto per mancato adempimento. Si comprende, dunque, la ragione per cui tali fattispecie sottoposte all'esame del Giudice di merito vedano l'intervento di quest'ultimo orientato ad una indagine sulla natura della prestazione dell'agenzia di *rating*<sup>42</sup> (dove la richiesta quest'ultima di congrue indicazioni in ordine alle modalità di formazione dei giudizi)<sup>43</sup>.

Peculiare rilevanza deve attribuirsi, infine, alla decisione del Tribunale di Catanzaro del 2 marzo 2012, ove la materia del *rating* viene analizzata alla luce dei profili di responsabilità civile in capo a Standard&Poor's derivanti da valutazioni fuorvianti del merito creditizio di titoli emessi da Lehman Brothers. L'assenza di uno specifico vincolo contrattuale tra gli investitori (i quali sono titolari di un rapporto negoziale solo con il soggetto finanziario che in-

---

<sup>41</sup> Cfr. ROPPO, *Diritto Privato*, Torino, 2010, p. 414, nel quale si definiscono tali contratti come «contratti onerosi in cui vantaggi e sacrifici delle parti sono interdipendenti».

<sup>42</sup> Se ne desume, pertanto, la necessità di implementare la quantità e la qualità delle informazioni divulgate dalle agenzie di *rating*; ciò, del resto, in adesione alle regole dettate nel dicembre 2004 (e parzialmente modificate nel maggio 2008) dal codice di condotta Iosco, denominato «*Code of Conduct- Fundamentals for Credit Rating Agencies*», incentrato sui criteri di qualità del processo di *rating*, sulle disposizioni inerenti l'indipendenza delle Agenzie e i relativi conflitti di interesse, nonché sulla responsabilità degli analisti nei confronti degli investitori e degli emittenti. Sotto un profilo più strettamente tecnico, inoltre, la sentenza in parola evidenzia la necessità di un rafforzamento degli obblighi di comunicazione (di dati e notizie) gravanti sulle agenzie; rafforzamento particolarmente richiesto dal mercato anche con riguardo alla delicata problematica dei giudizi sul debito sovrano che negli ultimi tempi tendono ad influenzare arbitrariamente l'andamento dei sistemi finanziari internazionali. Si veda la proposta di modifica del Regolamento (UE) n. 1060/2009, recentemente approvata dal Parlamento europeo. Essa, in particolare, stabilisce l'obbligo in capo alle agenzie di *rating* di rispettare un calendario predefinito che prevedere l'emissione di tre giudizi annuali sui debiti sovrani.

<sup>43</sup> Cfr. GIUDICI, *L'agenzia di rating danneggia l'emittente con i propri rating eccessivamente favorevoli? – commento alla sentenza del Tribunale di Milano del 1 luglio 2011, n. 8790*, in *Le Società*, 2011, n. 12, p. 1452. In particolare, l'A. commenta la sentenza del Tribunale di Milano evidenziando gli aspetti critici dell'individuazione dei profili di responsabilità civile in capo a S&P e le relative analogie con la responsabilità verso la società del revisore legale dei conti. Si riflette, infine, sulla responsabilità della società di *rating* nei confronti degli investitori che hanno acquistato le obbligazioni di Parmalat s.p.a.; MARANIELLO, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating – commento alla sentenza del Tribunale di Milano del 1 luglio 2011, n. 8790*, in *Obbligazioni e contratti*, 2011, n.8, p. 352 ss.

termedia l'acquisto dei titoli) e la società di *rating* non consente l'esclusione di influenze indirette dei giudizi emessi da queste ultime su «interessi riferibili alla generale tutela dei risparmiatori ed al regolare funzionamento del mercato». Ne consegue la configurabilità di un legittimo affidamento<sup>44</sup> al *rating* da parte degli investitori; ciò induce a riflettere «sugli eventuali rimedi azionabili (da questi ultimi) per vedere riconosciuta la responsabilità dell'agenzia» in ordine a certificazioni errate del grado di solvibilità di un soggetto emittente<sup>45</sup>.

7. La sentenza in commento ha suscitato un significativo interesse da parte dei mercati, oltre che dell'opinione pubblica internazionale<sup>46</sup>. La decisione del Giudice di merito si fonda sulla considerazione che il *rating* costituisce un complesso di informazioni contraddistinte da una natura «*highly material to the decision of potential investors to invest or not*»<sup>47</sup>; la sua

---

<sup>44</sup> Non a caso, il Giudice di Catanzaro sottolinea che «è 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 generano fiducia nella serietà e credibilità delle proprie valutazioni».

<sup>45</sup> Nel caso di specie, il Giudice, considerando la mancanza di buona fede in capo a S&P come «un assunto affermato, ma non dimostrato», non riesce a risolvere la questione mediante l'imputazione della responsabilità extracontrattuale in capo all'agenzia di *rating*. Deve sottolinearsi, altresì, la possibilità di rinvenire in tale fattispecie i termini per l'imputazione di una «responsabilità da contatto sociale», atteso che «a seguito della particolare rilevanza assunta dalle agenzie di *rating* a livello regolamentare comunitario, ad esse vada riconosciuto ormai uno *status* tale da consentire l'inserimento delle attività da esse svolte tra quelle incluse nella tutela del risparmio, garantendo così una migliore protezione agli investitori», in tal senso ROSSANO, *op. cit.*, p. 25;

<sup>46</sup> Si vedano in merito le notizie riportate nell'edizione del 10 novembre 2012 de *"The Economist"*, dal titolo *"Rating agencies Crisis in ratings land?"*, ove si sottolinea positivamente il fatto che «*the judge argued that agencies could not wash their hands of all responsibility if investors took their ratings at face value and then lost money*»; *"BlackRock Chief in Australia Predicts Waves From S&P Court Ruling"*, pubblicato su *"The Wall Street Journal"* del 15 novembre 2012; *"L'Australia multa S&P, «sveglia» ai big del rating"*, su *"Il Sole 24Ore"* del 6 novembre 2012.

<sup>47</sup> Deve sottolinearsi che già nel 2009 la Corte distrettuale di New York aveva stabilito che «*where a rating agency has disseminated their rating to a select group of investors rather than to the public at large, the rating agency is not afforded the protection of the First Amendment*». Si veda *Abu Dhabi Commercial Bank v et al. v. Morgan Stanley & Co. et al.* (2009).

valenza, dunque, non può essere ricondotta a quella di una «mera opinione», cui solitamente viene riservata specifica tutela in relazione al principio del «*freedom of speech*» (sancito dal *First Amendment* della Costituzione americana).

Pertanto, diviene ipotizzabile l'attivazione di misure risarcitorie a favore degli investitori che abbiano subito danni a seguito di *rating* inadeguati. A livello generale, si individuano i presupposti per la risoluzione della problematica in precedenza esaminata e, dunque, per quanto concerne il nostro ordinamento, di talune questioni giudiziarie in corso (quale, ad esempio, quella sollevata dalla Procura di Trani). Ed invero, la riferibilità all'esistenza di un legame (giuridicamente rilevante) tra l'agenzia specializzata e gli operatori di mercato potrebbe facilitare le verifiche correlate alle inchieste attualmente in essere presso taluni tribunali, verifiche volte a valutare il grado di attendibilità dei giudizi emessi dalle *big three* durante la recente crisi finanziaria<sup>48</sup>.

Va da sé che l'introduzione di una responsabilità in capo alle agenzie di *rating* (oltre a quella di natura contrattuale derivante dal rapporto con l'emittente) alimenta l'emersione di un peculiare *trade-off* operativo. Essa, da un lato, contribuisce a migliorare il grado di accuratezza e di trasparenza delle metodologie e delle analisi tecniche (sottese all'elaborazione dei giudizi), dall'altro incentiva la realizzazione di logiche di *under-rating* da parte delle agenzie in parola<sup>49</sup>.

È evidente, pertanto, che tale presidio disciplinare va commisurato alla complessità del contesto operativo in cui l'agenzia svolge la sua funzione. Sotto il profilo economico, l'individuazione di uno stringente onere di natura

---

<sup>48</sup> Particolare attenzione deve attribuirsi al recentissimo ricorso che il Governo americano ha presentato contro S&P, Moody's e Fitch. Le accuse sono incentrate sulla qualità dei rating emessi durante la crisi finanziaria e sulle metodologie applicate nell'ambito delle fasi di analisi.

<sup>49</sup> Con tale locuzione si è soliti indicare l'emissione da parte delle agenzie di giudizi fondati su stime eccessivamente prudenti, al fine di non incorrere in responsabilità per rating errati e/o troppo benevoli. Ciò con ovvie conseguenze sulla qualità delle informazioni complessivamente diffuse sul mercato.

risarcitoria in capo a quest'ultima potrebbe indurre ad un aumento dei costi strutturali che la stessa è obbligata a sostenere; costi che, peraltro, incidono vuoi sull'entità delle remunerazioni richieste dai *raters*, vuoi sul grado di concentrazione riscontrabile sul mercato del *rating*. Non a caso, i costi della regolamentazione costituiscono una barriera all'ingresso nel mercato, destinata a rafforzare il posizionamento delle agenzie titolari di quote di mercato rilevanti ed a limitare, al contempo, le opportunità operative dei *competitors* di dimensioni minori.

La responsabilità civile deve essere intesa, pertanto, quale strumento di tutela del risparmiatore, da attivare in stretto coordinamento con i criteri di vigilanza introdotti in sede regionale europea, nonché con l'applicazione di un'adeguata disciplina in materia anti-trust; misure tutte che, di certo, appaiono coerenti con la centralità del ruolo assunto negli ultimi anni dalle agenzie nell'ambito dei mercati finanziari.

*Angela Troisi*

*Dottoranda in Diritto degli Affari e Diritto  
Tributario d'Impresa nell'Università LUISS  
Guido Carli di Roma*