

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK  
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

2 / 2013

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 - F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato di Redazione*

A. Tucci - V. Lemma - 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, G. Desiderio, L. Di Brina, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, R. Lener, F. Maimeri, A. Mangione, F. Moliterni, G. Niccolini, 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. Valenzise, 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 scientifico 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:

E. Bani, F. Colombini, F. Maimeri, M. Pellegrini, M. Sepe, V. Troiano, A. Urbani, P. Valenzise

## **PARTE PRIMA**

### **ARTICOLI**

GUIDO ALPA – <i>La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici</i> .....	71
RAINER MASERA - <i>Corporate governance, compliance e risk management nelle grandi banche internazionali: attività illegali e illecite, multe, indennizzi e processi penali</i> .....	84
ANGELA TROISI e ALESSANDRO ROMANO – <i>Rating, accuratezza delle valutazioni e responsabilità oggettiva</i> .....	111

### **VARIETA'**

SIMONA PELOSO - <i>Considerazioni a margine del libro «La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore» di Luca Di Donna (Cedam, 2012)</i> .....	141
--	-----

## **PARTE SECONDA**

### **NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA**

DIEGO ROSSANO – <i>La direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi si applica in presenza di crisi sistemiche? Brevi riflessioni sulla sentenza della Corte dell'Efta (28 gennaio 2013, nella causa E-16/11)</i> .....	59
GIANFRANCO LIACE – <i>Il servizio bancario delle cassette di sicurezza: furto, presunzioni semplici e prova del danno (Cassazione, 4-6-2012, n. 8945 – sez. I)</i> .....	90

PARTE PRIMA

ARTICOLI

## LA RESPOSANBILITA' CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING. ALCUNI RILIEVI SISTEMATICI\*

**ABSTRACT:** *The worldwide crisis started in 2008 set credit rating agencies into a central position within the economic scenario. The problematic about their leading role inside the society has a wide range and needs a farther analysis due to the different law application involving civil law, economic law and international law. This paper examines the disciplinary codes of CRAs focusing on civil responsibilities of these agencies while considering even the coordination among the different state systems involved during the process of data elaboration and diffusion.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Aspetti disciplinari delle agenzie di *rating*. - 3. Il *rating* come libera espressione dell'attività economica. - 4. Profili di responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

1. La problematica relativa alle agenzie di *rating* risulta ancor più complessa se si considera che essa coinvolge questioni riguardanti aspetti molteplici del diritto civile, del diritto dei mercati finanziari e, non da ultimo, del diritto internazionale. Infatti, siamo in presenza di soggetti che operano in ambiti sovranazionali, pur avendo sedi stabili dislocate solo in alcuni dei Paesi nei quali vengono diffusi i relativi giudizi. Dall'attività così posta in essere discendono, pertanto, riflessi molteplici sulla materia internazional-privatistica; donde l'esigenza di ricercare le modalità con le quali è possibile individuare adeguati regimi di tu-

---

\* Il presente lavoro trae spunto da alcune considerazioni formulate in occasione di un seminario sull'argomento svoltosi nell'Università Luiss - G. Carli di Roma il 30 gennaio 2013.

tela a favore di coloro che risultano danneggiati dal *rating*<sup>1</sup>.

La natura *cross-border* dell'attività delle agenzie di *rating* consente di ricondurre la criticità espressa nei giudizi alle peculiarità degli ordinamenti statali nei quali operano i soggetti destinatari dei medesimi. Ciò con riferimento sia all'individuazione degli emittenti che degli investitori presenti sui mercati nei quali viene negoziato il titolo finanziario sottoposto al processo di *rating*. Da qui, l'evidente rischio di dar spazio a possibili arbitraggi regolamentari, che aggiungono ulteriori elementi di complessità alla materia di cui trattasi.

Ne consegue che il dibattito relativo ai profili di responsabilità delle agenzie deve essere ricondotto, in primo luogo, ad un'indagine volta ad accertare le modalità di coordinamento tra i diversi sistemi statali che vengono coinvolti nel processo di elaborazione e diffusione delle valutazioni in parola.

Sotto altro profilo, deve evidenziarsi il crescente interesse del diritto giurisprudenziale alla materia del *rating*. Si fa presente come taluni ordinamenti giuridici risultino particolarmente attivi sulla questione della diffusione di valutazioni errate e fuorvianti; a titolo di mera esemplificazione, si ricorda quanto è avvenuto in Italia con l'indagine condotta dal Tribunale di Trani e, più recentemente, in Australia presso la Corte federale di Sidney<sup>2</sup>.

E' ovvio che le questioni poste dal *rating* in detta sede trovano soluzioni desunte dalle regole civilistiche del diritto nazionale, soluzioni riconducibili alle categorie nelle quali sono inquadrabili le diverse fattispecie sottoposte all'esame dei giudici (fermo restando che di volta in volta si pone in termini problematici la configurazione degli estremi di una responsabilità contrattuale ov-

---

<sup>1</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012.

<sup>2</sup> Cfr. Federal Court of Australia Bathurst Regional Council vs Local Government Financial Services Pty Ltd (No 5) [2012] FCA 1200, riportata in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, n. 4, p. 187 ss., con nota di TROISI, *Diligenza e responsabilità delle agenzie di rating negli orientamenti di Common Law. Riflessi sulle prospettive disciplinari di tali società*.

vero aquiliana).

Sotto altro profilo, va sottolineato che il dibattito giurisprudenziale mette in evidenza i limiti disciplinari rivenienti dalla carenza di una normativa valida a livello internazionale, cui aver riguardo per l'identificazione di forme regolamentari uniformi dell'attività in parola.

2. La disciplina applicabile alle società specializzate nella formulazione dei giudizi è riconducibile ad un primo nucleo di regole formulate in sede comunitaria, che definiscono gli ambiti operativi e gli obblighi comportamentali necessari a garantire un corretto svolgimento delle attività di valutazione. Al riguardo va fatto presente che, dopo un favorevole orientamento espresso dal Parlamento Europeo in ordine alla definizione di un progetto di riforma del Reg. CE n. 1060/2009<sup>3</sup>, si è recentemente addivenuti all'emanazione di nuove disposizioni *in subiecta materia* (Reg. UE n. 462 del maggio 2013).

L'attenzione del legislatore risulta ora incentrata sulla configurazione di nuovi meccanismi di vigilanza, che si affiancano alle preesistenti forme di controllo cui viene ricondotta la legittimazione all'esercizio dell'attività, rimessa all'iscrizione in appositi registri predisposti in sede comunitaria. La normativa puntualizza, inoltre, talune regole di condotta finalizzate al soddisfacimento delle esigenze di correttezza e di trasparenza delle informazioni divulgate<sup>4</sup>. In particolare, ci si riferisce all'introduzione di misure necessarie a prevenire i conflitti

---

<sup>3</sup> Tale regolamento è stato sottoposto ad una prima modifica col Reg. UE n. 513/2011.

<sup>4</sup> Cfr. PARMEGGIANI - GINEVRI, *Quale rating assegnare alle nuove regole sulle agenzie di rating?*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2012, n. 1, p. 45 ss; MIGLIONICO, *Enhancing The Regulation Of Credit Rating Agencies, in search of a Method*, Napoli, 2012; DI DONNA, *La reponsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, op. cit.; PARMEGGIANI, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. comm.*, 2010, fasc. I, p. 121 ss; ENRIQUES - GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione dei rating*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2010, n.2, p. 475 ss.

di interesse (reali o potenziali), nonché a garantire che le metodologie, i modelli e le ipotesi fondamentali del *rating* risultino «rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica» degli analisti.<sup>5</sup>

In tale ambito disciplinare, i riferimenti ai rimedi di natura privatistica risultano parziali e di dubbia efficacia. Ed invero, il regolatore europeo ha affrontato la questione della responsabilità solo in occasione dell'emanazione del Reg. (UE) n. 462/2013 dianzi richiamato, nel quale si prevede un obbligo di risarcimento a favore degli investitori danneggiati, ove a fondamento delle violazioni poste in essere dall'agenzia sussista dolo o negligenza grave da parte di quest'ultima (art. 35-bis)<sup>6</sup>.

Siamo in presenza, dunque, di un sistema di regolamentazione che mira a contenere e prevenire i danni causati dal *rating*, fornendo indicazioni di carattere generale sulla correttezza dell'operato delle agenzie ed, eventualmente, verificando il rispetto dei requisiti formali di condotta propri dello svolgimento di un'attività riservata.

Ciò non esclude che il regolatore è interessato ad evitare il rischio di introdurre una disciplina eccessivamente rigida, che finisca col limitare il libero sviluppo del mercato del *rating*; ciò, avendo riguardo alle conseguenze di oppressivi poteri interventistici in capo agli organismi statali e, più in generale, alle implicazioni negative di barriere all'entrata di tipo pubblicistico. Non v'è dubbio, infatti, che la creazione di costi aggiuntivi derivanti dall'imposizione di un'eccessiva regolamentazione finirebbero col disincentivare l'ingresso di nuovi *players* nel mercato, alimentando la persistenza della struttura sostanzialmente

---

<sup>5</sup> Così come specificato dal regolatore europeo nell'art. 8 del Reg. (CE) n. 1060/2009.

<sup>6</sup> Più in particolare, il Parlamento europeo, nell'ambito della recente approvazione di tale proposta, ha negato la possibilità di un "rovesciamento dell'onere della prova in capo alle agenzie di rating". Ciò in concreto crea peculiari problemi all'investitore cui viene, dunque, addossato l'obbligo di provare il comportamento negligente dell'agenzia e il nesso causale con la perdita patrimoniale subita.

oligopolistica che contraddistingue l'attuale configurazione del mercato del *rating*.

Per converso, deve riconoscersi che l'evoluzione del diritto giurisprudenziale si erge ad avamposto degli interventi normativi che in materia si rendono necessari. I gravi eventi di *default*, registrati negli ultimi anni, hanno dimostrato concretamente che il mercato non è capace di autoregolamentarsi e, conseguentemente, che il rispetto dei principi di correttezza e di trasparenza delle negoziazioni non può essere affidato esclusivamente a generali criteri di autodisciplina privata. A ben considerare, la crisi ha mostrato le molteplici carenze di un mercato che necessita di un bilanciamento tra l'autonomia degli operatori e gli interessi pubblici e sociali propri dei moderni sistemi economici e finanziari<sup>7</sup>.

In argomento appare particolarmente significativa quella ricerca che - prendendo avvio da un'attenta descrizione della nascita delle agenzie di *rating* e, più in particolare, dall'analisi della natura delle attività che esse svolgevano alla fine dell'Ottocento - mette in evidenza come la tematica in parola riguardi la circolazione di informazioni dal contenuto particolare; tali, cioè, da essere qualificate dalla natura propriamente economica dei dati in esse contenuti (e, dunque, destinati a soggetti che risultano essere in via generale esperti delle materie in questione)<sup>8</sup>. Ci si riferisce, in particolare, alle molteplici tipologie di investitori che operano sul mercato (e che utilizzano il *rating* per valutazioni sot-

---

<sup>7</sup> Cfr. FRIEDMAN, *What Caused the Financial Crisis*, Philadelphia, 2011; POSNER, *La crisi della democrazia capitalista*, Milano, 2010; R. SORKIN, *Too Big to Fail*, New York, 2009; CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009; CARRIERO, *La crisi dei mercati finanziari: disorganici appunti di un giurista*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, p. 197 ss.; ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in questa *Rivista*, 2009, pp. 83 ss.; PELLEGRINI, *La conflittualità in ambito bancario a seguito della crisi finanziaria*, in questa *Rivista*, n. 2, 2011, pp. 187 ss.; CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, pp. 53 ss.

<sup>8</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012, *passim*.

tese alle operazioni di negoziazione finanziaria), nonché a coloro che si affidano occasionalmente all'attività delle agenzie specializzate per trarre indicazioni di carattere sistematico.

Va, inoltre, ricordato che le società di *rating* svolgevano originariamente un'attività di valutazione comparabile a quella posta in essere dalle 'agenzie commerciali' (nel secolo scorso operanti nel nostro ordinamento), specializzate nell'elaborazione di dati e notizie relative al sistema economico, ai soggetti in esso presenti e al relativo grado di affidabilità. L'*agere* di queste ultime (benché non fosse riconducibile alle modalità societarie di organismi costituiti *ad hoc*) si basava sulla diffusione di giudizi - rilasciati dietro pagamento di uno specifico corrispettivo da parte del richiedente - concernenti l'affidabilità dei debitori presenti sul mercato (e, dunque, sul grado di rischio finanziario che gravava sulla relativa posizione, ovviamente determinante ai fini della validità dell'investimento che gli operatori intendevano realizzare).

Detta originaria modalità di esercizio dell'attività in esame è stata successivamente modificata, atteso che il *rating*, a partire dalla metà degli anni settanta del novecento, risulta orientato nei confronti dei soggetti emittenti i titoli, con ovvia modifica della relazione negoziale sottostante (non più attivata con gli investitori, bensì con coloro cui sono riconducibili gli strumenti finanziari oggetto di giudizio)<sup>9</sup>.

Tale processo evolutivo delle agenzie ha interagito sulle modalità di espletamento della relativa attività, determinando l'emersione di una problematica che investe, con la configurazione dei profili soggettivi di tali enti, la legittimazione ad operare dei medesimi e l'individuazione delle forme di responsabili-

---

<sup>9</sup> Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, *op. cit.*, pp. 55 ss. ove si precisa che "il *business* è cambiato nel corso del secolo XX allorché, a seguito dei fallimenti di alcune grandi imprese, le certificazioni di cui trattasi vengono orientate alla verifica della stabilità e della sostenibilità di credito degli emittenti".

tà cui risultano esposti.

3. L'attività di *rating* è stata certamente condizionata dagli sviluppi che nei decenni hanno interessato l'*agere* di mercato; ed invero, siamo in presenza di un servizio di informazione<sup>10</sup>, la cui produzione può essere paragonata a quella dei beni di consumo.

I principi che sottendono al libero mercato consentono a tutti gli operatori di svolgere la loro attività con azioni libere da ostacoli di origine ordinamentale o normativa. L'attività economica è, infatti, generalmente considerata come elemento di cruciale importanza per lo sviluppo dell'intera società, atteso che le esternalità positive che essa produce (in termini di benessere della collettività e di evoluzione del sistema economico e finanziario) risultano quasi sempre superiori a quelle negative rivenienti dagli effetti distorsivi della circolazione di prodotti difettosi.

Ciò posto, è bene ricordare che tra i principi a fondamento della libertà economica delle agenzie di *rating* vi è il primo emendamento della Costituzione americana (che stabilisce il cd. "*freedom of speech*"), richiamato al fine di giustificare la circolazione dei giudizi, anche di quelli che si rivelano imperfetti (*i.e.*: basati su elaborazioni che offrono una visione distorta dell'affidabilità creditizia di un emittente e/o di una specifica emissione di titoli finanziari). Tale principio delegittima qualsiasi tipo di controllo sulla correttezza delle valutazioni effettuate dagli analisti, nella misura in cui queste ultime rappresentano una manifestazione della libertà di opinione e, pertanto, sono meritevoli di tutela nell'ambito dei diritti fondamentali (a base della società civile americana).

---

<sup>10</sup> Cfr. RODORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, n.1, p. 773 ss.; ALPA, *Il danno da informazione economica*, in *Riv. not.*, 1977, n. 1, p. 1103 ss.; FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Contr. impr.*, 2008, n. 1, p. 165 ss.

Non caso, il *rating* viene considerato come un'informazione sintetica e prognostica<sup>11</sup> (in quanto fondata sulla stima del grado di probabilità di eventi finanziari futuri), la quale assume valenza nei termini di una «mera opinione» e non certo di una «raccomandazione» alla gestione dei portafogli di investimento finanziario<sup>12</sup>.

Negli anni la situazione è andata gradualmente mutando: l'attività di *rating* si è evoluta e le società specializzate hanno trovato un'ideale collocazione nel sistema economico, espandendosi sotto il profilo organizzativo e acquisendo potere e credibilità nei confronti del risparmio pubblico e della comunità scientifica. La loro operatività si è estesa a ricomprendere anche alle valutazioni sugli Stati e sul relativo debito sovrano, misurandone l'attendibilità in relazione all'emissione di obbligazioni e di prodotti finanziari offerti sul mercato, per tal via incidendo in maniera indiretta sulla capacità dei medesimi di attrarre risorse ed investimenti sui territori nazionali<sup>13</sup>.

Sotto il profilo civilistico, è evidente che il problema attiene alla sfera del rapporto tra l'attività di *rating* e la libertà economica sancita dall'art. 41 della nostra Costituzione, nonché dagli artt. 15 e 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea. Tale normativa legittima la libertà economica e la preserva da controlli su eventuali danni che da tale attività possono derivare; don-

---

<sup>11</sup> Cfr. PRESTI, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, n.1, p. 65 ss., ove si evidenzia che «il giudizio dell'esperto non si basa sulla qualità di un prodotto finito o delle passate prestazioni, ma sul grado di probabilità di un evento futuro (il regolare pagamento da parte del debitore)».

<sup>12</sup> Ed invero, l'art. 3, comma 2, del Reg. Ce n. 1060/2009 evidenzia che «non sono considerati *rating* del credito: a) le raccomandazioni ai sensi dell'articolo 1, punto 3, della direttiva 2003/125/CE della Commissione; b) la ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE della Commissione e altre forme di raccomandazioni generali, quali «acquistare», «vendere» o «mantenere», in relazione a operazioni su strumenti finanziari o a obbligazioni finanziarie; o c) pareri in merito al valore di un'obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario».

<sup>13</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, op. cit., 2012.

de l'interrogativo concernente la qualificazione da attribuire al servizio di *rating*. Più in particolare, ci si riferisce alla natura del servizio di raccolta e di elaborazione di informazioni (e relativa diffusione), forma operativa che sembra oscillare tra le categorie afferenti lo svolgimento di attività intellettuale e la produzione di beni (riconducibile a quella d'impresa). Chi pensa all'informazione come un bene, può certamente essere indotto a qualificare le agenzie di *rating* come produttori di beni; per converso, chi invece ritiene che tale attività sia espressione di un servizio di natura intellettuale, può considerare tali agenzie come entità organizzate esercitanti un'attività professionale, correlata alle esigenze del mercato e, quindi, strumentale alla libertà d'informazione che è espressione tipica dell'evoluzione delle società occidentali.

4. L'individuazione di una categoria concettuale in cui classificare il *rating* genera evidenti riflessi in ordine all'identificazione del regime di responsabilità civile applicabile alle agenzie.

Se si considera l'elaborazione dei giudizi come un'attività di natura intellettuale vengono in considerazione i criteri di responsabilità ricorrenti nella materia intellettuale (quali, nello specifico, l'esonero di responsabilità in caso di colpa lieve, a fronte delle differenti ipotesi relative ai casi di colpa grave). Più in generale, viene in considerazione l'affidamento al criterio di responsabilità fondato sulla colpa o sul dolo, coerentemente con le note teorie sulla circolazione delle informazioni economiche (le quali, durante gli anni settanta, imputavano una responsabilità per dolo a coloro i quali diffondevano nel sistema notizie errate o fuorvianti).

In alternativa, la riferibilità all'informazione come un bene economico consente di imputare alle agenzie produttrici di *rating* una responsabilità di tipo oggettivo, fondata sull'assunto che il giudizio in parola è un bene «naturalmente

difettoso» in quanto correlato al rischio finanziario intrinseco al processo di stima dell'affidabilità creditizia dei soggetti operanti sul mercato<sup>14</sup>.

Sotto altro profilo, non sorgono dubbi sulla natura contrattuale della responsabilità imputabile alla società di *rating* nell'ambito del rapporto intercorrente con il soggetto emittente. L'applicazione del noto modello «*issuer pays*» identifica, infatti, nel giudizio di *rating* la prestazione sinallagmaticamente offerta dall'agenzia a fronte di specifici compensi corrisposti dalle società richiedenti.

In tale ambito, trova giustificazione il riferimento che il legislatore compie, nell'ambito del Reg. Ce n. 1060/2009, ai criteri di «indipendenza», «oggettività» e di «adeguata qualità» sottesi alla definizione delle metodologie quantitative e qualitative a fondamento dell'attività di *rating*.

Per quanto concerne la posizione assunta dal singolo investitore, invece, devono considerarsi taluni orientamenti dottrinali che, in base a criteri e categorie giuridiche difformi, mirano a garantire un'adeguata tutela a coloro che compiono le loro scelte di investimento sulla base delle informazioni contenute nei giudizi diffusi sul mercato.

Ed invero, parte della dottrina sostiene che, anche quando non è dato rinvenire un rapporto diretto tra l'investitore e l'agenzia specializzata<sup>15</sup>, il solo affidamento che il primo ripone nell'attività professionale della seconda è sufficiente a generare un *contatto*, quale presupposto per l'imputazione di una «responsabilità da contatto qualificato»<sup>16</sup>. Quest'ultima trova fondamento nella configurabilità di un legame diretto che, in assenza di uno specifico rapporto

---

<sup>14</sup> Più in particolare, la responsabilità oggettiva viene introdotta nel nostro ordinamento alla fine dell'Ottocento, ma solo durante gli anni settanta del secolo scorso trova la sua completa diffusione. Cfr. ALPA, *La responsabilità oggettiva*, in *Contratto e Impresa*, 2005, p. 959 ss.; TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961.

<sup>15</sup> Rapporto contrattuale che invece può prefigurarsi in caso di realizzazione di specifici servizi di consulenza o di attività di valutazione su richiesta personale del singolo investitore.

<sup>16</sup> Cfr. ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, n.1, pp. 1 ss.

contrattuale, si instaura tra il fruitore del *rating* e le agenzie specializzate.

Deve tenersi presente, tuttavia, che le società in parola non rappresentano l'unico soggetto operante sul mercato in qualità di produttore di informazioni, né l'unica fonte di notizie sulla quale gli investitori possono fare affidamento. A supporto di tale assunto, deve ricordarsi che sul mercato finanziario operano molteplici categorie di soggetti, tra le quali rilevano gli analisti finanziari, i revisori contabili, gli emittenti stessi, nonché la stampa specializzata, la cui attività finisce con l'influenzare indirettamente le opinioni del singolo risparmiatore e le relative decisioni d'investimento.

Si rileva, tuttavia, che detti soggetti sono attualmente sottoposti a profili regolamentari diversificati, rispondenti alle molteplici esigenze di un mercato economico in continua evoluzione. Ne consegue, pertanto, l'assenza di una valutazione sistemica dell'operato di tutti gli agenti che militano sul mercato dell'informazione finanziaria. Questi ultimi risultano assoggettati a regimi di responsabilità completamente diversi, a seconda del trattamento riservato negli anni alle varie categorie di operatori a cui essi appartengono. Il rischio derivante dalla diffusione di informazioni distorte è, dunque, distribuito nell'ambito di una pluralità di soggetti e la relativa valutazione è limitata alla disamina delle singole fattispecie oggetto di controversie giurisprudenziali (stante la mancanza di un regime coordinato di responsabilità valido in qualsivoglia occasione)<sup>17</sup>.

In tale ordine logico, il seguente interrogativo può apparire quasi banale: è possibile attribuire alle agenzie di *rating* un grado di responsabilità eguale (o addirittura più grave) rispetto a quello attivabile nei confronti degli altri partecipanti al mercato<sup>18</sup>? Le incertezze che si pongono dinanzi a tale problematica in-

---

<sup>17</sup> La disciplina della società di revisione, ad esempio, è stata oggetto di analisi della UE, la quale si è limitata ad indagare sulla responsabilità di queste ultime senza considerare il ruolo di ulteriori soggetti che provvedono a diffondere le informazioni nel mercato.

<sup>18</sup> In proposito, deve sottolinearsi che gli analisti finanziari hanno certamente un ruolo di mag-

ducono ad ipotizzare che l'unica via percorribile per l'individuazione di una giusta tutela risarcitoria a favore dell'investitore sia quella della responsabilità aquiliana<sup>19</sup>, eventualmente aggravata dalla configurazione di un regime di «colpa presunta», cui si correla l'inversione dell'onere della prova in capo all'agenzia di *rating*<sup>20</sup>. Con ciò escludendo, ovviamente, potenziali ricorsi a profili di responsabilità oggettiva, la quale, in virtù dei suoi profili costitutivi, non tiene conto del diverso grado di affidamento che gli investitori ripongono nelle valutazioni in questione.

Concludendo sul punto, sembra evidenziarsi a livello generale una diffusa insofferenza del mercato nei confronti del *rating*, insofferenza che trova fondamento nella percezione del ruolo assunto da quest'ultimo nella manifestazione

---

giore rilevanza rispetto alle agenzie di *rating* perché valutano concretamente i bilanci della società. Cfr. CLARIZIA, *L'attività di revisione e certificazione: aspetti giuridici*, Milano, 1978; LIBONATI, *La revisione volontaria: effetti*, in *Giur. comm.*, 1979, p. 624 ss.; ROSSI, *Revisione contabile e certificazione obbligatoria*, Milano, 1985; COZZI, *Tutela dei mercati finanziari e responsabilità della società di revisione*, Napoli, 2001; BUTA, *La responsabilità nella revisione obbligatoria delle s.p.a.*, Torino, 2005.

Si evidenzia, inoltre, che gli emittenti finanziari sono in primo luogo responsabili per le loro emissioni e per le valutazioni inserite nei prospetti informativi offerti al pubblico investitore; cfr. TONNARELLI - GRASSETTI, *L'esperienza italiana in materia di prospetti informativi*, in AA.VV., *L'informazione societaria. Atti del convegno internazionale di studi*, Venezia 5-6-7 novembre 1981; D'ALFONSO, *Responsabilità da prospetto informativo*, Napoli, 2002; MERUSI, *Sulla natura del prospetto informativo Consob e sulle sue possibili conseguenze penali*, in AA.VV., *Consob. L'istituzione e la legge penale*, a cura di Flick, Milano, 1987, pp. 169 ss.

<sup>19</sup> Cfr. MARIANELLO, *La responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti dei terzi risparmiatori*, in *Resp. civ.*, 2008, p. 635 ss; SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e Impresa*, 2011, n. 3, p.764 ss; DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, op. cit., 357 ss.

<sup>20</sup> La complessità tecnica dell'attività di *rating* è spesso di ostacolo nella determinazione della prova da parte dell'investitore, oltre che in sede di quantificazione del danno. Al riguardo deve evidenziarsi la nota sentenza del Tribunale di Catanzaro del 2 marzo 2012, ove vengono analizzati i profili di responsabilità civile in capo a Standard&Poor's rivenienti da elaborazioni fuorvianti dell'affidabilità di titoli emessi da Lehman Brothers. Secondo il Giudice di merito, l'assenza di un rapporto contrattuale tra gli investitori e la società di *rating* non esclude la sussistenza di un'influenza indiretta dei giudizi emessi da queste ultime e la tutela del pubblico risparmio.

(e conseguente aggravamento) dei recenti eventi di crisi finanziaria<sup>21</sup>. A ciò si aggiungano le inefficienze mostrate dalle agenzie nell'elaborazione dei giudizi riguardanti il debito sovrano, a fronte della rilevanza a questi ultimi recentemente attribuita sotto il profilo politico ed istituzionale. Si configura, pertanto, un quadro ordinatorio caratterizzato da una forte opacità, dietro la quale si nascondono evidenti conflitti di interessi fondati sui legami partecipativi esistenti tra le «*big three*» del mercato, nonché sul noto modello contrattuale di emissione delle valutazioni<sup>22</sup>.

In un sistema regolamentare che risulta tuttora carente, è auspicabile l'avvio di un intervento più incisivo da parte del regolatore europeo e si attendono, al contempo, utili indicazioni dagli ulteriori sviluppi del diritto giurisprudenziale.

**Guido Alpa**

*Professore Ordinario di Diritto Privato  
Università "La Sapienza" di Roma*

---

<sup>21</sup> Più in particolare, nel caso Lehman Brothers l'inefficienza dell'attività di rating è stata eclatante. A ben considerare, siamo in presenza di una ripartizione non equilibrata dei rischi, dalla quale discendono profili di corresponsabilità tra tutte le altre categorie di soggetti compresi nel mercato dell'informazione finanziaria. Le società di *rating*, pertanto, non possono essere gli unici responsabili dei danni causati agli investitori.

<sup>22</sup> Cfr. TONELLO, *Le agenzie di rating finanziario. Il dibattito su un modello economico esposto al rischio di conflitto d'interessi. Verso un sistema pubblico di controllo?*, in *Contr. impr.*, 2005, n. 3, p. 930 ss.; MASERA, *Rating e rating agencies*, relazione tenuta in occasione del Seminario FEBAF sulle Agenzie di Rating, Roma, ABI, 13 aprile 2012; LENER – RESCIGNO, *Agenzie di rating e conflitti di interesse: sintomi e cure*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2, p. 361.

**CORPORATE GOVERNANCE, COMPLIANCE  
E RISK MANAGEMENT NELLE GRANDI BANCHE  
INTERNAZIONALI:  
ATTIVITA' ILLEGALI E ILLECITE, MULTE,  
INDENNIZZI E PROCESSI PENALI\***

**ABSTRACT:** *The Global Financial System plays a fundamental role in the provision of finance for investment and growth in the world economy. Large international banks are a key player in the system, not only in terms of credit flows, but also of operation in derivative markets. The issue of a good, efficient and reliable corporate governance of key systemically important banks is therefore crucial to the effective functioning of international financial intermediation. Compliance and risk management are key components of corporate governance. Compliance should ensure respect of all applicable laws, rules and regulations. More generally, it should foster a corporate culture emphasising high standards of honesty and integrity, i.e. observation of the spirit as well as the letter of the laws.*

*The aim of this paper is twofold. First, it draws attention to the need for an accurate understanding of the interactions between compliance risk and other traditional (notably operational and legal) risks. It is, in particular,*

---

\* Ringrazio Valerio Lemma, Antonella Pisano e i relatori al Seminario “Criminalità organizzata, attività illegali nel sistema finanziario, paradisi fiscali e sviluppo economico” organizzato a Roma, l’8 maggio 2013, dalla Scuola di Perfezionamento per le Forze di Polizia: Claudio Clemente, Giovanni del Re, Vincenzo Giuliani, Pier Carlo Padoan, Rodolfo Maria Sabelli, per utili osservazioni a una prima versione del lavoro. E-mail: [r.masera@unimarconi.it](mailto:r.masera@unimarconi.it). Contributo approvato dai revisori.

*suggested that Basel 3 treatment of operational risk should be reviewed to take account of the relevance of non-compliance. The second part of this paper offers an overall tentative quantitative framework to assess the costs of lawsuits and litigations of the large international banks in the UE and the US. Reference is made to 16 banks and to the periods 2010-2012 (incurred charges) and 2013-2015 (anticipated costs, largely no longer related to the financial crisis). The highly tentative total for the 6 years is in the order of \$230 billion for non-compliance in areas such as: conflicts of interest, manipulation of benchmarks, misconduct in derivative operations, improper standards of market behaviour, unfair treatment of customers, money laundering, terrorist and narcotraffic aid, facilitation of tax evasion and of customer illegal conduct, bribery, manipulation of energy markets.*

*Key conclusions are: (I) official quantitative analysis of these phenomena would be highly desirable; (II) banks' supervisory authorities should be empowered to enact prompt incisive revision processes, with a view to ensuring the necessary standards of integrity and compliance in case of evident failures in the corporate governance of large international banks.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione - 2. Le regole e il loro rispetto da parte delle banche - 3. Globalizzazione economico-finanziaria e Paesi sovrani - 4. Attività illecite, illegali e il Sistema Finanziario Globale (SGF) - 5. L'elusione/evasione fiscale, il ruolo dei Paesi off-shore e la finanza internazionale - 6. Considerazioni conclusive

1. La *corporate governance* (CG) di un'impresa bancaria può essere definita come l'insieme di relazioni fra la banca, gli azionisti, il management e gli altri stakeholder. Una buona CG dovrebbe, in particolare, creare opportuni incentivi perché il Consiglio di Amministrazione (CdA) e la Direzione dell'impresa bancaria perseguano obiettivi rivolti alla creazione di valore sostenibile, senza incor-

rere in rischi eccessivi. In questo contesto, si può mostrare che *shareholders* e *stakeholders' values* possono risultare complementari<sup>1</sup>.

*Compliance* e *risk management* rappresentano due componenti essenziali per favorire e assicurare una buona CG, ancor prima dei riscontri della funzione audit. Il sistema di *compliance* comprende un ampio spettro di attività: rispetto di standard di condotta di mercato, protezione degli interessi dei clienti, controllo dei conflitti di interesse, prevenzione di attività illegali o illecite (quali riciclaggio, *money laundering*, evasione fiscale, complicità nell'evasione fiscale dei clienti, creazione di cartelli operativi<sup>2</sup>, *front running* sulle piazze valutarie con operazioni di manipolazione nel processo di fissazione dei tassi di cambio, vendita fraudolenta di polizze assicurative e carte di credito, finanziamento di attività terroristiche, ...). Non si tratta di un elenco teorico. Tutte le operazioni descritte sono state, o sono, oggetto di un contenzioso fra le autorità giudiziarie e quelle di vigilanza, con le grandi banche internazionali – un vero processo alla finanza internazionale – come documentato nel seguito, sulla base degli elementi disponibili.

Una banca che non osserva le regole di condotta si espone a un rilevante rischio di *compliance*, che è stato definito dal *Basel Committee on Banking Supervision*<sup>3</sup> come rischio di sanzioni legali o regolatorie, perdite finanziarie ovvero reputazionali, risultanti dal non rispetto di leggi, regolamenti, standard di autoregolazione e codici di condotta.

Il *compliance risk* si affianca e si interseca con le tipologie “tradizionali” di

---

<sup>1</sup> Cfr. MASERA - MAZZONI, *Creazione di valore per gli shareholders e gli stakeholders: una fondazione analitica dei principali indicatori di valore*, in *Moneta e Credito*, LIX (236), 2006, pp. 333-61.

<sup>2</sup> Riferimento deve essere fatto non solo agli aspetti strettamente finanziari, e segnatamente alla manipolazione degli indici di riferimento dei tassi LIBOR, ma anche ai mercati delle *commodities*, in particolare ai derivati sul petrolio e alla manipolazione del mercato dell'elettricità.

<sup>3</sup> Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *Compliance and the compliance function in banks*, Basel, 2005.

rischio, valutate e gestite dalla funzione di *risk management*: credito, mercato, operativo (rischi del primo pilastro degli standard di Basilea), e inoltre *banking e trading books*, liquidità, strategia. I prodotti derivati scompongono e riaggregano i rischi attraverso prodotti e strutture opachi e complessi: nei casi più semplici, il rischio di mercato si trasforma in rischio controparte; quello di controparte in rischio di liquidità, e così via. Tra i rischi tradizionali indicati dagli standard di Basilea, si presenta – come indicato – il rischio operativo, ovvero quello di perdite derivanti da processi interni inadeguati, da errori delle persone e dei sistemi, o da eventi esterni (ad esempio, terremoti o atti terroristici).

Il rischio operativo comprende, in linea di principio, il rischio legale. Quest'ultimo si sovrappone a quello di *compliance*, che viene peraltro di norma tenuto separato, anche perché si argomenta spesso che la *compliance* è fondamentalmente binaria: le regole si rispettano o non si rispettano. In realtà, quest'approccio è riduttivo e semplicistico, non solo perché è comunque rilevante il "grado" di *non compliance*, ma anche perché i confini fra lecito, illecito e illegale sono lungi dall'esser ben definiti, a livello interno e soprattutto nel contesto internazionale. Si sostiene, inoltre, che il rischio operativo tipicamente non è assunto nell'aspettativa di un extra ritorno economico, ma esiste nell'ambito del corso naturale delle attività di banca. Anche in questo caso, si tratta di una semplificazione pericolosa: la decisione di *non compliance* nasce, come verrà mostrato nel seguito, molto spesso da una esplicita ricerca di ritorni "non sostenibili" nella speranza che la non liceità delle operazioni poste in essere non venga sanzionata, ovvero che il costo delle sanzioni comminate sia inferiore agli utili attesi.

Il costo reputazionale risulta, di fatto, ridotto perché gli azionisti e gli *asset manager* non assegnano il necessario rilievo al non rispetto delle regole: è sintomatica l'affermazione di un gestore che si è lamentato del fatto che le au-

torità giudiziarie continuano ad aprire nuovi fronti per *mala gestio*, e non per gli illeciti posti in essere<sup>4</sup>.

Ad avviso di chi scrive, occorre comunque riconoscere che la modellazione statistico-econometrica del rischio di *compliance*, e dello stesso rischio operativo, non risulta di norma idonea a cogliere la rilevanza e la complessità dei rischi legali posti in essere dalle banche. I modelli AMA del rischio operativo sono sottoposti a riesame critico al di qua e al di là dell'Atlantico<sup>5</sup>.

Un episodio emblematico di intreccio fra rischio di *compliance*, rischio tradizionale sui derivati e carenze nella prassi operativa e nella metodologia di gestione dei rischi è rappresentato dal cosiddetto "caso della balena di Londra", ovvero dalle perdite su *Credit Default Swaps* (CDS) registrate nel 2011 da JPMorgan. L'ammontare complessivo delle perdite non risulta ancora definito, le stime attuali si collocano intorno a \$7,5 miliardi<sup>6</sup>. La SEC sta negoziando un'ammissione di colpa da parte di JPMorgan con sanzioni pecuniarie per inadeguata gestione del rischio. Le operazioni poste in essere rappresentano di fatto un esempio di *prop trading* da parte di una banca *too-big-to-fail*, con evidenti manifestazioni di azzardo morale. Come sottolineato dalla Commissione del Senato americano nell'ambito dell'inchiesta citata, di fronte ai rischi crescenti segnalati dai modelli *VaR* interni, invece di modificare i comportamenti volti a eludere le regole sui *risk-weighted assets*, la banca aveva scelto di cambiare il mo-

---

<sup>4</sup> Cfr. Randy Warren (2013) citato da KAPNER, *Banks Looking at \$100 Billion Legal Tab*, in *Wall Street Journal*, 27 March 2013.

<sup>5</sup> Cfr. MEEK, *Still no end in sight for US banks' parallel run*, in *www.risk.net*, 13 August 2013. L'analisi qui svolta potrebbe suggerire l'opportunità di un riesame tecnico dei modelli di valutazione e misurazione del rischio legale da parte del BCBS, nell'ambito della introduzione operativa di Basilea3, sulla base di una indagine statistico-contabile affidabile e completa dei costi attuali e prospettici delle *litigations* delle grandi banche.

<sup>6</sup> Cfr. BART - McCARTHY, *Trading Losses: A Little Perspective on a Large Problem*, Milken Institute, October, 2012, e il Rapporto *ad hoc* di oltre 9 mesi di lavori, di 300 pagine di testo, con investigazione di 90.000 documenti e centinaia di conversazioni telefoniche ed email, del Senato Americano ("*JPMorgan Chase Whale Trades: A Case History of Derivatives Risks and Abuses*", 15 March 2013).

dello! Lo stesso istituto ha, inoltre, manipolato tra il 2010 e il 2012 il mercato dell'energia, generando utili illeciti alle spese dei consumatori in California e nel Mid-West. La banca ha accettato di pagare \$410 milioni – 285 in sanzioni e 125 in restituzione degli illeciti profitti – alla *Federal Energy Regulation Commission*. I due casi qui menzionati fanno evidentemente riferimento a episodi avvenuti dopo la Grande Crisi del 2007-2009 e successivamente all'inasprimento delle regole sulle banche. Nonostante la reiterata attenzione delle autorità di vigilanza degli Stati Uniti ai problemi di *corporate governance, compliance e risk management*, il CEO Jamie Dimon è tuttora al timone della banca<sup>7</sup>.

2. Al di là degli standard sul capitale che hanno concentrato l'attenzione di supervisori e regolatori, è fondamentale che i modelli di *corporate governance*, di *compliance* e di *risk management* siano pienamente rispettati dalle banche, anche per l'azione della vigilanza. In realtà, esiste un profondo legame fra *corporate governance* e gli stessi paradigmi di capitale, come viene sinteticamente illustrato nelle due figure seguenti.

La *corporate governance* è il punto di partenza per definire e realizzare un assetto dell'impresa bancaria coerente con integrità, onestà, rispetto delle regole, perseguimento di valore sostenibile. *Compliance* e *risk management* ne sono i cardini interni; in particolare, il *risk management* è deputato a misurare e controllare i rischi, e quindi a definire il capitale economico e quello regolamentare. Il rispetto delle leggi e delle regole è, in primo luogo, responsabilità interna

---

<sup>7</sup> Sotto il profilo giudiziario, il responsabile diretto delle perdite, la balena Bruno Iksil, ha negoziato una procedura di immunità con la Procura Federale in cambio di una piena collaborazione all'indagine. La Procura ha emesso (17 agosto 2013) mandati di cattura internazionali nei confronti di due dirigenti di JPMorgan (Javier Martin-Artago e Julien Grout) per falsificazione della contabilità e delle perdite. In esecuzione dei mandati, Martin-Artago è stato arrestato in Spagna il 27 agosto 2013.

della banca, ma è comunque sottoposto al costante vaglio delle autorità di vigilanza, intese in senso lato, e in particolare alla supervisione bancaria (Fig. 1).

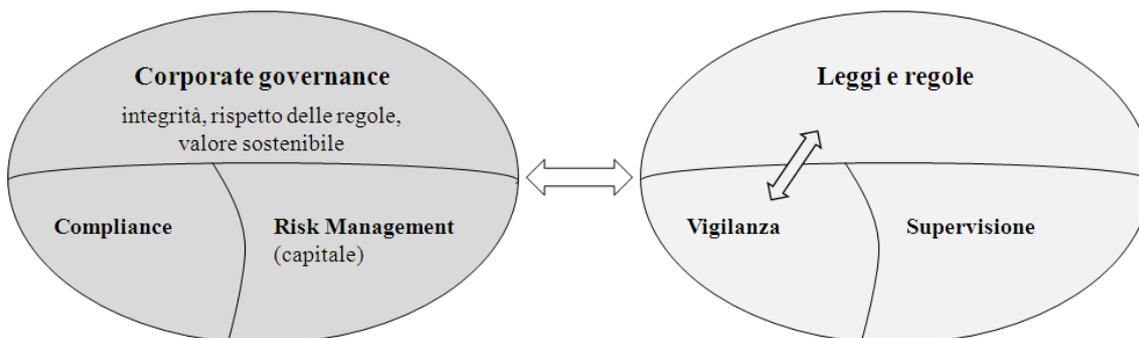


Fig. 1 – Corporate governance e rispetto delle leggi/regole: le due triadi

Il processo di controllo prudenziale previsto dagli standard di Basilea<sup>8</sup> si fonda appunto su una stretta interazione fra il processo interno di determinazione dell'adeguatezza patrimoniale (misurazione del rischio complessivo, dell'attivo ponderato per il rischio e, quindi, del capitale regolamentare - ICAAP) e il processo di revisione e valutazione prudenziale (SREP), e prevede un confronto fra la banca e la vigilanza, da cui possano scaturire tempestivi interventi correttivi (*Prompt Corrective Action* - PCA) (Fig. 2).

---

<sup>8</sup> Cfr. MARANGONI, *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche. Titolo III*, Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006 – 15° aggiornamento del 2 luglio 2013.

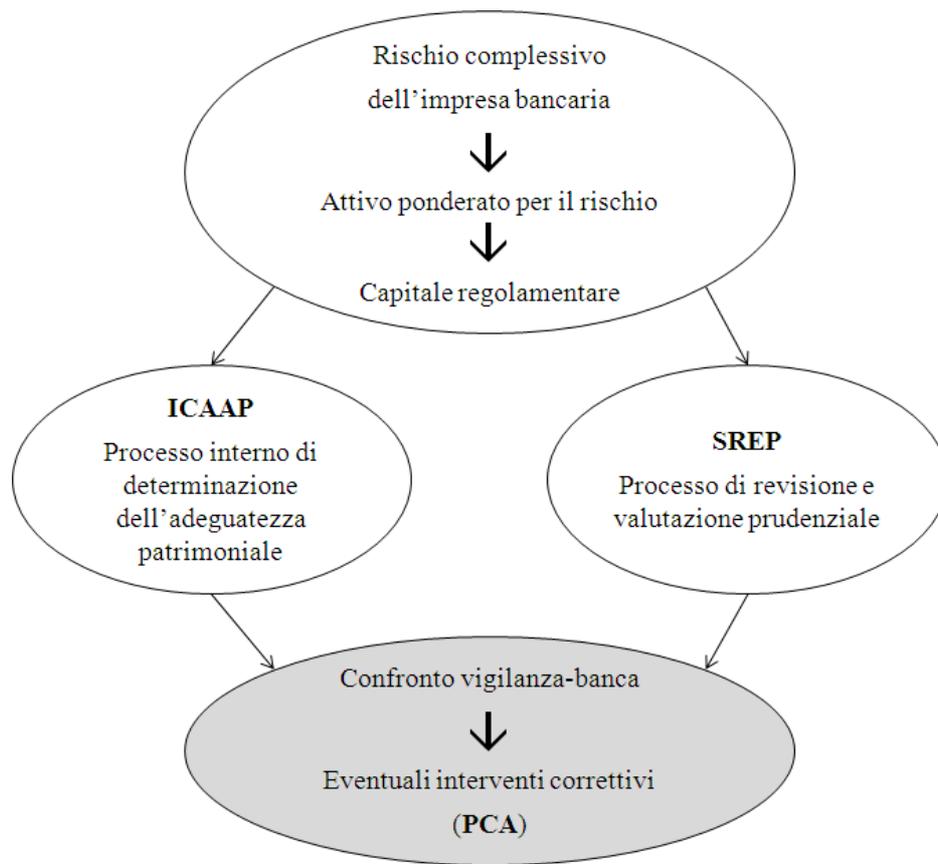


Fig. 2 – Il processo di controllo prudenziale: interazione fra ICAAP e SREP

Questi modelli sono di fondamentale importanza, ma non sembrano aver avuto i necessari seguiti concreti. Riporto di seguito estratti dalla prima pagina di un rapporto del Comitato di Basilea sulla Supervisione Bancaria<sup>9</sup>, documento scritto evidentemente prima della grande crisi finanziaria, che ha avuto molteplici cause, ma alla cui radice stanno gravi carenze nella *corporate governance* e nelle funzioni di *compliance* delle grandi banche internazionali. Il mancato rispetto dei criteri e delle regole, così ben anticipato nel suddetto documento, ha dunque avuto un effetto dirompente sull'economia mondiale.

---

<sup>9</sup> Cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *Compliance and the compliance function in banks*, Basel, 2005.

Purtroppo, gli elementi e i dati raccolti in questo lavoro, in particolare con riferimento alle *litigations* delle grandi banche internazionali, propongono all'attenzione l'esigenza di rendere concreti i dettati già indicati nel 2005, ma ancora estremamente attuali. Sembra, dunque, necessario che i supervisori possano disporre di strumenti idonei per assicurare che "efficaci politiche di *compliance* siano seguite nella realtà e che il management adotti adeguate misure correttive in caso di mancato rispetto delle regole".

*«1. [...] Banking supervisors must be satisfied that effective compliance policies and procedures are followed and that management takes appropriate corrective action when compliance failures are identified»*  
[BCBS, 2005].

In particolare, non si può non concordare sul secondo punto del documento stesso, ovvero sul fatto che gli standard di integrità, di onestà e di rispetto delle regole deve affermarsi in primo luogo a livello di CdA e di senior management. Concetti analoghi sono stati ribaditi in occasione dell'Assemblea Generale ABI nel luglio 2013 dal Governatore della Banca d'Italia<sup>10</sup> e dal Presidente dell'ABI Patuelli<sup>11</sup> («L'etica deve prevalere anche su ciò che il diritto permetterebbe»), che si riferiva presumibilmente anche a episodi purtroppo avvenuti in Italia.

*«2. Compliance starts at the top. It will be most effective in a corporate culture that emphasises standards of honesty and integrity and in which the board of directors and senior management lead by example. It concerns everyone within the bank and should be viewed as an integral part of the bank's business activities. A bank should hold itself to high standards when carrying on business, and at all times strive to observe*

---

<sup>10</sup> Cfr. VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia all'Assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana*, Roma, 10 luglio 2013.

<sup>11</sup> Cfr. PATUELLI, *Relazione del Presidente all'Assemblea dell'Associazione Bancaria Italiana*, Roma, 10 luglio 2013.

*the spirit as well as the letter of the law. Failure to consider the impact of its actions on its shareholders, customers, employees and the markets may result in significant adverse publicity and reputational damage, even if no law has been broken» [BCBS, 2005].*

Attenta considerazione deve, inoltre, essere rivolta ai punti 4, 5 e 6, qui riportati per esteso, in vista della loro rilevanza e perdurante attualità:

*«4. Compliance laws, rules and standards generally cover matters such as observing proper standards of market conduct, managing conflicts of interest, treating customers fairly, and ensuring the suitability of customer advice. They typically include specific areas such as the prevention of money laundering and terrorist financing, and may extend to tax laws that are relevant to the structuring of banking products or customer advice. A bank that knowingly participates in transactions intended to be used by customers to avoid regulatory or financial reporting requirements, evade tax liabilities or facilitate illegal conduct will be exposing itself to significant compliance risk.*

*5. Compliance laws, rules and standards have various sources, including primary legislation, rules and standards issued by legislators and supervisors, market conventions, codes of practice promoted by industry associations, and internal codes of conduct applicable to the staff members of the bank. For the reasons mentioned above, these are likely to go beyond what is legally binding and embrace broader standards of integrity and ethical conduct.*

*6. Compliance should be part of the culture of the organisation; it is not just the responsibility of specialist compliance staff. Nevertheless, a bank will be able to manage its compliance risk more effectively if it has a compliance function in place that is consistent with the “compliance*

*function principles” discussed below. The expression “compliance function” is used in this paper to describe staff carrying out compliance responsibilities; it is not intended to prescribe a particular organisational structure» [BCBS, 2005].*

Le considerazioni qui svolte devono, peraltro, essere inserite in un contesto più ampio, che fa riferimento al necessario rispetto delle leggi, delle regole e dei principi etici e di integrità per il funzionamento di una società democratica, basata su economia di mercato e, pertanto, su finanza e crescita sostenibili<sup>12</sup>.

3. I fenomeni economici e finanziari si proiettano su scala transnazionale e si contrappongono ai confini nazionali della *trias politica*<sup>13</sup> tradizionale. In particolare, con la libertà dei movimenti di capitale e l'innovazione finanziaria, il Sistema Finanziario Globale (SFG) acquista un ruolo autonomo e centrale, che permea non solo la crescita e lo sviluppo, ma anche le nuove manifestazioni delle attività illegali su scala internazionale (Fig.3, p.95).

Ai vantaggi di un sistema che finanzia l'economia reale mondiale si contrappongono le intrinseche debolezze di un assetto con regole, incentivi e sorveglianza, che si sono rivelati non adeguati.

Come vedremo, si sono spesso manifestate rilevanti attività criminose all'interno del sistema finanziario. Sottolineo che l'eccesso (numerosità e complessità) delle regole esistenti (Fig. 4) finisce col risultare in contrasto con la loro efficacia. Occorrerebbero, piuttosto, regole semplici e proporzionali, accompagnate da sorveglianza attenta, puntuale e competente sui mercati e sulle istitu-

---

<sup>12</sup> Questi temi sono affrontati in modo innovativo da CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013. Si può anche fare riferimento ai lavori del seminario della Scuola di Perfezionamento per le Forze di Polizia “Criminalità organizzata, attività illegali nel sistema finanziario, paradisi fiscali e sviluppo economico”, Roma, 8 maggio 2013.

<sup>13</sup> Cfr. MONTESQUIEU, *De l'esprit des lois (Livre XI)*, Genève, 1748.

zioni finanziarie. Evidentemente tanto più efficaci sono i processi sopradescritti, tanto più rapido e incisivo risulta il processo di revisione di vigilanza che non può non ispirarsi ai principi della cosiddetta PCA<sup>14</sup>.

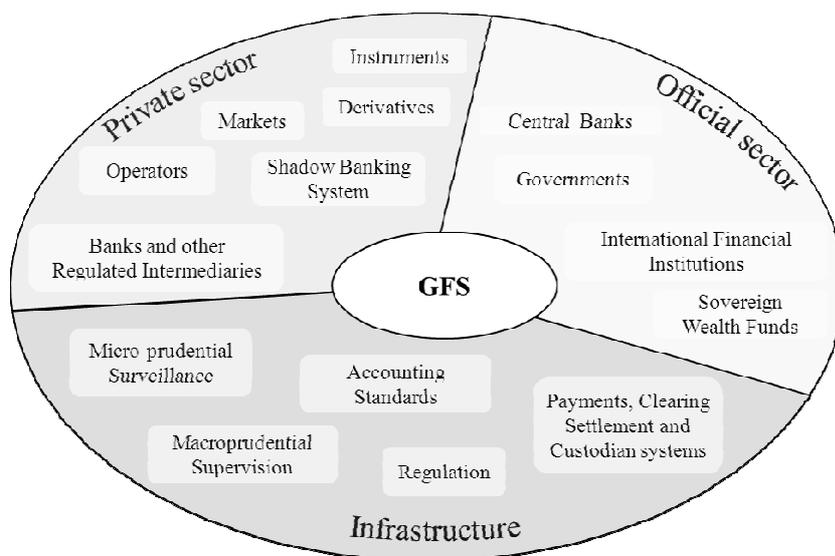


Fig. 3 – Il Sistema Finanziario Globale come sistema complesso. Fonte: MASERA, *Risk, Regulation and Supervision of Financial Systems: US and Eurozone solutions*, in ZöR, 2012, 67: 251–280.

La *governance* globale presenta una dimensione – irrisolta – democratica ed etica, in quanto viene alterato il significato del rapporto “one man one vote”. Spesso si intraprende la scorciatoia, peraltro pericolosa, dei modelli di governo globale di carattere tecnico (“governi delle élite”).

Evidente punto di debolezza dell’attuale sistema è quello di non riuscire ad assicurare leggi e regole valide a livello globale, accettate e rispettate in tutti i Paesi. Si tratta di un compito tecnicamente “impossibile”, in quanto non si di-

<sup>14</sup> Cfr. MASERA, *Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform*, in *PSL Quarterly Review*, 2011, 64(257), pp. 105-142.

sponde di un sistema giuridico globale: la stessa definizione di crimine non è evidentemente uguale in tutti i Paesi. La frammentazione e lo stesso principio della sovranità dei singoli Paesi rappresentano elementi di fragilità del processo di mondializzazione a fronte del moltiplicarsi delle regole, alle quali deve comunque seguire un processo di rigoroso rispetto, formale e sostanziale.

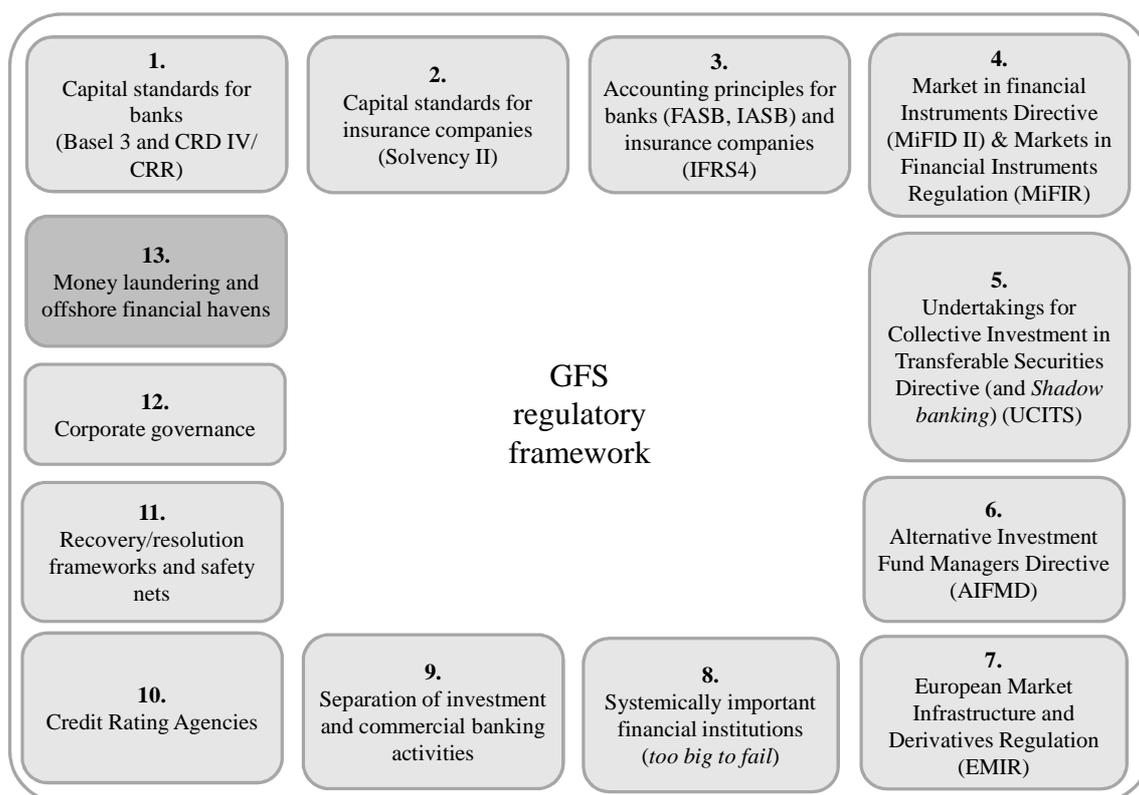


Fig. 4 – Le molte (troppe?) regole del sistema finanziario (con particolare riferimento all’Unione europea) Fonte: MASERA, *Financial markets regulation. Lecture for the Sciences Po Master in Financial Regulation and Risk Management, Paris, 27 March 2013.*

4. La tendenza alla globalizzazione coinvolge, come si è detto, anche le attività illegali. Si manifesta un crescente e profondo intreccio fra le attività illecite e criminali, nelle loro diverse accezioni, e le rispettive controparti finanziarie. Si deve, ormai, parlare di una contabilità di “partita doppia” delle attività criminali.

I fatti criminosi sono osservati e devono essere registrati sotto due aspetti speculari: quello reale (ovvero l'atto criminale) e quello monetario - finanziario (ovvero il contemporaneo e corrispondente provento di numerario)<sup>15</sup>. In ragione dell'illegalità delle entrate di cassa, e quindi dell'esigenza di occultarne la provenienza, la criminalità, segnatamente quella organizzata, ricorre al sistema finanziario per "lavare" e riciclare i proventi delle attività criminose.

L'aggregazione delle principali organizzazioni criminali e la rilevanza della elusione/evasione fiscale hanno, pertanto, determinato una forte e crescente interconnessione fra le attività illegali e l'utilizzo del sistema finanziario globale e dei "paradisi fiscali". Come è stato affermato, la «economia globale illecita si sta espandendo a ritmo assai elevato attraverso uno spettro molto ampio di attività illegali (corruzione, narcotraffico, terrorismo internazionale, riciclaggio<sup>16</sup>, estorsioni, sequestri e riscatti, traffico di armi, traffico di persone, prostituzione, *cybercrime*<sup>17</sup>, usura, contraffazione e furti). Secondo le stime disponibili, l'economia illegale rappresenta fra l'8% e il 15% del reddito mondiale, distorcendo le economie, riducendo fortemente i redditi imprenditoriali legittimi, creando conflitti e influenzando negativamente le condizioni sociali (...). Da Wall Street ad altri centri finanziari sull'intero globo, le organizzazioni illecite infiltrano e corrompono i mercati, riducono la produttività e disincentivano gli investimenti, impoveriscono il capitale umano, erodono la sicurezza delle istituzioni,

---

<sup>15</sup> Nel caso del terrorismo internazionale, peraltro, il finanziamento "precede" l'atto criminale. Cfr. GIULIANI, *Introduzione alla Conferenza sul tema "La sicurezza economica finanziaria: verso nuove strategie"*, Scuola di perfezionamento per le Forze di polizia, Roma, 16 - 4 - 2013.

<sup>16</sup> A livello mondiale si stima che il riciclaggio rappresenti circa il 5% del PIL. Per quanto riguarda l'Italia, le stime sono dell'ordine del 10% del PIL. Cfr. CAPOLUPO, *La sicurezza economica finanziaria: verso nuove strategie, Conferenza presso la Scuola di perfezionamento per le Forze di polizia*, Roma, 16 aprile. 2013. È evidente che il riciclaggio è intimamente collegato ai fenomeni di elusione ed evasione fiscale.

<sup>17</sup> Con riferimento al *cybercrime*, si ricorda il caso "*Liberty Reserve*" che rappresentava uno dei più rilevanti sistemi di trasferimento elettronico di valuta, smantellato dalle autorità americane e di Costa Rica. Cfr. THE GUARDIAN, *Liberty Reserve founder arrested in Spain*, 28 May 2013.

destabilizzano i governi deboli»<sup>18</sup>.

Nella lista sopraindicata, particolare rilievo assumono la corruzione e il narcotraffico. Non è naturalmente possibile soffermarsi su queste tematiche. Sul primo punto, si fa comunque riferimento a due recenti importanti studi sull'argomento. Padoan<sup>19</sup> ha illustrato e quantificato gli impatti negativi della corruzione sul sistema economico, anche con riferimento al sistema (mercati e intermediari) finanziario. Si segnala al riguardo anche lo studio dell'OECD sull'Italia<sup>20</sup>, dove è stata di recente approvata una legge<sup>21</sup> per prevenirla e contrastarla. In uno studio fondamentale, Capriglione<sup>22</sup> mostra, peraltro, le manchevolezze e la limitata portata della legge. Sul narcotraffico si rinvia al Rapporto delle Nazioni Unite<sup>23</sup>, che spiega la globalizzazione dell'economia della droga e sottolinea come il traffico abbia assunto legami sistematici con il crimine organizzato e con la finanza internazionale. Il fatturato mondiale del traffico suddetto viene stimato nell'ordine di \$500 miliardi l'anno.

La necessità di "lavare" i proventi delle attività illecite spinge al ricorso agli intermediari e al sistema finanziario, utilizzando le forme più sofisticate di innovazione finanziaria (segnatamente i prodotti derivati complessi e *Over-the-*

---

<sup>18</sup> Cfr. LUNA, *The Destructive Impact of Illicit Trade and the Illegal Economy on Economic Growth, Sustainable Development, and Global Security. Remarks of the Director for Anticrime Programs, Bureau of International Narcotics and Law Enforcement Affairs, The OECD High-Level Risk Forum*, OECD Conference Centre Paris, France, 26 October 2012.

<sup>19</sup> Cfr. PADOAN, *Criminalità organizzata, attività illegali nel sistema finanziario, paradisi fiscali e sviluppo economico*, Seminario della Scuola di Perfezionamento per le Forze di Polizia, Roma, 8 maggio 2013.

<sup>20</sup> Cfr. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *OECD Integrity Review of Italy. Reinforcing public sector integrity, restoring trust for sustainable growth*, OECD Public Governance Reviews, 2013.

<sup>21</sup> Legge n° 190 del 6 novembre 2012 (G.U. 13.11.2012), *Disposizioni per la prevenzione e la repressione della corruzione e dell'illegalità nella pubblica amministrazione*.

<sup>22</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, *Mercato regole democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013, pp. 197 e ss.

<sup>23</sup> Cfr. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *International Co-operation against Tax Crimes and Other Financial Crimes. A catalogue of the main instruments, 2<sup>nd</sup> Annual Forum on Tax and Crime*, Rome, 14-15 June 2012, available online at [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

*Counter*), passando per Paesi con tassazione bassa o nulla. Si spiega, pertanto, la forte pressione criminale sul sistema finanziario globale. L'opacità del sistema e il passaggio attraverso Stati "sovrani" indipendenti rendono particolarmente difficile il ruolo delle Autorità giudiziarie e delle Forze di polizia dei principali Paesi nell'assicurare il rispetto delle leggi e nel combattere la criminalità. Da questo punto di vista, particolare rilievo ha assunto il *Financial Action Task Force (on Money Laundering)* (FATF) che, nell'ambito dell'OECD, assicura il coordinamento tra Paesi e la *peer pressure* sugli Stati sovrani *non-compliant (black list)*.

L'OECD è deputata a seguire queste questioni per contrastare gli aspetti illegali e, comunque, ridurre i *loopholes* esistenti, che peraltro dipendono anche dalle fortissime disparità del trattamento fiscale tra Paesi (e all'interno della stessa Unione europea).

Al centro del sistema finanziario internazionale operano grandi banche globali, spesso costruite su modelli di ritorni molto alti, difficilmente sostenibili, e di rischi eccessivi. L'*enterprise value* delle banche non consente di promettere ritorni elevati sul capitale investito se non, appunto, attraverso la consapevole ricerca di rischio, che è sconfinata talora in attività illecite. Questo *trade-off* poggia sull'implicita promessa che le banche *too-big-to-fail* saranno comunque salvate, proprio perché troppo grandi e troppo sistematiche.

Come si è indicato, la grande crisi finanziaria del 2007-2009 ha molteplici cause, ma alla radice vi è comunque la cattiva *governance* di molte imprese/istituzioni finanziarie che hanno orientato l'azione al perseguimento di rendimenti di breve periodo non sostenibili, nel convincimento che i guadagni sarebbero stati privatizzati dai *manager* e dalle imprese stesse, ma le perdite derivanti da assunzione di rischio troppo elevata sarebbero state socializzate. La stessa innovazione tecnologico-finanziaria, segnatamente nel settore dei prodotti derivati, invece di essere rivolta a ridurre i costi dei processi di intermedia-

zione, e quindi a migliorare la frontiera efficiente di produzione, è stata coartata all'elusione delle regole<sup>24</sup>, alla ricerca spasmodica di elevati rendimenti di breve periodo, generando gravissimi costi economici e sociali nel medio termine. L'esigenza di impedire che la crisi finanziaria si traducesse in una implosione dell'attività economica ha indotto molti governi a far ricadere sul *taxpayer* il salvataggio di molte imprese *too-big-to-fail* addossando, quindi sul cittadino le perdite generate da comportamenti e attività illecite / illegali / criminali, per eludere le regole esistenti, peraltro non adeguate<sup>25</sup>.

I confini fra lecito e illecito e fra illecito e illegale non sono facili da stabilire<sup>26</sup>. È comunque evidente che la grande crisi finanziaria ha alla radice comportamenti illeciti, e spesso illegali, da parte di molti grandi operatori finanziari. La sistematica elusione/evasione delle regole è emersa in tutta la sua evidenza al di là, ma purtroppo, anche al di qua dell'Atlantico. In molti casi si sono anche verificate situazioni di *regulatory capture*, come sottolineato in particolare dal Rap-

---

<sup>24</sup> Non si può non richiamare l'attenzione sul fatto che molte grandi banche internazionali – che sono i principali operatori nei mercati dei derivati, e segnatamente in quelli CDS – hanno costantemente operato per eludere le regole degli standard di Basilea. I mercati CDS consentono di andare corti sul credito (short credit) e di spostare i risk buckets per minimizzare il capitale regolamentare (cfr. ad es. SLOVIK, *Systemically Important Banks and Capital Regulation Challenges*, OECD, Paris, 2012).

<sup>25</sup> Gli eccessi della finanza sono, dunque, alla radice della grande recessione iniziata nel 2008, con perdite elevatissime in termini di crescita e occupazione, e con il rischio di grave distruzione del capitale umano, in particolare per la mancanza di opportunità per i giovani, che rischiano di restare a lungo esclusi dal mondo del lavoro. L'intreccio fra attività illecite e crisi finanziaria è illustrato in modo esaustivo e cogente dalla Commissione nazionale di inchiesta sulla crisi finanziaria negli Stati Uniti (Rapporto Angelides). Sul ruolo della finanza nel determinare la grande crisi, cfr. anche MASERA, *The Great Financial Crisis. Economics, Regulation and Risk*, Roma, 2009 e MASERA (a cura di), *Saggi sulla metodologia della ricerca in economia*, Roma, 2010. Occorre sottolineare che anche la crisi degli anni '30 ha risentito degli eccessi e delle attività illecite e illegali nel sistema finanziario e nelle grandi banche americane. Il riferimento d'obbligo, al riguardo, è ai lavori della Commissione Pecora, istituita dal Parlamento americano e condotta da un grande italoamericano dimenticato nel nostro Paese, Ferdinando Pecora. Cfr. UNITED STATES SENATE COMMITTEE ON BANKING AND CURRENCY, *Stock Exchange Practices, Report n. 1455 (Pecora Report)*, 1934.

<sup>26</sup> Lo stesso utilizzo di strumenti giuridici finalizzati a tutelare un interesse riconosciuto da una norma può essere "abusato" e distorto per ottenere un indebito beneficio, ovvero un vantaggio privato disapprovato dal sistema nel suo complesso.

porto Angelides<sup>27</sup>.

Le perdite economiche in termini di crescita e di disoccupazione collegate alle carenze e a comportamenti illeciti e illegali del sistema finanziario sono di dimensioni enormi<sup>28</sup>. Gli eccessi della finanza non possono, peraltro, diventare una acritica responsabilizzazione di tutti gli operatori del settore. Occorre, come si sta facendo, entrare nel dettaglio e individuare le banche e gli operatori da sanzionare<sup>29</sup>.

È emersa la rilevanza di attività illecite e illegali svolte anche all'interno di grandi banche internazionali, che inquinano il Sistema finanziario globale e incidono sullo sviluppo economico. Casi molto noti sono rappresentati: dalla sanzione di \$2 miliardi comminata dal Tesoro americano e dal Dipartimento di giustizia a Hsbc per *money laundering* con l'Iran, con organizzazioni terroristiche, con cartelli della droga e con criminalità organizzata; dalla multa di \$340 milioni a Standard Chartered per finanziamento di attività vietate con l'Iran; dagli arresti e dalle multe per la manipolazione dei tassi Libor, che influenzano circa \$10

---

<sup>27</sup> Cfr. FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION (FCIC), *The Financial Crisis Inquiry Report: Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States chaired by Phil Angelides*, January, 2011.

<sup>28</sup> Secondo stime molto approssimative, il costo complessivo della crisi a partire dal 2007, come detto in parte connessa ad attività illegali e illecite all'interno del sistema finanziario, sarebbe dell'ordine di \$20 trilioni.

<sup>29</sup> Il populismo acritico e generalizzato non aiuta e diventa, anzi, controproducente per i molti operatori onesti, produttivi e responsabili del settore. Come si è detto, si deve passare dalla analisi critica all'azione costruttiva e selettiva. L'attuale Presidente francese Hollande, nella campagna elettorale contro il Presidente Sarkozy, ha avuto grande risonanza per la seguente affermazione (22 gennaio 2012): «Vi dico chi è il mio vero avversario. Non ha nome, né volto, né partito. Non presenterà mai la sua candidatura, non sarà eletto, eppure governa. Questo avversario è il mondo della finanza. Sotto i nostri occhi, in vent'anni la finanza ha preso il controllo dell'economia, della società e anche delle nostre vite. Ormai è possibile in una frazione di secondo spostare somme vertiginose, minacciare gli Stati». Come Presidente, Hollande ha, in particolare, riaffermato l'esigenza di contrastare l'evasione e il riciclaggio attraverso la finanza internazionale e i paradisi fiscali con una serie di incisive e puntuali azioni, ripresa a livello di Commissione e di Consiglio europei. Cfr. HOLLANDE, *Le discours prononcé au Bourget ce 22 janvier 2012 par le candidat socialiste*, in *Le Nouvel Observateur*, 22 janvier 2012 e COMMISSIONE EUROPEA, *Lotta alla frode e all'evasione fiscali. Contributo della Commissione al Consiglio Europeo del 22 maggio 2013*, Bruxelles, 8 maggio 2013.

triloni di prestiti a livello mondiale; dalle sanzioni concordate da Barclays e Ubs per una serie di illeciti e per quasi \$1 miliardo. Le principali contestazioni per attività illecite/illegali sono state rivolte dalle autorità americane a Bank of America e a JPMorgan Chase. Ricordiamo, inoltre, che l'Amministrazione Obama ha deciso di proporre cause civili come parte lesa anche nei confronti delle società di rating, in particolare per gli intrecci con alcune banche globali sulla valutazione del merito di credito dei *mutui subprime*, richiedendo danni per oltre \$5 miliardi<sup>30</sup>. Il grafico sottostante (Fig. 5), predisposto da Credit Suisse, sintetizza le causali e il costo delle multe che sono state comminate (o, comunque, che saranno prevedibilmente comminate) a 10 grandi banche europee: la soluzione delle *litigations* sfiora un ammontare di \$60 miliardi.

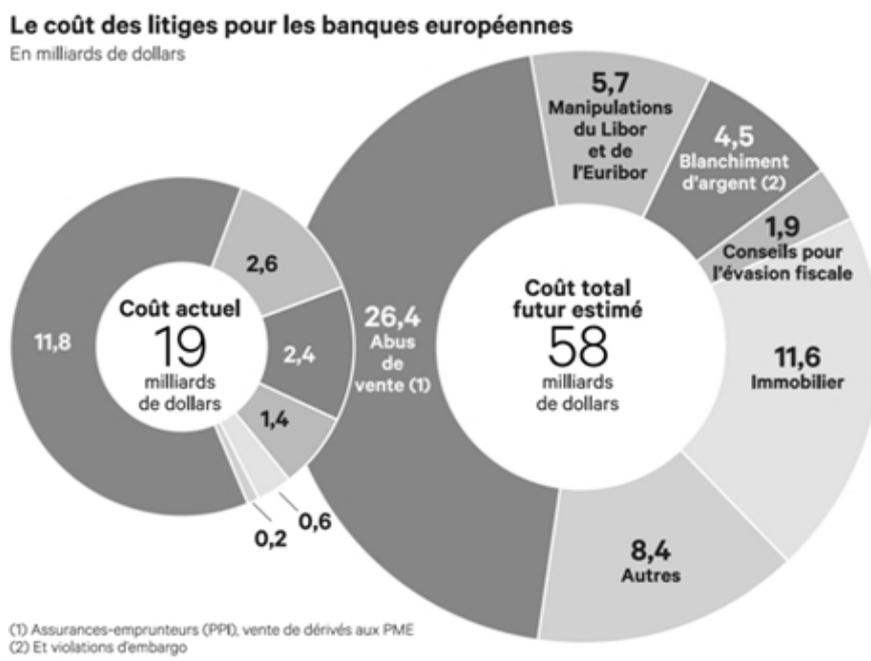


Fig. 5 – Il costo delle multe comminate alle principali banche europee per inadempienza alle regole e comportamenti illeciti Fonte: Credit Suisse ripreso da LES ÉCHOS, *Libor, blanchiment, assurance-emprunteur: une facture qui pourrait atteindre 58 milliards de dollars pour les banques*, n. 21380, 20 Février 2013.

<sup>30</sup> Cfr. MASERA, *CRA's: problems and perspectives*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2/2012.

Non si dispone di un analogo studio integrato sui costi delle *litigations* delle grandi banche americane. Un recente articolo<sup>31</sup> presenta le stime dei costi delle *litigations* delle sei principali banche americane (BofA, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley e MetLife) per gli anni 2010, 2011 e 2012. Il totale stimato supera \$60 miliardi, di cui \$40 miliardi si riferiscono alla sola BofA. Le cifre sopraindicate non comprendono le spese legali; per le banche di cui si dispone di dati, si fa riferimento a circa \$1 miliardo l'anno: i costi complessivi potrebbero, pertanto, lievitare a circa \$75 miliardi.

I dati sopraindicati sono sostanzialmente relativi al passato, ma molte controversie si sono aperte nel 2013, in particolare con riferimento allo scandalo del Libor e dei mutui *subprime*. Se si proiettasse la spesa passata per il prossimo triennio, tenendo conto dei nuovi elementi emersi e raccolti dalla stampa specializzata<sup>32</sup> – ma pur sempre con stime più conservative rispetto alla progressione indicata per l'Europa nel documento Credit Suisse – si perverrebbe a un totale di oltre \$100 miliardi. Sulla base di queste cifre e delle proiezioni, naturalmente approssimative, le principali banche mondiali – quelle *too-big-to-fail* – nei 6 anni presi in esame, contabilizzerebbero uscite per *litigations* dell'ordine di \$230 miliardi (Fig. 6).

---

<sup>31</sup> Cfr. TOURYALAI, *Bank Of America's Mortgage Tab: \$42B And Counting*, in *Forbes*, 8 March 2013.

<sup>32</sup> Cfr. in particolare GRIFFIN - CAMPBELL, *U.S. Bank Legal Bills Exceed \$100 Billion*, in *Bloomberg*, 28 August 2013.

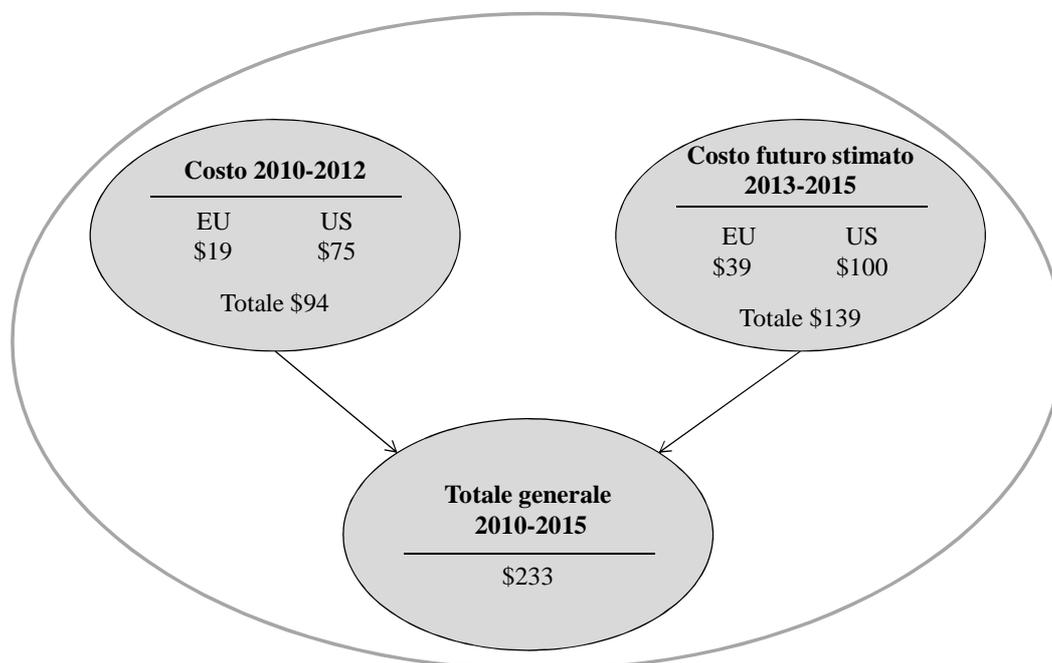


Fig. 6 – Il costo stimato delle litigations per le principali banche internazionali europee e americane (2010-2015, miliardi di dollari) Fonte: Elaborazione dell'autore su dati di: Credit Suisse (2013) ripresi da LES ÉCHOS, *Libor, blanchiment, assurance-emprunteur: une facture qui pourrait atteindre 58 milliards de dollars pour les banques*, n. 21380, 20 Février 2013; TOURYALAI, *Bank Of America's Mortgage Tab: \$42B And Counting*, in *Forbes*, 8 March 2013; GRIFFIN-CAMPBELL, *U.S. Bank Legal Bills Exceed \$100 Billion*, in *Bloomberg*, 28 August 2013.

Questi dati impongono un'attenta riflessione e richiedono azioni concertate e rigorose di vigilanza microprudenziale per separare il grano dal loglio, per sradicare comportamenti e modelli di collusione con attività illecite all'interno di grandi istituzioni finanziarie che godono, paradossalmente, di una implicita garanzia di salvataggio a spese del contribuente.

5. Gli intrecci sopraindicati tra attività criminose e crescita sostenibile sono resi più complessi in relazione ai confini, spesso non ben definiti, fra attività illecite e forme di elusione ed evasione delle regole<sup>33</sup>. Al riguardo, la evasione/elusione fiscale rappresenta un esempio emblematico, che incide tra l'altro non solo sulla questione critica della sostenibilità debito/prodotto, ma anche sul *level playing field* concorrenziale delle imprese. Recente è il caso di *tax avoidance* della Google, che ha spostato nel 2011 circa \$10 miliardi di fatturato dalle sue sussidiarie non-US in una società di comodo nelle isole Bermuda, utilizzando, in particolare, schemi di elusione fiscale in Europa - *Double Irish* e *Dutch Sandwich*<sup>34</sup>. Le autorità fiscali italiane hanno, al riguardo, aperto una indagine su possibili evasioni per €240 milioni di reddito in Italia.

Il caso appena indicato propone la rilevanza dei paradisi fiscali *off-shore*: si tratta di circa 50 Paesi che consentono segreto bancario e tassazione nulla, o comunque molto bassa, sulla ricchezza finanziaria e sul reddito personale e societario. A questi si aggiungono altri 50 Paesi sospettati di procedure fiscali opache/dubbe<sup>35</sup> (Fig. 7).

---

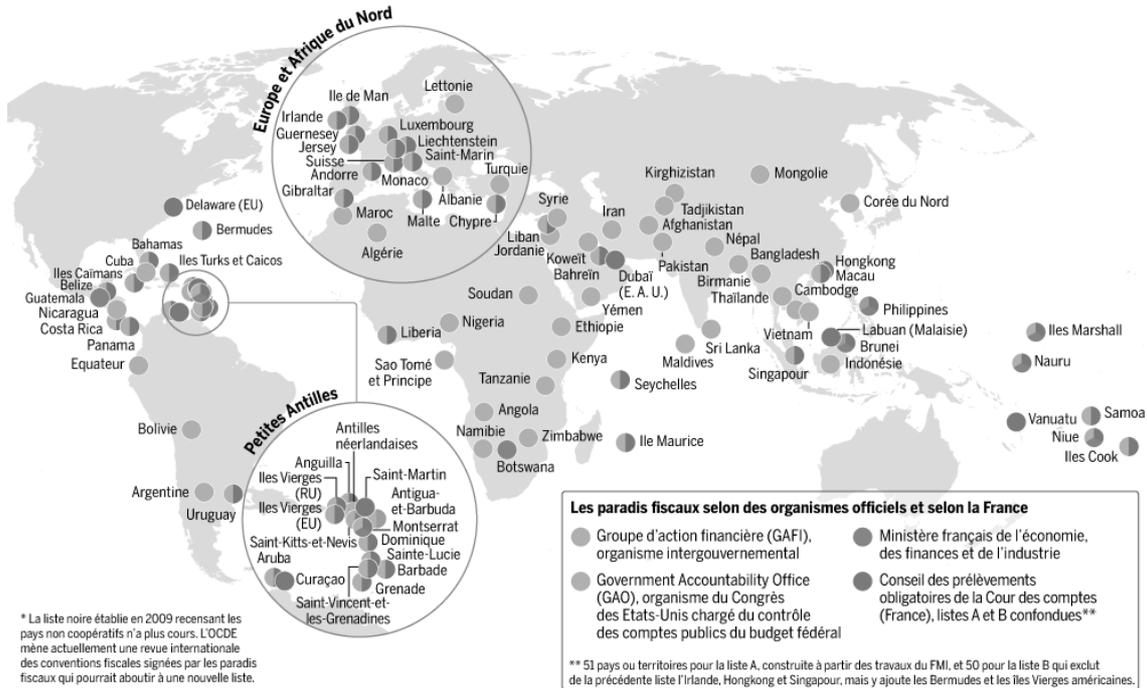
<sup>33</sup> Cfr. ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD), *International Co-operation against Tax Crimes and Other Financial Crimes. A catalogue of the main instruments, 2<sup>nd</sup> Annual Forum on Tax and Crime*, Rome, 14-15 June 2012, available online: [www.oecd.org](http://www.oecd.org); HR REVENUE & CUSTOMS, *Closing in on tax evasion HMRC's approach*, December 2012.

<sup>34</sup> Cfr. DRUCKER, *Google 2.4% Rate Shows How \$60 Billion Lost to Tax Loopholes*, in *Bloomberg*, 21 October 2010.

<sup>35</sup> La stessa definizione di Paese "paradiso" è, dunque, variabile a seconda dei criteri adottati, come indica la Fig. 5. Per quanto riguarda l'Italia, particolare attenzione (in via di superamento) è stata rivolta al Vaticano, in relazione allo Ior, e allo Stato di San Marino.

**96 paradisi fiscali recensés**

par des organismes officiels et par la France, en l'absence de liste noire de l'OCDE\*



**Etats ou territoires les plus opaques, selon l'indice de l'ONG Tax Justice Network**  
INDICE D'OPACITÉ SUPÉRIEUR À 90

<b>100</b>	Bahamas Barbade Belize Brunei Dominique	Iles Turks et Caicos Labuan (Malaisie) Sainte-Lucie Saint-Vincent-et-les-Grenadines	Samoa Seychelles Suisse Vanuatu	<b>96</b>	Ile Maurice	<b>92</b>	Antigua-et-Barbuda Barheïn Bermudes Costa Rica Delaware (EU)	Dubaï (E.A.U.) Gibraltar (RU) Grenade Iles Caimans Iles Cook	Iles Marshall Iles Vierges (EU) Iles Vierges (RU) Madère (Port.) Nauru	Panama Saint-Kitts-et-Nevis	<b>91</b>	Autriche	<b>90</b>	Israël Liberia
------------	---	--	--	-----------	-------------	-----------	--	--	--	--------------------------------	-----------	----------	-----------	-------------------

SOURCES : GAFI 2013 ; GAO 2008 ; JOURNAL OFFICIEL, ARRÊTÉ DU 4 AVRIL 2012 ; CPO 2013 ; TAX JUSTICE NETWORK 2013 – INFOGRAPHIE : LE MONDE

Fig. 7 - Mappa dei paradisi fiscali Fonte: LE MONDE, Les pays suspectés de pratique fiscale douteuse, 4 Avril 2013.

Secondo una recente ricerca dell'ex capo economista di McKinsey, James Henry<sup>36</sup>, nei Paesi suddetti sono depositati fondi per l'equivalente di oltre \$ 20 trilioni, fiscalmente "protetti". Altre stime elevano la cifra a \$32 trilioni. Sulla base di valutazioni evidentemente incerte e approssimative, circa un terzo di questo stock sarebbe connesso a riciclaggio della criminalità organizzata o del terrorismo internazionale; il resto è riconducibile a un numero ridotto di agenti eco-

<sup>36</sup> Cfr. HENRY, *The price of offshore revisited*, in *Tax Justice Network Report*, July 2012.

nomici estremamente ricchi.

Contrariamente a quanto spesso indicato nella stampa anche specializzata, le attività finanziarie detenute nei *tax havens* non sono fondi che “restano chiusi e nascosti nei forzieri *off-shore*”. In larghissima misura, le risorse finanziarie sono incanalate verso i paradisi fiscali e sono, poi, riciclate nel Sistema finanziario globale. È logico supporre che l’enorme ammontare unitario (per investitore) dei fondi registrati nei paradisi, la professionalità e la sofisticazione della loro gestione li rendano estremamente sensibili agli andamenti dei mercati. Dati la massa critica e il numero ridotto di decisori, i fondi in questione possono svolgere un ruolo cruciale nel propagare le tensioni finanziarie e il contagio nel SFG, contribuendo pertanto anche all’innesco di rischio sistemico.

Il ruolo dello *Shadow Banking System* (secondo il *Financial Stability Board*<sup>37</sup>, il sistema bancario non trasparente ha raggiunto l’ammontare di \$67 trilioni, comprendendo peraltro anche il valore nozionale dei contratti derivati di riferimento) e, come indicato, di alcune grandi banche internazionali, come facilitatori di questi processi finanziari, è noto. I derivati, e segnatamente quelli creditizi, rappresentano una modalità di operare arbitraggi fiscali e di *money laundering*: la connotazione digitale estremamente sofisticata rende difficile controllare e accertare l’illegalità dei processi.

La difficile tracciabilità dei trasferimenti illegali di fondi attraverso il sistema bancario ombra e tramite l’utilizzo di prodotti derivati esalta la difficoltà di controllo dei fenomeni di riciclaggio.

---

<sup>37</sup> Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, 18 November 2012.

E' importante segnalare al riguardo che i principali Paesi europei (Germania, Francia, Gran Bretagna, Italia e Spagna) – sulla base del *Foreign Account Tax Compliance Act* (Fatca), la legge americana adottata nel 2010 che permette di ottenere le informazioni anche su investimenti e redditi all'estero dei contribuenti americani – hanno deciso di attuare un progetto pilota per combattere l'evasione fiscale<sup>38</sup>. L'accordo pilota multilaterale è basato su schemi automatici per consentire lo scambio di informazioni tra i diversi Paesi utilizzando il modello concordato con gli Usa. Si tratta, cioè, di assicurare la trasparenza fiscale in funzione antievasione, con la collaborazione delle banche internazionali.

6. Questo lavoro ha cercato di illuminare i nessi fra valori etici, comportamenti rispettosi delle leggi nella finanza internazionale e creazione di valore sostenibile, con riferimento alla *corporate governance* di grandi banche al centro del SFG.

Quando, viceversa, si manifestano illeciti e illegalità, mentre decadono i valori morali, la crescita si inaridisce e, al di là del breve periodo, le perdite di reddito e di ricchezza possono diventare molto rilevanti, come ha mostrato la Grande Crisi. Alla finanza internazionale compete, in positivo, un ruolo di finanziamento efficiente dei processi di globalizzazione che hanno contribuito allo sviluppo delle economie emergenti. Tuttavia, se decadono gli *standard* e si insinuano comportamenti illeciti o illegali, la finanza diventa negativa per lo sviluppo sostenibile.

Occorre tradurre in azioni coerenti di *corporate governance*, di *compliance* e di *risk management* e in cogenti interventi di vigilanza i concetti già indicati dai supervisori di Basilea nel 2005 e nel 2006 – purtroppo in larga misura disat-

---

<sup>38</sup> Cfr. E. POPTCHEVA, *A FATCA for the EU? Data protection aspects of automatic exchange of bank information*, in *Library Briefing - Library of the European Parliament*, 27 March 2013. Come indicato, l'impulso è partito dal Presidente francese Hollande.

tesi – anche per prevenire manifestazioni di *regulatory capture*, tenendo conto degli enormi interessi in gioco. Le autorità di vigilanza bancaria non possono e non devono trasformarsi in autorità di polizia, ma occorre dotarle di poteri, anche discrezionali e incisivi, di rapido intervento sulle imprese bancarie (PCA) nel caso di evidenti manchevolezze nel governo societario.

## **Rainer Masera**

*Professore Ordinario di Politica Economica*

*Preside della Facoltà di Economia*

*Università degli Studi "Guglielmo Marconi" di Roma*

## RATING, ACCURATEZZA DELLE VALUTAZIONI E RESPONSABILITA' OGGETTIVA.\*

**ABSTRACT:** *Credit Rating Agencies have supposedly played an important role in the current financial crisis. It is therefore not surprising that their liability regime has attracted an enormous attention among Law and Economic scholars. In fact, to prove the negligent behavior of rating agencies, and especially the causal link between their conduct and the loss suffered by investors has been nothing short of impossible. The main characteristic of rating agencies is the probabilistic nature of their predictions; to rate a company AAA is not equal to categorically exclude the possibility of its default; it merely implies an extremely small probability that it will happen. The Reg. (UE) n. 462/2013 proposed the introduction of a "gross negligence" rule, yet it takes a lot of imagination to claim that it will effectively ameliorate the problem.*

*In this paper we argue that the only possible way to properly tackle the problem is a rule of strict liability mitigated by two strong limitations: one in time, and another in the size of damage compensation.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Il ruolo del *rating* nel sistema finanziario e taluni aspetti problematici. - 3. Quale responsabilità per *rating* inesatti? La regolamentazione europea. – 4. Le ipotesi per l'applicazione di un regime di responsabilità oggettiva. - 5. La «*capped expiring strict liability*». - 6. *Segue:* l'approccio analitico. - 7. *Segue:* *rating* imperfetti e quantificazione del risarcimento. – 8. Conclusioni.

---

\* I paragrafi n. 1, 2, 3, 4 sono stati scritti da Angela Troisi, cui vanno attribuiti; i paragrafi n. 5, 6, 7 sono stati scritti da Alessandro Romano, cui vanno attribuiti. Le conclusioni sono il frutto di una riflessione comune.  
Contributo approvato dai revisori.

1. A partire dagli ultimi decenni del secolo scorso, il *rating* ha assunto crescente rilevanza nell'ordinamento economico e finanziario. Le società specializzate in tale settore d'attività ricoprono attualmente un ruolo significativo nei mercati internazionali ed, in particolare, nella negoziazione vuoi di titoli finanziari di natura *corporate*, vuoi di strumenti complessi di finanza strutturata.

Sotto un profilo strettamente teorico, il valore conoscitivo del *rating* favorisce la minimizzazione delle asimmetrie informative che, per solito, inficiano l'ottimale allocazione del risparmio, ripercuotendosi negativamente sul grado di efficienza riscontrabile nelle realtà di mercato. L'*agere* delle agenzie contribuisce, in tal senso, al superamento di talune distorsioni che si realizzano nell'incontro fra domanda e offerta di risorse monetarie; donde l'opportunità per gli operatori finanziari di attuare investimenti adeguati alle relative prospettive strategiche (in linea, cioè, con il livello di rendimento che ragionevolmente rispecchia la propensione al rischio dei medesimi).

Le agenzie di *rating* assolvono ad una specifica funzione di cd. «comunicazione *derivata*», volta a semplificare la diffusione di «dati, informazioni e notizie ricevute dalle imprese», tenuto conto delle «competenze specifiche» e delle «caratteristiche» di queste ultime<sup>1</sup>. Ed invero, l'operatività di dette agenzie consente al mercato di usufruire di un *set* informativo complesso, veicolato mediante l'utilizzo di scale alfanumeriche universali, valide vuoi a livello internazionale, vuoi intersettoriale<sup>2</sup>. La conoscenza disponibile sui mercati creditizi (intesa quale

---

<sup>1</sup> Si rileva che le agenzie di *rating* possono essere considerate «come una sorta di “pubblico filtro”», la cui attività consente di comunicare, «a vario titolo e in forme diverse», una molteplicità di «informazioni economico finanziarie provenienti dalla fase precedente – perché estremamente tecniche o perché di difficile comprensione – per tutti coloro che non sono in grado di attivare un costante e valido canale diretto con le imprese e con il mercato»; cfr. CORVI, *Economia e gestione della comunicazione economico-finanziaria d'impresa*, Milano, 1997, p. 66.

<sup>2</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

strumento necessario a catalizzare l'ordinaria attività di scambio) risulta, in tal modo, semplificata dalle certificazioni emesse dai *raters*, le cui elaborazioni mirano ad offrire un'indicazione sul livello di *qualità* attribuibile agli agenti (ovvero agli strumenti) creditizi cui esse sono riferite.

In base alle disposizioni fornite dal legislatore comunitario, il *rating* può essere definito come un «parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari»<sup>3</sup>. Trattasi, dunque, di una valutazione concernente la capacità di un debitore (identificabile con un'impresa, un intermediario finanziario, uno Stato, ovvero un ente pubblico) di ripagare, sulla base di scadenze prestabilite, i propri impegni finanziari, avuto riguardo sia all'onere di rimborsare il capitale nominale, sia alla remunerazione degli interessi periodici previsti dal rapporto negoziale in essere. Tale valutazione deve, poi, tenere in considerazione molteplici fattori (tra i quali rilevano, a titolo esemplificativo, quelli rivenienti dall'incidenza di fenomeni di natura congiunturale) che, pur essendo esterni alla specifica realtà del singolo prenditore di fondi, possono incidere sulla situazione economica, strategica ed organizzativa di quest'ultimo, influenzandone lo *standing* creditizio, nonché il complessivo livello di affidabilità finanziaria e patrimoniale.

Ne consegue la possibilità di considerare l'attribuzione di siffatti giudizi alla stregua di un fattore di «garanzia implicita»<sup>4</sup> della solvibilità degli emittenti.

---

«*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. Si fa presente, inoltre, che le scale utilizzate dalle grandi società specializzate differiscono parzialmente fra loro nella simbologia utilizzata. Per approfondimenti, si veda il documento pubblicato da Moody's, *Rating Symbols & Definitions*, June 2009, reperibile su [www.moody.com](http://www.moody.com)

<sup>3</sup> Si veda l'art. 3, comma 1, lett. a), del Regolamento (CE) n. 1060/2009.

<sup>4</sup> Cfr. ENRIQUES - GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2010, n. 2, p. 491.

Il *rating*, dunque, non limita la sua valenza 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); bensì esso tende ad interagire sulle dinamiche cognitive che gli operatori attuano nella selezione delle opportunità di investimento, da cui un'effettiva istituzionalizzazione del relativo valore informativo<sup>5</sup>.

Sotto altro profilo, deve farsi presente lo specifico ruolo attribuibile alle agenzie di *rating* nel meccanismo di propagazione degli eventi di crisi che, nel corso degli ultimi anni, si sono registrati nell'ambito dei sistemi internazionali<sup>6</sup>. Più in particolare, si ha riguardo alle significative interazioni<sup>7</sup> che, con il dilagare della crisi dei mutui *subprime*, si sono verificate tra l'imperversare delle turbolenze finanziarie e l'operato di tali società specializzate<sup>8</sup>; non a caso, i giudizi elaborati da queste ultime si sono talora risolti in valutazioni improprie del rischio

---

<sup>5</sup> Cfr. BOLTON- FREIXAS - SAPHIRO, *The Credit Ratings Game*, Columbia University, Universitat Pompeu Fabra and Oxford University, March 2011; HILL, *Regulating the rating agencies*, Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper n. 45022, Georgetown University Law Center.

<sup>6</sup> Cfr. CAPRIGLIONE, «*Etica e finanza*» alla luce della recente crisi finanziaria, in AA.VV., *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, a cura di De Carli, Milano, 2012, p. 101 ss.; CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Financial Crisis and Sovereign Debt. The European Union between Risks and Opportunities*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2012, vol. 1, part 1, p. 4 ss.; AA.VV., *The Great Financial Crisis*, a cura di Masera, Roma, 2009; ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2009, n. 1, pp. 83 ss.

<sup>7</sup> E' di recente pubblicazione il documento di consultazione «*IOSCO Consults on Certain Internal Controls and Procedures of the Credit Rating Agencies*» volto alla definizione di innovative procedure di controllo dei conflitti di interesse e, in generale, delle fasi di elaborazione dei giudizi da parte delle agenzie di *rating*. In via generale, diverse analisi empiriche hanno dimostrato come, in periodi di crisi economico-finanziaria, i giudizi di *rating*, pur mantenendo un valore medio costante nel lungo periodo, subiscono variazioni tali da renderli sensibilmente più incerti e meno accurati. In dottrina, cfr. DE LAURENTIS - MAINO, *I rating interni durante e dopo la crisi: rapporti banca-impresa, vincoli regolamentari e modelli di business*, in *Bancaria*, 2010, n. 1, p. 20.

<sup>8</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, *Le agenzie di «rating»: dalla protezione alla regolazione*, in *Jus*, 2009, n.1, p. 65 ss. ed in particolare, p. 78.

creditizio gravante sugli emittenti (ovvero su specifiche *tranche* di titoli), con ovvia, conseguente alterazione degli equilibri di mercato<sup>9</sup>.

Nello specifico, molteplici dubbi sono sorti con riguardo all'accuratezza delle indagini condotte dai *raters* nel processo di elaborazione dei giudizi; indagini che, talvolta, sembrano condizionate dalla riferibilità ad un *modus operandi* caratterizzato da negligenza e sistematica opacità procedurale. Si ricordino, infatti, i noti eventi di *default* societario (è il caso, ad esempio, dei crack di Parmalat e Cirio e, per il contesto internazionale, dei fallimenti di Enron, Worldcom e, più recentemente, di Lehman Brothers) nell'ambito dei quali i giudizi emessi dalle agenzie di *rating* – fondandosi su valutazioni disallineate dall'effettivo grado di affidabilità creditizia di tali emittenti - hanno finito con l'aggravare la situazione di dissesto delle realtà finanziarie in parola, amplificando, al contempo, la portata degli effetti distorsivi generati nell'intero mercato (a danno, dunque, del pubblico di investitori che, a vario titolo, sono rimasti coinvolti nelle realtà di crisi di cui trattasi)<sup>10</sup>.

Risulta necessario, pertanto, chiarire vuoi il ruolo dei soggetti chiamati a giudicare il merito creditizio degli operatori di mercato, vuoi la portata dei canoni che orientano la loro attività. Ciò non sottovalutando la rilevanza assunta da detti soggetti nel sistema economico, atteso che l'elaborazione dei *rating* da parte di agenzie specializzate presenta evidenti ripercussioni positive in termini

---

<sup>9</sup> Va fatto presente che l'art. 36 del Regolamento (UE) n. 1060/2009 (così come modificato dal Reg. (UE) n. 513/2011) prevede la possibilità di applicare delle sanzioni alle agenzie di rating in caso di violazione della regolamentazione comunitaria. Più in particolare, si stabilisce che dette sanzioni dovranno essere «efficaci, proporzionali e dissuasive». L'art. 36-bis, inoltre, attribuisce all'ESMA la facoltà di attribuire sanzioni pecunarie amministrative alle società che commettono «intenzionalmente o per negligenza» una delle violazioni previste dall'allegato III a suddetto regolamento.

<sup>10</sup> Cfr. FERRI - LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Bologna, 2009, p. 148 ss. ed in particolare, p. 155, ove si sottolinea che «se non operano con adeguato tempismo, le agenzie di rating possono essere attori primari nel favorire l'accumulo degli squilibri finanziari della fase espansiva dell'argomentazione di Minsky, contribuendo all'aumento dell'indebitamento di operatori di tipo *speculative* e Ponzi».

di efficienza per gli intermediari finanziari<sup>11</sup>. Questi ultimi, infatti, beneficiano di un vero e proprio processo di *outsourcing* delle funzioni di valutazione del credito, dal quale deriva un consistente risparmio di costi operativi e gestionali che finisce con l'incidere sul grado di «economicità» negli scambi sui mercati finanziari<sup>12</sup>. Sotto tale profilo, l'eventuale eliminazione di qualsivoglia riferimento al *rating* - così come prospettata da talune parti nel dibattito dottrinale - non sembra pertanto costituire la soluzione ottimale. Appare più facilmente comprensibile, invece, l'obiettivo degli ordinamenti internazionali di sottoporre il mercato del *rating* ad una più stringente regolamentazione, volta a disciplinare l'operatività delle agenzie e, più in generale, ad evitare che le stesse perseguano finalità che rischiano di danneggiare gli equilibri di mercato<sup>13</sup>.

2. Alla luce di quanto si è detto, deve sottolinearsi che, di recente, la credibilità del *rating* – specie sotto il profilo della sua valenza regolamentare - è stata minata dalla configurazione di supposte condotte negligenti in capo alle agenzie specializzate in tale segmento operativo. Ed invero, tale riflessione assume rilevanza se si prende in considerazione la prospettiva d'indagine del legi-

---

<sup>11</sup> Cfr. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Novara, 2009, p. 357 ss., ove si valutano i vantaggi economici che il servizio di *credit rating* offre sia alle società emittenti, sia all'andamento dell'intero mercato finanziario. Per un'approfondita disamina delle metodologie di *rating* interno, si veda DE LAURENTIS - MAINO, *op. cit.*, p. 17 ss.; AA.VV., *Il metodo dei rating interni*, a cura di Cannata, Roma, 2010.

<sup>12</sup> Cfr. COFFEE, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Working paper, Columbia Law School, 2003, p. 11, nel quale si sottolineano i benefici economici derivanti dall'attività dei *gatekeepers* sui mercati finanziari. Ed invero, «*the gatekeeper receives a far smaller benefit or payoff for its role, as an agent, in approving, certifying, or verifying information than does the principal from the transaction that the gatekeeper facilitates or enables. Thus, because of this lesser benefit, a lesser expected penalty should be sufficient to deter. This latter premise applies even if the gatekeeper has no reputational capital*».

<sup>13</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 maggiore regolamentazione e, in particolare, di una specifica tutela risarcitoria a favore degli investitori 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».

slatore internazionale il quale, nel corso degli ultimi decenni, ha proceduto all'attribuzione in capo alle agenzie di specifiche funzionalità di natura disciplinare; ci si riferisce, in particolare, all'impiego dei giudizi in parola nell'identificazione dei canoni di adeguatezza patrimoniale degli intermediari bancari (imposti dalla regolamentazione di Basilea 2)<sup>14</sup> e, più in generale, nella traslazione di taluni compiti di natura «para-legislativa» in capo alle società in parola (le quali, per solito, risultano dedite all'attuazione di strategie fondate su logiche di natura strettamente imprenditoriale)<sup>15</sup>.

Ne è discesa la creazione di canoni procedimentali che ricollegano la configurabilità in capo all'operatore finanziario di un «particolare trattamento giuridico» all'«ottenimento di un determinato livello di rating»<sup>16</sup>. Da qui, una vera e propria «abdicazione regolamentare»<sup>17</sup>, cui ha fatto riscontro una «acritica accettazione»<sup>18</sup> del valore informativo intrinseco al *rating*, nonché della sua signi-

---

<sup>14</sup> Più specificamente, lo *Standardized Approach* (differentemente dall'*Internal Rating Based Approach*) consente all'intermediario bancario di misurare il rischio delle attività detenute in bilancio sulla base dei *rating* elaborati da soggetti terzi indipendenti. L'ammontare del patrimonio necessario a far fronte all'esposizione creditizia si fonda, dunque, sull'individuazione di coefficienti di ponderazione fondati sulle stime effettuate da apposite «agenzie esterne di valutazione del merito di credito» (ECAI), ovvero da «agenzie di credito all'esportazione» (ECA).

<sup>15</sup> Cfr. MOODY'S, *Una soluzione al dibattito sulle agenzie di rating*, 22 marzo 2012, reperibile su [www.moody's.it](http://www.moody's.it), ove si sottolinea che, nel corso degli ultimi decenni, le agenzie di *rating* «si sono adeguate alle esigenze ed alle aspettative della comunità di investitori professionali. Riuscire a riconciliare questo doppio ruolo di “opinionisti” per il settore privato e di strumenti normativi per il settore pubblico rappresenta un problema sempre più pressante e complesso, e si è giunti ad un punto in cui la quadratura del cerchio forse non è più possibile». In dottrina, cfr. FERRI – LATICIGNOLA, *op. cit.*, p. 159 ss.

<sup>16</sup> Cfr. SACCO - GINEVRI, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 2010, n. 2, p. 291 ss., ed in particolare p. 312. Deve farsi presente, altresì, che il recente Reg. (UE) n. 462/2013 riporta la nozione di *rating* «a fini regolamentari», identificandola nell'«utilizzo dei rating del credito allo scopo specifico di conformarsi al diritto dell'Unione o al diritto dell'Unione così come recepito della legislazione nazionale degli Stati membri» (art. 1, punto 3) che modifica l'art. 3, paragrafo 1, lett. g) del Reg. 1060/2009).

<sup>17</sup> Cfr. ENRIQUES - GARGANTINI, *op. cit.*, p. 475, in cui si sottolinea che l'utilizzo dei giudizi per scopi regolamentari ha dato luogo ad una «domanda artificiale del servizio di rating», tale per cui «si sono amplificati gli effetti delle imperfezioni che lo caratterizzano, si sono poste le premesse (...) per l'innalzamento di barriere all'entrata in questo mercato».

<sup>18</sup> Cfr. SZEGO - GOBBO, *Rating, mercato e regolatori. «Reliance» e «over-reliance» sulle a-*

ficatività nell'ambito dei sistemi finanziari.

Il coinvolgimento delle agenzie specializzate negli eventi di crisi degli ultimi anni ha dato luogo all'emersione di non pochi dubbi in ordine all'integrità del loro *agere*, nonché all'accuratezza delle relative valutazioni. Molteplici interrogativi sono sorti, dunque, in merito al fenomeno della cd. «*over-reliance*» e alle ripercussioni negative che da quest'ultimo derivano, in termini di stabilità dell'intero mercato creditizio.

Il conseguente ridimensionamento dei benefici derivanti dalla *fiducia* riposta nel *rating* da parte del legislatore finanziario ha indotto quest'ultimo a ricercare nuove metodologie di stima del rischio creditizio, volte a ridurre gradualmente l'affidamento che le autorità e gli enti finanziari ripongono nel *rating*; intento questo che è stato ampiamente rappresentato in sede normativa, vuoi con riferimento al contesto regionale europeo (in occasione della recente modifica al Reg. CE n. 1060/2009)<sup>19</sup>, vuoi in ambito statunitense (con la definizione del Dodd-Frank Act del 2010)<sup>20</sup>.

In via generale, a fondamento della problematica in parola vi è la riflessione secondo cui l'*agere* delle agenzie sembrerebbe, talora, influenzato da una scarsa correttezza procedurale nella realizzazione delle stime prodromiche

---

*genzie di rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, n. 2. P. 336.

<sup>19</sup> Ed invero, nel *considerando* n. 8 al recente Reg. (UE) n. 462/2013 si evidenzia che «nel medio termine dovrebbe essere valutata la possibilità di adottare ulteriori provvedimenti per eliminare i riferimenti ai rating del credito a fini regolamentari dalla regolamentazione finanziaria e per eliminare la ponderazione dei rischi delle attività finanziarie tramite i rating del credito (...) Benché si stiano riducendo gli incentivi all'eccessivo affidamento ai rating del credito, questi ultimi condizionano tuttora le scelte di investimento, in particolare a causa di asimmetrie informative e per obiettivi di efficienza. In un tale contesto le agenzie di rating del credito devono essere indipendenti e percepite come tali dagli operatori del mercato e le loro metodologie di rating devono essere trasparenti e percepite come tali».

<sup>20</sup> Cfr. Section 939 (“*Removal of Statutory References to Credit Ratings*”) del Dodd-Frank Act, dove si sottolinea che «*each such agency shall modify any such regulations identified by the review conducted under subsection (a) to remove any reference to or requirement of reliance on credit ratings and to substitute in such regulations such standard of credit-worthiness as each respective agency shall determine as appropriate for such regulations*» (sec. 939 A- *Review of reliance on ratings*). In proposito, si veda [www.sec.gov](http://www.sec.gov)

all'emissione dei giudizi<sup>21</sup>.

Tali inefficienze derivano spesso dalla sussistenza di peculiari conflitti tra i molteplici interessi che influenzano l'agere degli analisti<sup>22</sup>. Ed invero, le valutazioni poste in essere da questi ultimi riflettono (*latu sensu*) una varietà di obiettivi e/o esigenze di cui si fanno titolari una molteplicità di operatori economici; ci si riferisce, in particolare, agli emittenti che le richiedono (in *primis*: gli intermediari) o, comunque, le utilizzano (è il caso dei risparmiatori/investitori), nonché ai soggetti che intervengono nelle fasi di formazione del *rating* (agenzie e singoli analisti). Ne consegue che la misurazione dello *standing* creditizio, in alcuni casi, potrebbe risultare distorta a causa delle influenze esercitate dagli agenti, i quali – a vario titolo – sono interessati al *rating*; tra questi rivelano coloro che potrebbero sfruttare il loro potere di mercato al fine di ottenere giudizi benevoli (o, più in generale, favorevoli alle loro esigenze patrimoniali e finanziarie).

Nello specifico, la presenza di conflitti di interessi sembra derivare dalla riferibilità al sinallagma contrattuale che generalmente lega il «valutatore» al «valutato» (cd. «*issuer-pays model*»)<sup>23</sup>. L'applicazione di tale schema operativo prevede, infatti, la creazione di un legame negoziale tra l'agenzia di *rating* e il

---

<sup>21</sup> Per approfondimenti sulla natura delle valutazioni tecniche realizzate dalle agenzie in ordine all'emissione del giudizio di *rating*, cfr. LANGHOR H. – LANGOHR P. *The rating agencies and their credit ratings. What they are, How they work, and Why they are relevant*, Chichester, West Sussex, 2008, pp. 257 ss.

<sup>22</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>23</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*»; PAGANO – VOLPIN, *Credit ratings failures and policy options*, in *Economic Policy*, 2010, vol. 25, iss. 62, p. 401 ss.

cliente, in virtù del quale l'emissione del giudizio avviene a fronte della corresponsione di un determinato esborso monetario da parte di quest'ultimo. Va da sé che, in siffatta situazione, il perseguimento di obiettivi di carattere strategico - aziendale da parte del *rater*, potrebbe indurre quest'ultimo ad assecondare esigenze (generalmente riconducibili alla controparte negoziale) disallineate dall'intento di una corretta valutazione del reale merito creditizio del cliente; condotta quest'ultima che, ovviamente, potrebbe ripercuotersi a discapito della salvaguardia di un adeguato livello della qualità del *rating*.

L'elaborazione dei giudizi finirebbe col riflettere, pertanto, il soddisfacimento di esigenze disallineate dal riferimento ad una rappresentazione veritiera dello *standing* creditizio dell'emittente, donde la diffusione di notizie fuorvianti che certamente non contribuiscono a minimizzare il *gap* informativo esistente tra i risparmiatori e gli appartenenti al settore.

La problematica in parola è stata oggetto di analisi da parte di ampia parte della dottrina del diritto dell'economia; più in particolare, deve attribuirsi specifica rilevanza alle formulazioni, da più parti presentate, che ipotizzano l'introduzione di meccanismi in grado di minimizzare l'influenza di interessi terzi (e fuorvianti) nel rapporto tra *issuer* e *rater* (sì da garantire una maggiore diligenza nell'elaborazione dei giudizi). Vengono in considerazione, in primo luogo, le ipotesi riguardanti l'introduzione di modalità di pagamento alternative alla corresponsione di compensi monetari, tra le quali rileva la possibilità che il pagamento consista nella consegna di un ammontare prestabilito di titoli finanziari, la cui affidabilità creditizia è certificata proprio dal *rating* emesso dall'agenzia<sup>24</sup>. Si ha riguardo, in secondo luogo, a taluni «*alternative compensation models*» che si fondano sulla possibilità di sostituire il meccanismo di «is-

---

<sup>24</sup> Cfr. COFFEE, *Ratings Reform: the Good, the Bad, and the Ugly*, in *Harvard Business Law Rev.*, 2009, p. 254; LISTOKIN – TAIBLESON, *If You Misrate, Then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy through Incentive Compensation*, in *Yale J. on Reg.* 27, 2010, p. 91.

«*issuer-pays*» con altri riconducibili a specifici parametri di trasparenza, indipendenza ed *accountability*<sup>25</sup>.

Deve sottolinearsi, tuttavia, che ognuna delle soluzioni identificate presenta peculiari limiti applicativi derivanti dalla sussistenza di problematiche vuoi di natura economica e/o giuridica, vuoi di origine quali - quantitativa. Ed invero, la natura di «bene pubblico» ascrivibile al *rating* ostacola l'introduzione di qualsivoglia modello alternativo all'«*issuer-pays*», in grado di garantire adeguati livelli di efficienza operativa ed informativa nei riguardi dell'intero mercato<sup>26</sup>.

Sembra, pertanto, che l'unica via percorribile sia quella della formulazione di misure correttive in grado di conformarsi al modello di remunerazione attualmente adottato in tale settore d'attività; ciò in vista di un'auspicabile riduzione del rischio di comportamenti opportunistici in capo alle agenzie (derivanti proprio dal nominato conflitto di interessi) e, al contempo, di una maggiore accuratezza nelle previsioni, a tutela del pubblico di investitori e, più in generale, della trasparenza in sede di negoziazione finanziaria.

Deve farsi presente, altresì, che sotto il profilo disciplinare la considerazione delle inefficienze strutturali presenti nel mercato del *rating* ha condotto i regolatori internazionali all'emanazione di specifiche regolamentazioni volte a minimizzare e/o controllare taluni delle nominate distorsioni comportamentali ed operative in capo alle agenzie di cui trattasi. Si ha riguardo, in particolare, all'introduzione del Reg. (UE) n. 1060/2009 – con successive modifiche ed inte-

---

<sup>25</sup> Cfr. UNITED STATES GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Credit Rating Agencies. Alternative Compensation Models for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, January 2012, ove si propongono sette meccanismi alternativi al modello «*issuer-pays*», fondati sul rispetto dei principi di *independence, accountability, competition, transparency, market acceptance and choice* e *oversight*.

<sup>26</sup> Cfr. CINQUEGRANA, *The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective*, ECMI Policy Brief , 2009, n. 12, reperibile su *papers.ssrn.com*; WHITE, *The credit rating industry: An industrial organization analysis*, Boston, 2002; GONZALES ET AL., *Market dynamics associated with credit ratings: a literature review*, in *Financial Stability Review*, 2004, n4, pp. 53 ss.;

grazioni - che, in stretto coordinamento con quanto definito dal *Dodd-Frank Act* statunitense, mira all'individuazione di obblighi disciplinari in capo agli analisti (in materia di metodologie adottate, accuratezza delle indagini e trasparenza nelle comunicazioni), nonché di uno specifico regime di registrazione e di controllo da parte dell'Esma dei soggetti operanti in sede regionale europea<sup>27</sup>.

3. La crescente diffusione del *rating* nei mercati finanziari ha posto l'attenzione sull'influenza che esso esercita sulle scelte di investimento del pubblico di risparmiatori.

Il coinvolgimento dei *raters* negli eclatanti casi di *default* societario, nonché nella trasmissione delle turbolenze che di recente hanno contraddistinto il mercato di taluni debiti sovrani, induce a formulare profonde riflessioni sul grado di diligenza insito nelle loro condotte e sull'attendibilità delle relative valutazioni. Tale considerazione assume rilievo se si considera che l'emissione dei giudizi in parola dà luogo ad una sorta di affidamento da parte del pubblico dei risparmiatori. Questi ultimi, cioè, pur non interagendo con le agenzie specializzate nell'ambito di un definito rapporto negoziale, tendono a confidare nella bontà delle informazioni sintetizzate nel *rating* e, di riflesso, nell'affidabilità creditizia - così come rappresentata dall'agenzia - dell'emittente valutato<sup>28</sup>.

Ne consegue che la violazione di tale affidamento appare idonea a generare una responsabilità in capo all'agenzia nei confronti di coloro che fanno ricorso ai *rating* nella scelte di allocazione delle relative risorse monetarie<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> Così come previsto dal Titolo III, capo I del Regolamento (CE) n. 1060/2009, modificato dal Reg. (UE) n. 513/2011 e, di recente, dal Reg. (UE) n. 462/2013.

<sup>28</sup> Cfr. TROISI, *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)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, n. 4, p. 187 ss.

<sup>29</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Padova, 2012, passim.; SANNA, *La responsabilità civi-*

Sotto il profilo normativo, deve sottolinearsi che il recente Reg. (UE) n. 462/2013 – recante modifica al Reg. CE n. 1060/2009<sup>30</sup> - introduce una disciplina specifica riguardante la responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori<sup>31</sup>. Più in particolare, l'art. 35-*bis* definisce un regime risarcitorio a favore di questi ultimi, la cui applicabilità è limitata ai casi in cui l'agenzia incorra nelle violazioni (di natura organizzativa ed operativa) previste dall'Allegato III al nominato Reg. CE n. 1060/2009. Trattasi di inosservanze procedurali alle quali deve necessariamente accompagnarsi un comportamento (da parte dell'agenzia) caratterizzato da dolo ovvero da negligenza grave<sup>32</sup>, che l'investitore è tenuto a dimostrare in sede di controversia. Sicché, il riconoscimento di un potenziale risarcimento risulta vincolato alla sussistenza di comportamenti negligenti e scorretti di particolare intensità, dai quali è dipesa l'elaborazione di giudizi fuorvianti (non in linea, cioè, con la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'emittente)<sup>33</sup>.

---

*le delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, Napoli, 2011; MARIANELLO, *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. 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>30</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.

<sup>31</sup> Ed invero, nel *considerando* n. 32 al Reg. (UE) n. 462/2013 si specifica che «gli investitori e gli emittenti non sempre si trovano in una posizione che consente loro di far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito nei propri confronti. Può risultare particolarmente difficile accertare la responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito in mancanza di un rapporto contrattuale tra un'agenzia di rating del credito e, ad esempio, un investitore ovvero tra la stessa e un emittente nei cui confronti sia stato emesso un rating del credito senza che questi l'abbia chiesto». Da qui, la necessità di «prevedere un adeguato diritto al risarcimento del danno per gli investitori che si sono ragionevolmente affidati a un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009, nonché per gli emittenti che subiscono danni per via di un rating del credito emesso in violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009».

<sup>32</sup> Cfr. ALPA, *La responsabilità civile. Parte generale*, Torino, 2010.

<sup>33</sup> Cfr. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, alloca-*

In proposito, deve sottolinearsi che l'introduzione di siffatta forma di responsabilità in capo alle agenzie di *rating* (oltre a quella di natura contrattuale derivante dal rapporto con l'emittente) non sembra risolvere le problematiche afferenti la *qualità* dei giudizi emessi, né tantomeno appare idoneo ad offrire una efficace tutela agli investitori danneggiati dalla diffusione di giudizi distorti. Ed invero, l'imposizione in capo ai questi ultimi dell'obbligo di dimostrare l'elemento soggettivo in capo al *rater* costituisce, sul piano delle concretezze, un onere eccessivamente gravoso; per di più, specie se si ha riguardo alla compagine di investitori non professionali, l'identificazione delle logiche procedurali ed operative sulle quali si fonda la condotta (fuorviante) degli analisti risulterebbe quasi sempre un'impresa irrealizzabile.

Ciò, tenuto conto del fatto che il legislatore, pur ricorrendo – nell'apparente intento di agevolare il riconoscimento del comportamento negligente tenuto dall'agenzia - all'identificazione di un regime di colpa specifica (rinvenibile nell'inosservanza delle regole dettate dal nominato Allegato III al Reg. CE n. 1060/2009), non sembra dare sufficiente rilievo alle evidenti difficoltà che il soggetto danneggiato incontra nell'intento di accertare l'effettiva violazione da parte degli analisti delle infrazioni definite in ambito regolamentare<sup>34</sup>.

Si fa presente, inoltre, che la formula di responsabilità proposta in sede regionale europea non tiene conto di un ulteriore elemento di criticità: si ha ri-

---

*zione dei rischi e tutela dell'investitore*, 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».

<sup>34</sup> Per approfondimenti sulla nozione di colpa generica e specifica, cfr. ALPA, *La responsabilità civile*, 1999, IV, p. 239, ove si evidenzia che «sul piano processuale la colpa generica è accertata secondo i criteri della prevedibilità. (...) Il giudizio tiene conto delle condizioni in cui si poteva prevedere o prevenire l'evento, e dello sforzo – dell'uomo medio – per poter raggiungere il risultato di evitare il danno. Colpa specifica per contro è la violazione di norme, regolamenti, ordini, discipline, prescritti dall'autorità. Accertare la colpa specifica è più semplice, in quanto basta accertare la violazione dell'infrazione».

guardo, cioè, alla considerazione che le corti non sembrano essere in grado di valutare con adeguata precisione le metodologie adottate dai *raters*, donde evidenti ostacoli nella risoluzione delle controversie di cui trattasi. E' indubbio, quindi, che la sussistenza di uno scarso livello di informazioni inerenti le stime poste in essere – stante l'elevata complessità delle tecniche d'analisi utilizzate nell'elaborazione dei giudizi - appare come un ostacolo ineludibile al corretto svolgimento delle controversie giudiziarie<sup>35</sup>; da qui, ulteriori riflessi negativi sull'opportunità di addivenire all'implementazione di efficaci azioni risarcitorie, volte a riequilibrare gli interessi delle parti in campo, *i.e.* le agenzie di *rating* e gli investitori presenti sul mercato finanziario.

4. L'indagine relativa all'introduzione di un regime di responsabilità in capo alle agenzie di *rating* nei confronti degli investitori non può limitarsi all'analisi dei rimedi extracontrattuali previsti dall'ordinamento nazionale. Com'è noto, infatti, in tale ambito sussistono non pochi dubbi circa le concrete possibilità di portare a compimento (e con successo) l'azione risarcitoria, stante le evidenti difficoltà in cui i soggetti danneggiati incorrono in ordine all'espletamento degli oneri probatori. Peculiari perplessità sorgono, infatti, in ordine alla dimostrazione vuoi del nesso di causalità tra la condotta dell'agenzia e il pregiudizio subito dall'investitore, vuoi dell'ammontare della quota del danno patrimoniale recato a quest'ultimo (in virtù dell'affidamento riposto nel *rating* emesso dall'agenzia).

Sicché, si profila uno spazio d'indagine per l'identificazione di regimi alternativi in grado di porre rimedio alle evidenti criticità rivenienti dall'applicazione in capo ai *raters* di siffatto regime di responsabilità extracontrattuale. Alle soluzioni prospettate da più parti in dottrina (tra le quali rilevano

---

<sup>35</sup> Sul ruolo dell'informazione nell'ambito della responsabilità civile, cfr. ROMANO, *La fine della tort law and economics?*, in *Danno e responsabilità*, 2013, n. 5, p. 559 ss.

la responsabilità extracontrattuale aggravata da colpa presunta<sup>36</sup>, nonché quella relativa alla formula del contatto sociale<sup>37</sup>), sembra opportuno affiancare un'ipotesi di responsabilità oggettiva, applicabile in capo all'agenzia nell'eventualità che i soggetti sottoposti a giudizio ricadano in situazioni di fallimento.

Deve farsi presente, tuttavia, che la portata di tale regime – come si analizzerà nel prosieguo della trattazione - dovrà necessariamente essere correlata al riscontro di una duplice restrizione applicativa, la quale appare in linea con i tratti caratterizzanti il mercato del *rating*. Ciò in vista della definizione di un regime risarcitorio che consenta di graduare il coinvolgimento delle agenzie nelle situazioni di *default* degli emittenti-clienti (destinatari di giudizi sullo *standing* creditizio); si vuole prevenire, in tal modo, l'imputazione alle medesime del rischio (e, di conseguenza, del costo) riveniente da fallimenti correlati tra loro, cui – specie in un contesto di crisi finanziaria – si riconnette il verificarsi di effetti sistemici di significativa portata.

In via generale, si rileva che l'applicazione di un regime di responsabilità oggettiva presenta evidenti aspetti positivi che sembrano conformarsi efficacemente ai profili strutturali ed operativi che contraddistinguono l'attività di *rating*.

Nello specifico, si ha riguardo ai benefici di natura procedimentale che discendono dall'applicazione di siffatta responsabilità; sul punto, vengono in considerazione gli evidenti risparmi - in termini operativi, gestionali ed economici - che si ottengono dalla mancanza dei tradizionali oneri probatori, dell'assenza di

---

<sup>36</sup> Cfr. ALPA, intervento al Seminario “*La responsabilità civile delle agenzie di rating*”, tenuto il 30 gennaio 2013, presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma.

<sup>37</sup> Cfr. CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 60; 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. 24.

specifici *standard of care* (da definire in sede di controversia), nonché dalla limitatezza dei presupposti processuali da dover soddisfare per dar corso ad un'azione di risarcimento del danno.

Va tenuta presente, inoltre, la possibilità di far leva sui benefici (in termini di correttezza dell'operatività degli analisti) derivanti dall'applicazione di detto regime alle agenzie di cui trattasi. Ciò, al fine di massimizzare gli incentivi a disposizione di queste ultime in ordine all'emissione dei migliori giudizi possibili, nella consapevolezza che la misurazione del livello di qualità associabile a qualsivoglia *rating* deve tenere in considerazione il carattere incerto delle stime incluse nel processo di formulazione dello stesso<sup>38</sup>.

A ciò si aggiunga la riflessione secondo cui la configurazione di un regime di responsabilità oggettiva appare in linea con l'essenza strettamente probabilistica del *rating* (il quale, si riferisce, cioè, alla *capacità* dell'emittente di far fronte ai relativi oneri finanziari futuri). Come sottolineato da autorevole dottrina, infatti, tale regime sembra adattarsi in maniera ottimale alle controversie relative ad eventi (incorrelati tra loro) che presentano una determinata probabilità di realizzazione (la quale genera dei costi generalmente computabili nell'ambito del tradizionale rischio d'impresa)<sup>39</sup>.

La necessità di introdurre una efficace forma di responsabilità nei confronti degli investitori assume ulteriore rilevanza se si considera che gli interessi

---

<sup>38</sup> Più in particolare, tali incentivi possono essere classificati, in base alla loro natura, in incentivi di tipo «statico» e «dinamico», per tal via intendendosi da una parte, la possibilità di applicare in maniera più efficiente i modelli esistenti, dall'altra l'individuazione dei presupposti volti all'attuazione di politiche di ricerca e sviluppo concernenti nuove tecniche applicative e criteri di elaborazione.

<sup>39</sup> Cfr. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, p. 12, ove si evidenzia che il concetto di responsabilità oggettiva trae origine «dall'esigenza (divenuta) sempre più viva e convincente con lo sviluppo della grande industria, che sostituiva agli sporadici fatti dannosi compiuti dai domestici, da contadini o da dipendenti di piccole imprese artigiane, o causati da animali, una serie continua e regolare di incidenti statisticamente prevedibili e connessi con la natura dell'impresa».

sottesi all'attività di valutazione posta in essere dalle agenzie in parola assumono peculiare rilievo nell'ambito dell'ordinamento finanziario. Più in particolare, tali interessi sono riconducibili al perseguimento di finalità di natura vuoi privata (*i.e.*: la correttezza delle stime del merito creditizio dei soggetti emittenti), vuoi *latu sensu* pubblica (riconducibile, in via generale, alla salvaguardia della trasparenza e della stabilità del mercato finanziario).

Di tal che, l'individuazione di strumenti volti a rendere il *rating* maggiormente affidabile presenta evidenti risvolti positivi, sia con riferimento al circoscritto segmento operativo delle società specializzate, sia in relazione al sistema economico considerato nel suo complesso.

Sotto altro profilo, deve evidenziarsi che l'imputazione di una responsabilità oggettiva in capo alle agenzie di *rating* trova molteplici riferimenti nel dibattito dottrinale, nell'ambito del quale è gradualmente emersa l'esigenza di definire specifici schemi operativi in grado di disincentivare gli analisti dal perseguimento di obiettivi distorti e, dunque, dalla realizzazione di giudizi inesatti.

In proposito, meritano peculiare attenzione talune proposte avanzate *in subiecta materia*: da un lato, rileva la possibilità di ricollegare la definizione del risarcimento dovuto dal *rater* (agli investitori danneggiati) ad un ambito strettamente contrattuale (e, dunque, fondato sulla libertà decisionale delle parti negoziali)<sup>40</sup>. Dall'altro, autorevole dottrina, diffidando della possibilità di delegare tale compito all'autonomia privata, propone di quantificare detta responsabi-

---

<sup>40</sup> Cfr. PARTNOY, *Barbarians at the Gatekeepers: A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, in *Wash. ULQ*, 2001, n. 79, p. 491 ss. L'A. propone di delegare la determinazione dell'esposizione massima delle agenzie di *rating* all'autonomia contrattuale. In particolare, si specifica che l'ammontare minimo del risarcimento debba essere determinato dalle parti con riferimento ad una percentuale del danno complessivo che l'investitore imputa all'*issuer*. I dubbi sollevati da tale proposta sono molteplici: (I) non può essere assunta come ipotesi di base la considerazione che le parti determinino tali risarcimenti in maniera ottimale (II) permane il rischio di bancarotta in capo alle agenzie di *rating* (III) e, soprattutto, non si supera il problema della quantificazione del danno causato agli investitori da *rating* inesatti.

lità mediante uno specifico riferimento (da definirsi in termini percentuali) all'ammontare dei guadagni che l'agenzia ottiene dalla sua ordinaria attività di valutazione<sup>41</sup>.

Deve sottolinearsi, tuttavia, che l'imprecisa formulazione di tali meccanismi risarcitori (ovvero dell'effettiva quantificazione del danno recato agli investitori) lascia spazio a molteplici dubbi in ordine alla concreta efficacia applicativa dei medesimi. Ci si riferisce, in particolare, agli effetti sul mercato del *rating* (e sul relativo grado di attrattività), nonché all'eventualità che le agenzie stesse non riescano a sostenere gli ingenti costi derivanti dagli eventuali fallimenti delle società sottoposte ad analisi<sup>42</sup>.

5. La proposta in esame si fonda sull'identificazione in capo alle agenzie di *rating* di un regime di responsabilità oggettiva, la cui applicabilità prevede una duplice, significativa limitazione. Ci si riferisce, in primo luogo, alla possibilità di restringerne la relativa portata ad un arco temporale di breve periodo e, in secondo luogo, all'identificazione di un limite massimo all'ammontare del risarcimento che le agenzie stesse sono tenute a corrispondere agli investitori danneggiati dalle valutazioni relative al merito creditizio del soggetto (ovvero dello

---

<sup>41</sup> Cfr. COFFEE, *Gatekeeper failure ad reform...*, op. cit., p. 70. L'A. propone la possibilità di introdurre un tetto massimo ai risarcimenti per limitare l'esposizione al rischio delle agenzie di *rating*. Va tenuto presente, tuttavia, che non si offrono criteri chiari e precisi per la determinazione di tale limite.

<sup>42</sup> Cfr. *ibidem*, ove si sottolinea che «*This proposal's refusal to accept private contracting (in contrast to Professor Partnoy, who relies primarily on contracting and disclosure) is based on three considerations: First, some gatekeeping professions (most notably, auditing) are extremely concentrated, and thus conscious parallelism in the pricing behavior of the few actors in the industry becomes likely. Put more simply, if there are only four major auditing firms at present, it becomes unlikely that they would compete vigorously and accept liability significantly above any minimum required threshold. Hence, it is simpler to specify that threshold (but also permit the parties to provide by contract for even greater liability). Second, in a bubble, investors might not care that their gatekeepers were accepting only a minimum liability, and thus the disclosure of the contract between the gatekeeper and the market might have little impact on the market. Third, a contractual approach overlooks that the corporate client may have little incentive to bargain for high liability on the part of the auditor.*».

specifico titolo finanziario) sottoposto ad analisi.

In altri termini, in base alla formulazione qui proposta, le agenzie saranno gravate da una responsabilità oggettiva solo nel breve termine e per un ammontare prestabilito. Quest'ultimo, come si vedrà in seguito, viene quantificato sulla base di specifici parametri, quali il compenso destinato al *rater* per l'attività svolta e la probabilità di *default* stimata in relazione ad ogni specifico giudizio. Si noti, in particolare, che la definizione di detta probabilità è strettamente collegata all'esattezza delle stime incluse nel *rating*; donde specifici effetti positivi sul livello di correttezza ed affidabilità complessivamente richiesti agli analisti nell'ambito della loro ordinaria attività valutativa.

Da qui, l'identificazione di una «*capped expiring strict liability*» (per riprendere il filone di ricerca di origine anglosassone)<sup>43</sup> che consente di porre rimedio ai risvolti problematici rivenienti dall'applicazione del regime di responsabilità oggettiva all'attività di *rating*. Tra questi, preminente rilievo deve attribuirsi all'eventualità che l'*agere* delle agenzie specializzate risulti gravato dalla realizzazione di meccanismi di «*over deterrence*» in capo alle stesse; si ha riguardo, cioè, al caso in cui una illimitata esposizione del *rater* alla responsabilità oggettiva darebbe luogo all'assunzione da parte di quest'ultimo di condotte difensive (che si concretizzano nella mancata emissione di giudizi), orientate ad evitare che lo stesso risulti potenzialmente coinvolto in azioni risarcitorie eccessivamente aggressive, promosse dagli investitori danneggiati dal fallimento dell'emittente sottoposto a giudizio.

A ciò si aggiunga, altresì, l'opportunità di limitare (mediante l'identificazione di un limite temporale all'applicazione di detto regime) le ripercussioni negative rivenienti dall'eventualità che il rischio di *defaults* - caratterizzati da un

---

<sup>43</sup> Cfr. PARTNOY, *op. cit.*; COFFEE, *Gatekeeper failure ad reform...*, *op. cit.*

elevato grado di correlazione - degli emittenti (la cui affidabilità è certificata dal *rating*) finisca col ricadere in maniera (*rectius*: misura) ingiustificata sulle agenzie. In siffatte condizioni, queste ultime potrebbero, a loro volta, incorrere in situazioni di crisi finanziaria, patrimoniale e/o economica tali da causarne il repentino fallimento. Ciò in quanto il *rater* non riuscirebbe a sostenere i costi che derivano dall'incidenza del rischio sistemico sul mercato nel medio - lungo periodo.

La menzionata limitazione al breve termine consente, pertanto, di evitare tali effetti negativi sulla stabilità delle agenzie, atteso che le situazioni di crisi a carattere sistemico non sembrano denotare una velocità di propagazione infinita; tale riflessione appare ancor più verosimile se restringe il campo d'indagine al settore *corporate*, differenziandolo da quello della finanza strutturata che, per solito, presenta meccanismi di correlazione ulteriore e di elevata complessità.

Sotto altro profilo, il riferimento alla responsabilità oggettiva assume ulteriore rilevanza se si considerano gli evidenti ostacoli che l'applicazione delle tradizionali formule di giustizia correttiva trovano nel mercato del *rating*. Non a caso, la quantificazione del risarcimento attribuibile al soggetto danneggiato è certamente limitata dall'impossibilità di stabilire con precisione l'ammontare del pregiudizio subito dal medesimo per effetto del *rating* inesatto (e, più propriamente, della sussistenza di un sostanziale affidamento nella valutazione dell'agenzia). L'applicazione di una logica di responsabilità civile volta ad incentivare la realizzazione di comportamenti corretti in capo alle agenzie (*i.e.*: deterrenza da comportamenti distorti) sembra, pertanto, più funzionale rispetto a quanto si realizza mediante l'identificazione di un approccio finalizzato al mero risarcimento degli investitori danneggiati da eventuali giudizi impropri.

A ben considerare, il ruolo centrale attribuito alla nozione di deterrenza

(diffusa prevalentemente negli ordinamenti di *common law*) non esclude a priori la possibilità che agli investitori possano derivare benefici indiretti di natura patrimoniale, economica e finanziaria. Si rileva, infatti, che l'introduzione di un regime di responsabilità oggettiva nei confronti delle agenzie (seppur limitato nel tempo e nell'esborso monetario) dà luogo alla creazione di significativi incentivi in capo alle stesse in ordine all'identificazione di maggiori livelli di correttezza e di affidabilità delle relative stime; vantaggi che finiscono col riflettersi sulle opportunità di investimento prospettate agli agenti presenti sul mercato.

6. Come già si è anticipato, il modello di «*capped expiring strict liability*» prevede due specifiche limitazioni che consentono di adattare il regime risarcitorio proprio della responsabilità oggettiva alle peculiarità del settore del *rating*. Sicché, in caso di fallimento di un qualsivoglia cliente-emittente, l'onere che grava sull'agenzia di *rating* risulta limitato in riferimento ad un orizzonte temporale prestabilito (da qui il termine *expiring*) ed alla corresponsione di un esborso monetario predeterminato (cui fa riferimento la nozione di *capped liability*).

Deve, innanzitutto, considerarsi che l'imposizione di un limite massimo all'ammontare del risarcimento consente di restringere il livello di rischio economico e finanziario gravante sulle agenzie per effetto dell'ordinaria attività di *rating*. Esso, infatti, permette di evitare che tale onere si ripercuota negativamente sull'equilibrio gestionale delle società in parola, causando un aggravio del relativo livello di stabilità operativa.

Sotto il profilo tecnico, è possibile definire tale limite massimo in riferimento vuoi al prezzo corrisposto da questi ultimi al *rater* (a fronte dell'emissione del giudizio di merito creditizio), vuoi alla probabilità di *default* assegnata. In termini matematici, la quantificazione del risarcimento risulta pari a:

$$R = P * 1 / pr$$

dove  $R$  rappresenta l'ammontare del risarcimento,  $P$  è il corrispettivo pagato dall'emittente a fronte dell'elaborazione del giudizio e  $pr$  costituisce la probabilità di fallimento associata alla classe di *rating* prescelta.

L'approccio analitico quivi rappresentato consente di ricollegare il grado di redditività dell'agere della società di *rating* alla natura dei giudizi dalle stesse elaborati. Ne consegue che l'imposizione di uno *standard* prestabilito di risarcimento – calcolato sulla base di fattori oggettivamente rilevabili *ex post* - agisce da catalizzatore nella risoluzione della problematica concernente il fenomeno dell'*overrating* e, più in generale, della propensione dei *rater* a perseguire un'operatività distorta e fuorviante.

Un semplice esempio numerico sembra opportuno per spiegare tale affermazione. Ipotizziamo l'esistenza di 100 aziende, ognuna di loro tenuta a corrispondere un prezzo  $P=1$  € per ottenere un giudizio di *rating* da parte dell'agenzia specializzata. Ipotizziamo, altresì, che a ciascuna di tali imprese sia associata una probabilità di *default* pari a 0.01. Assumendo che l'agenzia specializzata sia in grado di valutare correttamente il livello di rischiosità attribuibile alle imprese in parola, essa includerà queste ultime all'interno di uno stesso *cluster*, caratterizzato da una probabilità di *default* stimata di 0.01.

E' agevole notare che, dati questi assunti, i profitti dell'agenzia di *rating* saranno pari a zero. Ciò in quanto, per costruzione, una delle cento imprese è destinata a fallire e, conseguentemente, il risarcimento dovuto eguaglia esattamente l'ammontare delle entrate – attestandosi, cioè, entrambi ad un valore pari a cento -<sup>44</sup>.

---

<sup>44</sup> Ed invero, le entrate saranno uguali a  $1 * 100 = 100$  e l'ammontare del risarcimento da corrispondere è uguale a  $1 * 1 / 0.01 = 100$ .

Per converso, nel caso in cui la probabilità di *default* sia sottostimata (*i.e.*: il *rating* attribuito è troppo elevato), i profitti dell'agenzia risultano negativi. Rifacendoci all'esempio numerico poc'anzi sviluppato, se la probabilità di *default* fosse sottostimata ad un valore pari a 0,005 (cui, ovviamente è associato un *rating* fuorviante perché più alto rispetto all'effettivo merito creditizio delle imprese considerate), l'ammontare del danno che l'agenzia è obbligata a corrispondere sarebbe pari a 200<sup>45</sup>. Donde la configurazione di una perdita economica in capo alla medesima, la quale è costretta a rispondere dell'inesattezza della relativa valutazione mediante la corresponsione di un esborso monetario evidentemente più elevato rispetto alle entrate realizzate.

Pertanto, il modello d'analisi, così come prospettato, consente all'agenzia specializzata di evitare perdite economiche solo nel caso in cui i *rating* emessi non si collochino a livelli più elevati rispetto a quelli corrispondenti all'effettivo merito creditizio del cliente.

In secondo luogo, l'ipotesi in base alla quale l'applicabilità del regime di responsabilità oggettiva risulta orientato ad un arco temporale di breve termine induce a limitare l'onere del risarcimento ai soli casi di giudizi che si rivelano fin da subito inesatti<sup>46</sup>. Ed invero, tale vincolo temporale permette di evitare che l'attività dei *rater* sia negativamente influenzata dal realizzarsi di crisi globali (al pari di quella che ha avuto luogo negli Stati Uniti a partire dal 2007, e che si è diffusa poi nei mercati dei maggiori Paesi industrializzati). Non a caso, in tali e-

---

<sup>45</sup> Cioè, l'ammontare del risarcimento stabilito è pari a  $1 \cdot 1/0,005 = 200$ .

<sup>46</sup> Sul punto, vengono in considerazione i fallimenti di talune società internazionali (si pensi, a titolo esemplificativo, ai casi Enron, Worldcom, Parmalat e Lehman Brothers), i quali hanno improvvisamente smentito i giudizi positivi che le agenzie di *rating* (incaricate di valutare il grado di solvibilità finanziaria di dette società) avevano formulato. Ed invero, gli errati giudizi avevano indotto il mercato a formulare stime distorte sull'affidabilità di tali emittenti, da cui le ingenti perdite subite dagli investitori che non avevano così potuto percepire l'effettivo deterioramento della realtà finanziaria, economica e patrimoniale dei soggetti caduti in repentino *default*.

venienze il rischio di fallimento degli emittenti operanti nel sistema finanziario risulta significativamente aggravato dal cd. «effetto domino», tale per cui la situazione di crisi finisce col propagarsi anche a soggetti caratterizzati da un ordinario livello di stabilità operativa, economica e patrimoniale.

Si rileva infatti che, in periodi di forte turbolenza finanziaria, la realizzazione dei «fallimenti a catena» si fonda su uno stretto nesso di correlazione che incide sulle condizioni di instabilità caratterizzanti ognuno dei soggetti coinvolti. Sicché, l'adozione di una responsabilità oggettiva *tout court* finirebbe col far gravare in capo alle agenzie di *rating* i costi (economici e finanziari) rivenienti da detta tipologia di *default*, la quale risulta strettamente connessa al verificarsi del rischio sistemico sul mercato.

A conferma di tale riflessione, deve sottolinearsi come la dottrina prevalente sia concorde nel considerare che la responsabilità oggettiva attribuisce al soggetto al quale essa è imputata una implicita funzione di assicurazione del rischio, necessariamente limitata ad eventi non correlati fra loro. Da qui la ragionevole restrizione al breve periodo, entro il quale le situazioni di dissesto societario riscontrabili sul mercato presentano un livello minore di correlazione<sup>47</sup>; di tal che, gli eventuali *default* che si realizzano nell'ambito di tale specifico orizzonte temporale possono ragionevolmente ricondursi nella sfera di responsabilità attribuibile alle agenzie specializzate<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> In via generale, ciò è dovuto alla considerazione che l'emersione di una potenziale crisi sistemica si realizza in maniera graduale nel tempo. Da qui si rileva come le turbolenze che si realizzano nel breve periodo possano essere interpretate alla stregua di elementi premonitori, e non necessariamente correlati tra loro, di una probabile situazione di instabilità globale.

<sup>48</sup> Cfr. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, cit., p. 31. Ed invero, l'A. rileva che «è l'imprenditore (...) che deve subire il rischio, pur se incolpevole, connesso con la sua impresa, poiché egli è meglio in grado di affrontarlo economicamente assicurandosi contro di esso, o provvedendo direttamente ad accantonare somme per il risarcimento dei danni causati dall'impresa, e rifacendosi con un corrispondente aumento del prezzo dei beni e servizi prodotti. Si è messo in rilievo che il danno viene così ampiamente distribuito nel pubblico, con sacrificio irrilevante per i singoli membri di esso, mentre alle malcapitate vittime di incidenti industriali

7. Alla luce degli elementi caratterizzanti il modello presentato, l'identificazione di *rating* ottimali è subordinata alla soddisfazione di tre necessarie condizioni: i) né le agenzie specializzate, né le imprese emittenti, devono presentare un eccessivo potere di mercato; ii) si assume che i *rater* siano a conoscenza delle effettive probabilità di *default* dei clienti e, iii) l'intero prezzo P corrisposto (e, dunque, non una sua frazione) sia utilizzato per calcolare l'ammontare del risarcimento<sup>49</sup>.

Tralasciando le riflessioni relative alla prima di tali condizioni (il cui rispetto, per solito, è fonte di peculiari problematiche, comuni a qualsivoglia mercato)<sup>50</sup>, deve sottolinearsi che l'utilizzo del prezzo P (congiuntamente alle probabilità di *default* identificate *ex ante*) come base di riferimento per il calcolo del risarcimento dà luogo ad una realtà nella quale l'agenzia, pur assumendo comportamenti corretti, non ha la possibilità di ottenere profitti economici dalla sua ordinaria attività. In altri termini, l'assunzione di tali ipotesi restrittive implica che la realizzazione di previsioni ottimali (relative allo *standing* creditizio dei clienti) non è elemento sufficiente per addivenire ad adeguati livelli di profittabilità nel mercato del *rating*.

E' necessario, pertanto, introdurre un parametro nell'ambito del modello ipotizzato che possa limitare l'esposizione delle agenzie ad azioni risarcitorie di

---

viene assicurato il risarcimento di danni che per esse sarebbero sovente intollerabili e tali da implicare gravi conseguenze».

<sup>49</sup> L'ultima ipotesi implicita è che tutti i costi delle agenzie sono da considerarsi variabili. Tale ipotesi non è trattata separatamente perché risulterà chiaro dall'esposizione che le considerazioni connesse alla seconda ed alla terza condizione possono essere facilmente adattate anche al caso in cui si ammetta l'esistenza di costi fissi.

<sup>50</sup> Il primo problema è comune ad ogni mercato e per questo motivo non verrà analizzato. Vale però la pena sottolineare come, allo stato dell'arte, persino un incremento della concorrenza tra CRAs potrebbe produrre effetti negativi aggravando il fenomeno di *rating shopping*. Invece, con lo schema proposto, la concorrenza tornerebbe ad essere il principale motore per spingere le CRA a migliorare la qualità delle proprie previsioni.

eccessiva portata e, al contempo, rendere maggiormente attrattivo il mercato in parola. Ciò tenendo conto del fatto che i *raters*, stante la natura previsionale dell'attività di valutazione svolta, sono inevitabilmente soggetti ad un margine di errore. Da qui talune sostanziali implicazioni cui è necessario fare riferimento per la configurazione di un modello confacente all'effettiva realtà di mercato (generalmente caratterizzata da un inevitabile grado di aleatorietà strutturale).

Sicché, l'introduzione del nominato parametro (da qui in poi  $\alpha$ ) appare strumentale alla configurazione di un ragionevole sistema di incentivi di natura strategica ed operativa, tale da consentire alle agenzie specializzate di sopravvivere sul mercato e, più specificamente, di conseguire adeguati livelli di profitto economico.

Sotto il profilo tecnico, si ponga  $0 < \alpha < 1$ ; per tal via,  $\alpha * P$  rappresenterà una frazione del prezzo  $P$  in precedenza considerato. Ne consegue che la quantificazione del risarcimento correlato al fallimento degli emittenti sottoposti a valutazione sarà predisposta sulla base della seguente formulazione:

$$R = \alpha * P / pr;$$

Conseguentemente, l'onere in capo all'agenzie di *rating* risulterà ridimensionato e si attesterà a livelli più bassi rispetto a quelli in precedenza ipotizzati. Più in particolare, minore sarà  $\alpha$ , maggiore risulterà la quantità di profitti conseguibili in caso di previsioni ottimali (*rectius*: affidabili ed accurate).

Sotto altro profilo, è evidente la difficoltà di identificare un livello di  $\alpha$  ottimale; ciò in quanto la scelta di uno specifico valore ad esso attribuibile è correlata alla configurazione di un particolare *trade-off* che, sul piano delle concretezze, discende dall'applicazione di un diverso onere monetario a fronte della richiesta di risarcimento in capo al *rater*.

Ed invero, si rileva che l'imposizione di livelli più elevati di  $\alpha$  si riflette i-

inevitabilmente sulle decisioni assunte dall'agenzia di *rating*, nella misura in cui esse saranno disincentivate ad adottare logiche di *over-rating*, supportate da tecniche di valutazione disallineate dall'effettivo merito creditizio del soggetto sottoposto ad analisi. L'identificazione di un valore elevato di  $\alpha$  riduce, dunque, il margine di profitti conseguibile dalle agenzie, le quali si ritroveranno a pagare così un ammontare monetario maggiore in caso di fallimento del cliente.

Si rileva tuttavia che la diminuzione dei profitti riveniente dall'imposizione di valori elevati di  $\alpha$  potrebbe dar luogo a peculiari ripercussioni negative sul grado di concorrenza nel mercato del *rating* e, più in particolare, sugli incentivi a competere in capo alle agenzie specializzate. Tale realtà scoraggerebbe, altresì, la realizzazione di politiche d'innovazione strategica ed operativa finalizzate allo sviluppo di tecniche predittive migliori (ed in linea con la complessità dell'odierno sistema finanziario). Siamo in presenza, dunque, di un regime risarcitorio che induce ad una sostanziale contrapposizione tra la nozione di «efficienza allocativa» e quella di «efficienza dinamica»; ne consegue che la scelta dei valori attribuibili al parametro  $\alpha$  denota significativa rilevanza in ordine alla salvaguardia vuoi della correttezza e dell'affidabilità dei giudizi di *rating*, vuoi della sostanziale coerenza di questi ultimi con l'evoluzione del mercato.

8. Il modello analitico quivi proposto mira ad offrire una puntuale soluzione a taluni aspetti problematici del mercato del *rating*; si ha riguardo, in particolare, al conflitto di interesse intrinseco al rapporto negoziale intercorrente tra l'emittente e l'agenzia, nonché all'assenza di un'efficace logica risarcitoria a favore degli investitori che riservano peculiare affidamento alle valutazioni dalla medesima elaborate. La riferibilità ad un lasso di tempo molto breve (così come dianzi prospettato) consente di "immunizzare" gli assetti economici e patrimoniali del *rater* da eventuali «fallimenti a catena» che, nel tempo, potrebbero rea-

lizzarsi a causa dell'incidenza del rischio sistemico sulla realtà di mercato. Ciò significa che, oltrepassato il termine previsto *ex ante* (orientativamente identificabile con un periodo di tre mesi) durante il quale vige il regime di «*capped expiring strict liability*», le agenzie risponderanno dell'accuratezza dei giudizi emessi secondo i tradizionali canoni della responsabilità extracontrattuale (così come previsto dal legislatore europeo nel nominato Reg. (UE) n. 462/2013). Si intende, per tal via, assicurare che gli analisti effettuino le proprie valutazioni con un discreto grado di accuratezza ed integrità professionale, donde la diffusione di giudizi (il più possibile) coerenti con l'effettiva realtà di mercato.

Va tenuto presente, altresì, che la configurazione di tale forma di responsabilità oggettiva comporterebbe una implicita accettazione da parte delle agenzie dell'obbligo di rendere pubbliche le probabilità di *default* associate a ciascun *rating* emesso<sup>51</sup>. Ne conseguirebbero evidenti ripercussioni positive vuoi sul grado di *accountability* che le stesse assumono nei confronti dell'ordinamento finanziario, vuoi sul livello di trasparenza delle metodologie e dei meccanismi procedurali adottati dagli analisti in sede di indagine; obiettivi questi ultimi la cui realizzazione ha assunto preminente rilievo nel quadro regolamentare disposto in sede regionale europea<sup>52</sup>.

Va da sé che, sul piano economico, ciò si traduce in una riduzione dei co-

---

<sup>51</sup> In proposito, si specifica che le probabilità di *default* attualmente a disposizione derivano dall'osservazione delle matrici di transizione e delle indagini storiche periodicamente presentate dalle agenzie di *rating*. Non vi è, tuttavia, un *range* di probabilità comunicato pubblicamente dagli analisti, sebbene tale misurazione sia implicita nelle indagini prodromiche all'emissione dei giudizi. In dottrina, cfr. CALOMIRIS, *A recipe for ratings reform*, in *The Economists' Voice*, 2009, vol. 6, iss. 11.

<sup>52</sup> Ci si riferisce, in particolare, all'art. 8, comma 3, del nominato Reg. (CE) n. 1060/2009, nel quale si stabilisce che «un'agenzia di rating del credito utilizza metodologie rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida sulla base dell'esperienza storica, inclusi i test retrospettivi». Da qui, l'obbligo per il *rater* «che intende modificare materialmente le metodologie, i modelli o le ipotesi principali di rating esistenti, o usarne di nuovi, suscettibili di avere un'incidenza su un rating del credito, (di pubblicare) le modifiche materiale o le nuove metodologie di rating proposte sul suo sito Internet e (di invitare) le parti interessate a presentare osservazioni in merito per un periodo di un mese» (comma 5 *bis*).

sti transattivi che discendono dall'attuazione dei diritti di coloro che hanno fatto affidamento sui giudizi delle agenzie di *rating*; più in generale, si tende ad un effettivo riequilibrio delle posizioni economiche e patrimoniali degli operatori coinvolti nel processo di *rating*.

Da qui, la possibilità per gli investitori di fondare le proprie scelte di investimento su giudizi espressi da soggetti che, non solo sono legittimati a porre in essere stime sul rischio di credito, ma rispondono in maniera puntuale ed effettiva della validità delle misurazioni diffuse sul mercato finanziario<sup>53</sup>.

### **Angela Troisi**

*Dottoranda in Diritto degli Affari*

*Diritto Tributario di Impresa*

*Università "Luiss – Guido Carli" di Roma*

### **Alessandro Romano**

*Dottorando in Diritto ed Economia*

*Università "Luiss – Guido Carli" di Roma*

---

<sup>53</sup> Cfr. CAPRIGLIONE – SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, cit., p. 58, ove si sottolinea l'esigenza di configurare «un *agere* che risulti rispondente a taluni principi giuridici di carattere generale, comunemente riconosciuti in qualsivoglia ordinamento, quali: (I) la *legittimazione* ad esercitare una determinata attività e (II) l'assunzione di *responsabilità* per le valutazioni espresse».

PARTE PRIMA

VARIETA'

## **CONSIDERAZIONI A MARGINE DEL LIBRO**

### **“LA RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING. MERCATO FINANZIARIO, ALLOCAZIONE DEI RISCHI E TUTELA DELL’INVESTITORE” DI LUCA DI DONNA (Cedam, 2012).**

Il tema della responsabilità civile nei mercati finanziari e, in particolare, delle società di rating, da tempo è al centro dell’attenzione di operatori e studiosi. Un significativo contributo alla chiarificazione di tale problematica è stato dato da Luca Di Donna che in un suo recente lavoro monografico ha esaminato l’ampia e complessa realtà delle agenzie di rating, dalla loro nascita sino ai problemi attuali, soffermandosi, in particolar modo, sull’annosa questione del conflitto di interesse e sui rimedi, comunitari e nazionali, per risolverla. In tale libro si analizza, infine, l’aspetto più squisitamente civilistico della responsabilità civile delle agenzie di rating, individuando la natura di tale responsabilità ed i conseguenti profili risarcitori.

Le agenzie di rating sono operatori del mercato finanziario aventi natura di società di diritto privato, che emettono giudizi sintetici sul merito di credito di un emittente e/o sul grado di rischiosità di un prodotto finanziario, esprimendo il voto sui debiti sovrani e sui titoli di enti pubblici e privati.

Esse fanno la loro prima apparizione nel sistema nord-americano, nel 1841, senza però destare l’interesse del legislatore che, quasi fino agli anni ’90 non se ne occupa. Sarà solo dal ’70 in poi, con l’introduzione delle c.d. agenzie riconosciute (NRSRO), ovvero autorizzate ad emettere rating con valenza regolamentare, che inizia una proliferazione normativa al fine di disciplinarne tutti i profili più controversi.

Il giudizio di rating ha natura prognostica, consistendo in una previsione

circa le prospettive di solvibilità del debitore e deve essere costantemente aggiornato al fine di riflettere le oscillazioni del titolo stimato, ovvero le condizioni economico-finanziarie del soggetto valutato. Esso, che verrà formandosi secondo procedure analitiche, è destinato sia ai clienti delle agenzie di rating, ossia gli emittenti che hanno incaricato le stesse di esprimere un giudizio per mezzo di un contratto, sia al pubblico degli investitori, che riceve il rating gratuitamente e ne usufruisce come riferimento per gli investimenti da porre in essere.

Il primo e più evidente problema che si pone è il conflitto di interessi delle agenzie, che ricevono il compenso delle proprie prestazioni e dell'attività di consulenza svolta direttamente dal soggetto che giudicano, dando vita al fenomeno del c.d. rating shopping, per cui gli emittenti commissionano a più agenzie il rating al fine di trovare il giudizio più compiacente; le agenzie, dal canto loro, tendono ad esprimere il giudizio in funzione del compenso percepito. Entrambe le parti hanno quindi interesse al successo dell'operazione.

Nelle agenzie è invalsa la tendenza a sminuire questo problema, sostenendo che non avrebbe implicazioni pratiche negative poiché il rating è semplicemente un elemento di riferimento per l'investitore, privo dell'effettiva capacità di condizionarlo. Alla luce di quanto osservato, quindi, il conflitto di interessi potrebbe essere contenuto da una serie di fattori quali la credibilità e l'indipendenza delle agenzie che elaborano informazioni attraverso un procedimento disinteressato, la non esorbitanza dei compensi forniti, il regime oligopolistico in cui si opera, la vasta clientela ed infine la tendenza ad acquisire giudizi da diverse agenzie di rating.

Il problema non pare aver trovato soluzione né ad opera del legislatore comunitario né ad opera di quello statunitense, il quale aveva come obiettivo di introdurre un'accurata disciplina di settore al fine di incentivare la produzione di rating di alta qualità, mediante un procedimento di formazione che fosse tra-

sparente, corretto e regolare. Le varie soluzioni prospettate sono apparse inidonee alla luce della crisi della finanza strutturata, ovvero dei mutui sub prime, che ha coinvolto l'intero mercato.

Le agenzie di rating sono state ampiamente responsabili di questa crisi, per aver assegnato voti elevati alle operazioni critiche e non aver rivisto i giudizi in tempo utile. La crisi ha quindi trasmesso la percezione del vuoto normativo e la crescente esigenza di colmare le lacune cercando di trovare soluzioni ai problemi dell'efficienza organizzativa delle agenzie, della procedura di formazione dei giudizi, della valenza regolamentare dei rating e del conflitto di interessi.

Anche l'Unione europea ha avvertito fortemente questa esigenza di regolamentazione. Nel 2004, il Parlamento europeo pubblica una Relazione sul ruolo ed i metodi delle agenzie di rating, considerando il rating un strumento essenziale nei mercati di capitali e che l'efficienza delle agenzie non risultava inficiata da casi isolati di insolvenza non previsti, poiché il giudizio, per sua natura, deve riflettere la probabilità o la possibilità di insolvenza.

Nel 2006 la Commissione europea sulle agenzie di rating, preso atto delle problematiche evidenziate, rileva che la questione più rilevante concernesse la qualità del rating, ossia che i giudizi si basassero su di un'analisi la più rigorosa possibile al fine di espungere il fenomeno dell'abuso di informazioni privilegiate e delle manipolazioni del mercato.

Nel 2008, la Commissione pubblica la proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie, focalizzando l'attenzione su quattro obiettivi fondamentali: prevenire l'insorgere di conflitti di interessi, migliorare la qualità dei rating, potenziare la trasparenza e garantire un quadro di registrazione e di vigilanza più efficiente.

Nel 2009, il Regolamento viene approvato ed è il primo atto normativo con cui il legislatore comunitario regola il settore. Esso trova applicazione

ai giudizi emessi dalle agenzie di rating registrate nella Comunità e che sono comunicati al pubblico. Vi è inoltre una puntuale regolamentazione sulle modalità di formazione ed esternalizzazione della certificazione, cui rilevano obblighi di comunicazione ai fini del rispetto del principio della trasparenza.

Nel 2011, infine, si ravvisa un'unica ma importante modifica della disciplina comunitaria sulle agenzie di rating del credito, mediante l'affidamento della competenza esclusiva in materia di registrazione delle agenzie e di controllo dell'attività di rating ad un'unica autorità europea di vigilanza: l'AESFEM.

La seconda parte del volume del Di Donna focalizza maggiormente l'attenzione sui vari modelli di responsabilità extracontrattuali mettendoli a confronto, per accompagnare il lettore in una disamina degli stessi al fine di illustrare le soluzioni che si prospettano nella pratica.

Partendo dal concetto di informazione economica e dalla sua evoluzione non sorretta da un'adeguata regolamentazione, l'autore inizia con la nozione di "prospetto informativo", ovvero il mezzo di circolazione delle informazioni utilizzato dagli emittenti al momento del collocamento dei titoli sui mercati finanziari e ne analizza la disciplina comunitaria volta a regolarne l'emanazione e la diffusione. Per quanto concerne poi il profilo nazionale, viene tratteggiato con molta precisione, il ruolo che ha la Consob di vigilare sugli stessi. Il problema della responsabilità si pone quando viene diffuso un prospetto contenente informazioni false od incomplete. Dottrina e Giurisprudenza hanno a lungo dibattuto sulla natura giuridica di questa responsabilità (precontrattuale, contrattuale o extracontrattuale) in quanto, a seconda della soluzione scelta, vi sarebbe un diverso grado e misura di tutela dei soggetti danneggiati.

Nel caso in cui l'investitore abbia concluso il contratto di acquisto dei titoli direttamente con l'emittente che ha pubblicato e diffuso il prospetto contenente le informazioni erranee e incomplete, nulla quaestio che trattasi di re-

sponsabilità contrattuale, sulla base dell'esistenza di un accordo che ha recepito le informazioni contenute nel prospetto, la cui erroneità od incompletezza ha cagionato un danno contrattuale verso cui sono esperibili i tipici rimedi della risoluzione o adempimento del contratto stesso ed il risarcimento del danno.

Nel caso in cui, invece, l'investitore danneggiato abbia concluso il contratto con l'intermediario finanziario, il quale, a sua volta aveva acquistato i titoli dall'emittente, sorgono dubbi circa i profili di responsabilità di quest'ultimo nei confronti degli investitori. Un orientamento minoritario qualificava come pre-contrattuale questa ipotesi di responsabilità per lesione dell'affidamento dell'emittente, in quanto questi, nella fase delle trattative e della formazione del contratto, è gravato dai c.d. obblighi di protezione. L'inadempimento di questi ultimi costituisce violazione del principio di buona fede nelle trattative ex art. 1337 c.c.

Questa concezione viene superata muovendo dall'assunto che tra l'emittente e l'investitore non si instaura alcun contatto sociale e deve convenirsi quindi per una responsabilità aquiliana ex art. 2043 c.c.

Ulteriore problema che affronta l'autore inerisce la responsabilità delle società di revisione al fine di verificare che il bilancio di una società non presenti errori significativi, tali da condizionare le valutazioni di terzi estranei. La responsabilità delle società di revisione è oggi disciplinata dal d.lgs 39/2010, all'art. 15. Vi sarà responsabilità contrattuale nei confronti della società assoggettata a revisione, in forza dell'inadempimento degli obblighi contenuti nel contratto di prestazione dell'attività di revisione. Le peculiarità introdotte dalla disciplina speciale sono la responsabilità solidale di tutti i soggetti coinvolti (società di revisione, revisore legale, responsabile della revisione, amministratori della società) ed il termine di prescrizione abbreviato della metà.

Il secondo tipo di responsabilità ha natura aquiliana, inerendo il rapporto

tra la società di revisione ed i terzi investitori, estranei al rapporto principale. Il problema che in questa ipotesi si pone è l'enorme difficoltà, in capo all'investitore, di provare il nesso causale tra il danno lamentato e l'inadempimento della società di revisione.

A fini di completezza, l'autore analizza anche un terzo modello di responsabilità, ovvero quello degli analisti finanziari. Nel caso in cui l'analista riceva direttamente l'incarico dall'investitore o dalla società, e cagiona in seguito dei danni alla controparte, incorrerà in una responsabilità di tipo contrattuale e ne risponderà ai sensi del combinato disposto degli artt. 1218 e 1453 c.c. ; nel caso invece in cui operi in qualità di dipendente di un ente, sarà l'ente stesso a rispondere dei danni derivanti alla controparte (a titolo contrattuale) o ai terzi (a titolo extracontrattuale).

Nell'ultimo capitolo infine, l'autore tratteggia in maniera puntuale i confini della responsabilità extracontrattuale delle agenzie di rating.

La giurisprudenza statunitense, in costante evoluzione, ha reso ad oggi più flessibile l'orientamento iniziale che subordinava il riconoscimento della responsabilità civile delle agenzie di rating alla sola prova della condotta dolosa. Il legislatore comunitario, invero, nel tentativo di uniformare la disciplina ed evitare lacune normative, ha prestato particolare attenzione alla tutela dell'investitore recependo le proposte di accrescere la trasparenza e l'accesso alle informazioni e nel contempo migliorare la qualità delle procedure di formazione e revisione dei rating.

Funzione della responsabilità civile delle agenzie di rating è quella di fornire agli investitori un ulteriore strumento di tutela a fronte di eventuali comportamenti ingannevoli dei principali attori dei mercati finanziari.

Radice comune della responsabilità di questi soggetti è l'inesattezza delle informazioni economiche messe in circolazione, essendo il diritto a ricevere una

informazione adeguata uno dei diritti fondamentali di investitori e consumatori in genere. Si assume violato un legittimo affidamento che i terzi ripongono nella corretta esecuzione della prestazione. La responsabilità deve essere ripartita tra i diversi intermediari a scenda del ruolo svolto e, nello specifico, le società di rating vanno distinte proprio perché in grado di creare negli investitori un maggiore e più convinto affidamento. Questo affidamento si basa sul valore reputazionale delle agenzie (credibilità e competenza tecnica). Appare evidente, quindi, la natura aquiliana della responsabilità imputabile alle agenzie per i danni cagionati agli investitori a causa del peggioramento delle condizioni economiche dell'emittente nel periodo in cui è stato giudicato positivamente dai raters.

Un volume, in conclusione, interessante e attento nel metodo e nel contenuto che, per l'attualità dell'argomento trattato, sarà una utile lettura anche per i non addetti ai lavori.

**Simona Peloso**

PARTE SECONDA

NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

## **JUDGMENT OF THE COURT**

**28 January 2013**

***(Directive 94/19/EC on deposit-guarantee schemes – Obligation of result  
–Emanation of the State – Discrimination) In Case E-16/11***

Composed of: Carl Baudenbacher, President and Judge Rapporteur, Páll Hreinsson, and Ola Mestad (ad hoc), Judges, Registrar: Gunnar Selvik.

EFTA Surveillance Authority, represented by

Xavier Lewis, Director, and Gjermund Mathisen, Officer, Department of Legal & Executive Affairs, acting as Agents,

*applicant,*

supported by the

European Commission, represented by its Agents Enrico Traversa, Albert Nijenhuis and Karl-Philipp Wojcik,

*intervener,*

v.

Iceland, represented by Kristján Andri Stefánsson, Agent, Tim Ward QC, Lead counsel, Jóhannes Karl Sveinsson, Co-counsel,

*defendant,*

APPLICATION for a declaration that by failing to ensure payment of the minimum amount of compensation to Icesave depositors in the Netherlands and in the United Kingdom provided for in Article 7(1) of the Act referred to at point 19a of Annex IX to the Agreement on the European Economic Area (Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May

1994 on deposit-guarantee schemes) within the time limits laid down in Article 10 of the Act, Iceland has failed to comply with the obligations resulting from that Act, in particular its Articles 3, 4, 7 and 10, and/or Article 4 of the Agreement on the European Economic Area.

...(omissis)...

*Findings of the Court*

*Introductory remarks*

117 For the purposes of the first plea, it has to be assessed whether in a systemic crisis of the magnitude experienced in Iceland the Directive itself envisages that the defendant should have ensured payment to depositors in the Icesave branches in the Netherlands and the United Kingdom in accordance with Articles 3, 4, 7 and 10 of the Directive. Moreover, it must also be assessed whether the defendant has infringed the alleged obligation of result.

118 The Court recalls at the outset that a failure to fulfil obligations can be found only if there is, upon expiry of the period laid down in the reasoned opinion, a situation contrary to EEA law which is objectively attributable to the EEA State concerned (see, for example, Case E-8/11 *ESA v Iceland* [2011] EFTA Ct. Rep. 467, paragraph 34).

119 Consequently, the nature of the result to be achieved is determined by the substantive provisions of the individual directive in question.

120 As the first plea concerns the question whether the alleged obligation of result follows directly from the Directive, it must be kept in mind that, as set out in Article 7 EEA, one of the principal characteristics of directives is precisely that they are intended to achieve a specific result whilst leaving it to the EEA States and their national authorities how to achieve this objective. In any case, there is a general obligation on the EEA States to ensure that the provisions of a directive are fully effective.

...(omissis)...

135 In view of the above, pursuant to Article 3 of the Directive, EEA States have to introduce and officially recognise a deposit-guarantee scheme. Moreover, they have to fulfil certain supervisory tasks in order to ensure the proper functioning of the deposit-guarantee scheme. However, it is not envisaged in that provision that EEA States have to ensure the payment of aggregate deposits in all circumstances.

136 Article 7(1) of the Directive specifies the minimum coverage for aggregate deposits that must be provided in the event of deposits being unavailable (compare *Paul and Others*, cited above, paragraph 27). It provides for minimum harmonisation as regards the level of coverage for individual deposits.

137 It follows from the words “[d]eposit-guarantee schemes shall stipulate...” that an obligation is imposed on EEA States to ensure that national rules are adopted or maintained which require a coverage level of at least EUR 20 000.

138 With the adoption of Directive 2009/14, the wording of Article 7(1) of the Directive has been replaced. The new version states that “Member States shall ensure that the coverage for the aggregate deposits of each depositor shall be at least EUR 50 000 in the event of deposits being unavailable”. Moreover, a new paragraph 1(a) has been introduced in Article 7 which lays down that Member States shall ensure by 31 December 2010 that the coverage for the aggregate deposits of each depositor shall be set at EUR 100 000 in the event of deposits being unavailable.

139 It appears that under the new version of the provision EEA States are obliged to ensure a certain level of coverage. Whether this obligation is limited to a banking crisis of a certain size would require further assessment. However, that question can be left open here since, as mentioned above (see paragraph 124), Directive 2009/14 is not applicable in the present case.

140 At any rate, the rewording of Article 7 of the Directive shows that the European legislature considered substantial change necessary to extend the responsibility of the EEA States beyond the establishment of an effective framework.

141 This supports the view that the obligation on the EEA States under the version of the provision applicable in the case at hand is limited to ensuring that national rules which require a coverage level of at least EUR 20 000 are maintained or adopted.

142 Pursuant to Article 7(6) of the Directive, EEA States have to ensure that the depositor's right to compensation may be the subject of an action by the depositor against the guarantee schemes. The scope of this provision encompasses the scenario that a deposit-guarantee scheme might be unable to pay duly qualified claims.

143 However, the obligation on the EEA States is limited to the maintenance or adoption of rules that provide for an effective right to file an action against the guarantee scheme particularly in the case of non-payment (compare *Paul and Others*, cited above, paragraph 27).

144 Consequently, it must be held that Article 7 of the Directive does not lay down an obligation on the State and its authorities to ensure compensation if a deposit guarantee scheme is unable to cope with its obligations in the event of a systemic crisis.

145 Article 10 of the Directive establishes time limits for the payments of guarantee schemes to depositors. This follows from the exceptions provided for in Article 10(3) and (5) which refer expressly to "the time limit laid down in paragraphs (1) and (2)".

146 However, the mandatory language of the English version of Article 10(1) of the Directive, i.e. "[d]eposit-guarantee schemes shall be in a position to pay ...

within three months of the date on which the competent authorities ...”, establishes merely a procedural obligation, as it refers only to the binding nature of the three month period prescribed therein.

147 The importance of timely payments by the guarantee scheme is further emphasized in Article 10(2) of the Directive. Under this provision, a guarantee scheme may apply to the competent authorities for an extension of the time limit set out in Article 10(1) of the Directive only in wholly “exceptional circumstances” and in “special cases”. The Directive does not contain a definition of those terms.

148 Accordingly, pursuant to Article 10(2) of the Directive, EEA States and their competent authorities are under an obligation to supervise and ensure that deposit-guarantee schemes are, as a rule, not released from the short deadline established in Article 10(1) of the Directive, which forms the general rule. However, an obligation on the State and its national authorities to ensure compensation if a deposit-guarantee scheme is unable to cope with its obligations under exceptional circumstances such as in a systemic crisis cannot be derived from that provision.

149 In view of the above, the Court finds that the obligation on EEA States under Article 10 of the Directive is limited to provide for a mandatory and effective procedural framework with respect to time limits.

150 Furthermore, reference should be had to Articles 1(3) and 9(3) and recitals 3, 10 and 25 in the preamble to the Directive. However, these provisions show that the Directive deals – at least primarily – with a failure of individual banks and not with a systemic crisis.

...(omissis)...

175 However, in light of the present assessment of the Directive, the result to be achieved is limited, particularly having regard to the fact that the Directive

aims at minimum harmonization in relation to the level of coverage and does not provide for any harmonization as regards the level and mechanisms of funding.

176 Accordingly, the reservation set out in recital 24 in the preamble to the Directive aims expressly to preclude an excessive shifting to the State of the costs arising from a major banking failure. (See, by way of illustration, Michel Tison, “Do not attack the watchdog! Banking supervisor’s liability after *Peter Paul*”, Working Paper Series, Financial Law Institute, Universiteit Gent 2005, p. 25, including footnote 81).

177 Consequently, recital 24 in the preamble to the Directive does not support the existence of the alleged obligation of result.

178 In view of the above, the Court holds that the Directive does not envisage that the defendant itself must ensure payments to depositors in the Icesave branches in the Netherlands and the United Kingdom, in accordance with Articles 7 and 10 of the Directive, in a systemic crisis of the magnitude experienced in Iceland.

179 In any event, as the defendant correctly argued, the alleged obligation of result also cannot be derived from the ECJ’s ruling in *Paul and Others*. The case at hand must be distinguished from that earlier case on the facts. *Paul and Others* dealt mainly with the alleged liability of the German authorities resulting from negligence in the conduct of banking supervision, and the question whether the supervisory obligation imposed on national authorities under Article 3(2) to (5) of the Directive precluded a limitation of State liability under national law in relation to such supervision. Furthermore, in *Paul and Others*, the national court had already held the State concerned to be liable under the principle of State liability to the amount provided for in Article 7(1) of the Directive.

180 Finally, a comparison with other secondary law also does not confirm the existence of the alleged obligation of result. It is recalled in this regard that the content of the result to be achieved is determined by the substantive provisions of the individual directive. In any event, the ECJ's ruling in *Blödel-Pawlik* (Case C-134/11, judgment of 16 February 2012, not yet reported) does not support the applicant's plea. This case concerned the obligations of a travel organizer and its insurer. According to the ECJ, the obligation of result imposed on the State by Directive 90/314 was to ensure that a travel organizer is liable to the consumer for proper performance of the contract. However, the ECJ did not hold that there is an obligation on the State itself to pay compensation if a travel organizer is unable to meet its obligations.

*Emanation of the State*

181 The applicant and the intervener have argued that the TIF, a private foundation under Icelandic law, is an emanation of the State.

182 However, the case at hand concerns whether there is an obligation of result placed upon the State under the Directive, in the manner described in ESA's application.

183 Hence, the question is of no significance for the assessment of the first plea.

184 For the sake of good order, the Court simply adds that, in any event, the applicant has adduced insufficient evidence to support its claim that the TIF is directly or indirectly operated by public authorities, i.e. under the control of the Icelandic State (see, for comparison, Case C-356/05 *Farrell* [2007] ECR I-3067, paragraph 41).

*Conclusion*

185 In light of all of the above, the first plea is dismissed.

...(omissis)...

*Findings of the Court*

203 By its second and third pleas, the applicant contends that by covering deposits in Iceland at least to the level prescribed by the Directive, and within the time limits provided therein, and, at the same time, not providing foreign depositors with at least that same minimum guarantee, the defendant has infringed the Directive read in light of Article 4 EEA or has indirectly discriminated on the basis of nationality which is prohibited by Article 4 EEA.

*Discrimination contrary to the Directive read in light of Article 4 EEA*

204 Article 4 EEA provides as a general principle that, within the scope of application of the EEA Agreement, and without prejudice to any special provisions contained therein, any discrimination on grounds of nationality shall be prohibited.

205 Article 4 EEA applies independently only to situations governed by EEA law for which the EEA Agreement lays down no specific rules prohibiting discrimination (see Case E-1/00 *Íslandsbanki-FBA* [2000-2001] EFTA Ct. Rep. 8, paragraphs 35 and 36, and case law cited).

206 Pursuant to Article 4(1) of the Directive, deposit-guarantee schemes introduced and officially recognized in an EEA State in accordance with Article 3(1) of the Directive shall cover depositors at branches set up by credit institutions in other EEA States.

207 Recital 3 in the preamble to the Directive states that in the event of the closure of an insolvent credit institution the depositors at any branches situated in a Contracting Party other than that in which the credit institution has its head office must be protected by the same guarantee scheme as the institution's other depositors.

208 It follows from Article 4 of the Directive read in light of recital 3 in the preamble that depositors at any branches established by credit institutions in other EEA States shall belong to the guarantee scheme introduced and officially

recognised in the home EEA State.

209 Moreover, the treatment of foreign and domestic depositors by the depositguarantee scheme must be equal as regards payment of minimum compensation under the Directive in the event of the closure of an insolvent credit institution.

210 Thus, the principle of non-discrimination requires that there is no difference in the treatment of depositors by the guarantee scheme itself and the way it uses its funds. Thus, to that extent, discrimination under the Directive is prohibited.

211 In the case at hand, it is undisputed that Landsbanki collapsed on 7 October 2008. Domestic deposits were transferred to New Landsbanki which was established by the Icelandic Government between 9 and 22 October 2008. The transfer was based on an FME decision of 9 October 2008.

212 The TIF was not involved in the transfer of the deposits. The transfer was part of the restructuring of the Icelandic banks that was achieved by a series of measures under the Icelandic Emergency Act.

213 On 27 October 2008, that is, within the 21 days prescribed in Article 1(3) of the Directive, the FME made a statement that triggered an obligation for the TIF to make payments as regards foreign deposits in branches of Landsbanki.

214 Moreover, domestic deposits did not become unavailable within the meaning of Article 1(3) of the Directive. The transfer of domestic deposits to New Landsbanki was made before the FME made its declaration triggering the application of the Directive. Accordingly, depositor protection under the Directive never applied to depositors in Icelandic branches of Landsbanki.

215 As has been stated above, the principle of non-discrimination inherent in the Directive requires that there should be no difference in the way a deposit guarantee scheme treats depositors, and the way it pays out its funds.

216 In the present case, difference in treatment of this kind was not possible. Consequently, the transfer of domestic deposits – whether it leads in general to unequal treatment or not – does not fall within the scope of the nondiscrimination principle as set out in the Directive.

*Conclusion*

217 The second plea has to be dismissed.

*Discrimination contrary to Article 4 EEA*

218 As regards the third plea, it is settled case-law that the principle of nondiscrimination which has its basis in Article 4 EEA requires that comparable situations must not be treated differently and that different situations must not be treated in the same way. Discriminatory treatment may be justified only if it is based on objective considerations independent of the nationality of the persons concerned and is proportionate to the objective being legitimately pursued (see, *inter alia*, Case E-15/11 *Arcade Drilling*, judgment of 3 October 2012, not yet reported, paragraph 60, and case law cited).

219 At the time of the transfer, Icesave customers in the branches in the UK and in the Netherlands, and their counterparts in Iceland found themselves in their capacity as deposit holders in an insolvent Icelandic bank in a comparable situation.

220 As regards the further assessment of the third plea, it must be recalled that the application seeks only one declaration, namely, that, by failing to ensure payment of the minimum amount of compensation to Icesave depositors in the Netherlands and in the United Kingdom provided for in Article 7(1) of the Directive within the time limits laid down in Article 10 of the Directive, the defendant has infringed its obligations under EEA law. This application is based on three pleas: (i) an infringement of the alleged obligation of result under the

Directive itself, (ii) an infringement of the Directive and Article 4 EEA and (iii) an infringement of Article 4 EEA alone.

221 The applicant has limited the scope of its application by stating that “the present case does not concern whether Iceland was in breach of the prohibition of discrimination for not moving over the entirety of deposits of foreign Icesave depositors into ‘new Landsbanki’, as it did for domestic Landsbanki depositors. The breach is constituted by the failure of the Icelandic Government to ensure that Icesave depositors in the Netherlands and the United Kingdom receive payment of the *minimum amount of compensation* provided for in the Directive within the time limits laid down in the Directive, *like it did for the domestic depositors*. The compensation of domestic and foreign depositors above and beyond that minimum amount has not and is not being discussed in the context of the present proceedings.”

222 Moreover, in its application, ESA underlines “that this does not prejudice its view as to whether the discrimination relating to the compensation of depositors above and beyond the level foreseen by the Directive is justifiable”.

223 Thus, having regard to the applicant’s self-limitation, the Court is bound to assess whether the defendant was under a specific obligation to ensure that payments were made to Icesave depositors in the Netherlands and the UK.

224 The Court has already held that the Directive, even read in light of Article 4 EEA, imposes no obligation on the defendant to ensure that payments are made in accordance with the requirements of the Directive to Icesave depositors in the Netherlands and the UK.

225 Thus, such an obligation of result could only be deemed to exist if it were to follow directly from Article 4 EEA itself. Were this the case, the transfer of domestic deposits to New Landsbanki would have led to an obligation to ensure the payment of minimum compensation, as specifically provided for in the

Directive.

226 This, however, is not required under the principle of non-discrimination. Article 4 EEA requires that comparable situations must not be treated differently. A specific obligation upon the defendant that, in any event, would not establish equal treatment between domestic depositors and those depositors in Landsbanki's branches in other EEA States cannot be derived from that principle. Consequently, this plea cannot succeed on the basis of Article 4 EEA.

227 For the sake of completeness, the Court adds that even if the third plea had been formulated differently, one would have to bear in mind that the EEA States enjoy a wide margin of discretion in making fundamental choices of economic policy in the specific event of a systemic crisis provided that certain circumstances are duly proven. This would have to be taken into consideration as a possible ground for justification. In the earlier case of *Sigmarsson*, the applicant itself underlined this point (see *Sigmarsson*, cited above, paragraphs 42 and 50).

*Conclusion*

228 In view of the above, also the third plea has to be dismissed.

229 Accordingly, the Court holds that, by failing to ensure payment of the minimum amount of compensation to Icesave depositors in the Netherlands and in the United Kingdom provided for in Article 7(1) of the Act referred to at point 19a of Annex IX to the Agreement on the European Economic Area (Directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes) within the time limits laid down in Article 10 of the Act, Iceland has not failed to comply with the obligations resulting from that Act, in particular Articles 3, 4, 7 and 10 thereof, and/or Article 4 of the Agreement on the European Economic Area.

...(omissis)...

THE COURT

hereby:

1. Dismisses the application.
2. Orders the EFTA Surveillance Authority to pay its own costs and the costs incurred by Iceland.
3. Orders the European Commission to bear its own costs.

Carl Baudenbacher Páll Hreinsson Ola Mestad

Delivered in open court in Luxembourg on 28 January 2013

Thomas Christian Poulsen Carl Baudenbacher

Acting Registrar President

**LA DIRETTIVA SUI SISTEMI DI GARANZIA DEI DEPOSITI  
SI APPLICA IN PRESENZA DI CRISI SISTEMICHE?  
BREVI RIFLESSIONI SULLA SENTENZA DELLA CORTE  
DELL'EFTA (28 GENNAIO 2013, NELLA CAUSA E-16/11).\***

**SOMMARIO:** 1. Il fatto – 2. L'applicabilità della direttiva comunitaria sui sistemi di tutela dei depositi in presenza di crisi sistematiche – 3. Tutela dei diritti fondamentali e misure anticrisi – 4. Considerazioni conclusive

Occorre, in via preliminare, prendere le mosse della presente indagine riassumendo brevemente le vicende che hanno coinvolto, di recente, l'Islanda, con particolare riferimento alle criticità dei rapporti instauratisi con l'Inghilterra e l'Olanda. La controversia fra i Paesi in questione è diretta conseguenza della crisi del sistema creditizio che, a partire dal 2006, ha coinvolto le tre principali banche dell'isola (Glitnir Bank, Kaupthing Bank e Landsbanki); crisi favorita dalla deregolamentazione bancaria e dal facile accesso al mercato di capitali europeo (a seguito dell'adesione al SEE, Spazio Economico Europeo), donde la significativa esposizione debitoria delle medesime per somme il cui ammontare eccedevano il prodotto interno lordo dell'intero paese<sup>1</sup>. Da qui l'apertura di succursali (denominate *Icesave*) nel Regno Unito e nei Paesi Bassi, sì da attrarre risparmiatori stranieri, attraverso l'attivazione di conti *on line*, offrendo loro alti tassi di

---

\* Contributo approvato dai revisori

<sup>1</sup> Cfr., per tutti, MAJUMDAR, *Aluminium, fish and some unusual collateral: the pitfalls of lending on the security of your own shares*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, July/August, 2011, pp. 386 ss. Con riguardo, invece, al processo di adesione dell'Islanda all'Unione europea, cfr., di recente, CLARK - JONES, *After "the collapse": Strategic selectivity, Icelandic state elites and the management of European Union accession*, in *Political Geography*, 31, 2012, pp. 64 ss.; DI STEFANO, *Northern steps of EU enlargement: the impact of cohesion policies on Iceland's accession process*, in *Riv. giur. mezz.*, 4, 2011, pp. 1145 ss.

interesse; manovra giustificata dalla necessità delle banche di reperire liquidità a seguito del rallentamento della crescita dell'economia del paese ed in conseguenza del giudizio negativo espresso dalle agenzie di rating sulla loro affidabilità. Si era in presenza, tuttavia, di “un gigante con i piedi di argilla”<sup>2</sup> prossimo alla caduta; e ciò nonostante l'adozione da parte del governo di misure urgenti dirette ad assicurare adeguate forme di protezione ai risparmiatori<sup>3</sup>, le quali, tuttavia, si mostrarono incapaci di evitare la nazionalizzazione della Landsbanki.

Per arginare il timore, diffusi tra i correntisti britannici ed olandesi, di perdere definitivamente le somme depositate in *Icesave*, i rispettivi Paesi di appartenenza decisero di permettere loro il ricorso ai propri fondi di garanzia (l'Inghilterra per l'intero ammontare mentre l'Olanda per un importo massimo pari a 100.000,00 euro), avanzando, poi, pretese nei confronti dell'Islanda; al riguardo, significativa fu la decisa presa di posizione del governo inglese che, facendo leva sulla normativa anti-terrorismo del 2001<sup>4</sup>, giustificò il *freezing order*<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup> In questi termini, DE VIDO, *Prime conseguenze finanziarie della crisi finanziaria: la controversia tra Islanda e Regno Unito*, in *Dir. comm. int.*, 1, 2012, p. 111.

<sup>3</sup> Misure che hanno trovato la loro base giuridica nel seguente provvedimento: Act No. 125/2008 on the Authority for Treasury Disbursements due to Unusual Financial Market Circumstances etc. consultabile sul sito internet [eng.forsaetisraduneyti.is](http://eng.forsaetisraduneyti.is). In particolare, significative erano le disposizioni (contenute nell'art. 5), secondo le quali “unusual circumstances or events refers” avrebbero giustificato la convocazione da parte dell'Autorità di vigilanza dell'assemblea degli azionisti delle banche. Inoltre, se le circostanze lo avessero richiesto “the Financial Supervisory Authority may assume the powers of the shareholders’ meeting or meeting of guarantee capital holders for the purpose of taking decisions on necessary measures, including limiting the decision-making power of the Board, dismissing the Board in whole or in part, taking over the operations of the financial undertaking in whole or in part, or disposing of such an undertaking in whole or in part, including merging it with another undertaking”.

<sup>4</sup> *Anti-terrorism, Crime and Security Act 2001*, introdotta il 19 novembre 2001, consultabile sul sito internet [www.legislation.gov.uk](http://www.legislation.gov.uk), secondo il quale (art. 4, pt. II), “the Treasury may make a freezing order if the following two conditions are satisfied. The first condition is that the Treasury reasonably believe that: (a) action to the detriment of the United Kingdom’s economy (or part of it) has been or is likely to be taken by a person or persons, or (b) action constituting a threat to the life or property of one or more nationals of the United Kingdom or residents of the United Kingdom has been or is likely to be taken by a person or persons”.

<sup>5</sup> Sulla legittimità di tale operazione, cfr. DE VIDO, *Prime conseguenze finanziarie della crisi finanziaria: la controversia tra Islanda e Regno Unito*, *op. cit.*, pp. 119 ss. In altri termini, l'ordine impartito dal governo inglese consisteva nel congelamento di tutti gli attivi delle succursali

(e, dunque, il congelamento dei conti *Icesave* di cui fossero titolari i cittadini del proprio paese) e , per tale via, aggravò la situazione economica islandese<sup>6</sup>. Ne seguì l'adozione di accordi negoziali in ordine al rimborso delle somme anticipate; accordi, tuttavia, rigettati in sede di referendum popolari con percentuali elevate di dissensi (circa il 94%)<sup>7</sup>.

A ben considerare, il motivo del contendere non riguardava tanto l'obbligo, posto a carico del fondo interbancario islandese, di assicurare il rimborso ai correntisti stranieri aventi depositi presso *Icesave* (ovvero ai paesi che nel frattempo avevano offerto loro l'opportunità di ricorrere ai rispettivi fondi di garanzia nonostante non vi fossero tenuti), quanto la quantificazione dell'importo da pagare. A conferma di quanto detto, è sufficiente richiamare la pronuncia della Corte Suprema Islandese (n. 340 del 28 ottobre 2011)<sup>8</sup>, che, nel 2008, stabilì come i correntisti (senza distinguere tra quelli residenti o stranieri) dovessero essere rimborsati prima di ogni altro creditore nell'ambito della procedura di liquidazione della *Landsbanki*; fermo restando, tuttavia, che il fondo di garanzia islandese per la salvaguardia dei depositi aveva una capienza insufficiente a soddisfare le ragioni dei risparmiatori inglesi ed olandesi. Ne derivò il ricorso alla

---

della *Landsbanki* dislocate nel Regno Unito; ordine motivato dal timore che le competenti autorità islandesi potessero non rimborsare i depositi attivi presso le sedi distaccate in Inghilterra. Come evidenziato dalle autorità inglesi lo scopo di questo intervento “was to prohibit the flow of funds held or controlled by Landsbanki's UK branch out of the UK and back to Iceland” (cfr., al riguardo, il *Memorandum from HM Treasury to the Joint Committee on Statutory Instruments* del 20 ottobre 2008, consultabile sul sito internet [www.publications.parliament.uk](http://www.publications.parliament.uk)).

<sup>6</sup> Cfr. PINEDO, *The Icesave Dispute in the Aftermath of the Icelandic Financial Crisis: Revisiting the Principles of State Liability, Prohibition of State Aid and Non-Discrimination in European Law*, in *European Journal of Risk Regulation*, vol. 2, 3, 2011, p. 358 “the terrorism stamp destroyed what little faith the outside world had in many Icelandic businesses and blocked off numerous economic lifelines, making it effectively impossible to transfer funds between Iceland and the outside world for several months”. Sul punto, cfr., altresì, MAJUMDAR, *Aluminium, fish and some unusual collateral: the pitfalls of lending on the security of your own shares*, *op. cit.*, p. 115.

<sup>7</sup> Cfr. PINEDO, *Iceland and the Eu: Bitter Lessons After the Bank Collapse and the Icesave Dispute*, in *Contemporary Legal and Economic*, 3, 2011, pp. 9 ss.

<sup>8</sup> Consultabile sul sito internet [www.haestirettur.is](http://www.haestirettur.is).

Corte dell'EFTA (European Free Trade Association) da parte degli Stati interessati a far valere la pretesa violazione da parte delle istituzioni islandesi della normativa comunitaria sulla garanzia dei depositi (direttiva 94/19/CE, nella sua versione modificata dalla direttiva 2009/14/CE)<sup>9</sup>.

Con il provvedimento in commento si giunge all'epilogo della controversia e viene confermata la legittimità delle misure adottate dal governo islandese. La Corte, infatti, ha stabilito che la direttiva, nel caso di specie, non fu violata; a ciò aggiungasi che la condotta assunta dalle autorità dell'isola non ha, in alcun modo, pregiudicato gli interessi dei correntisti (siano essi ivi residenti, islandesi o britannici). Il provvedimento in parola offre l'opportunità di esaminare la problematica questione dell'applicabilità o meno del limite di identificazione dell'ammontare dei depositi garantiti, oltre all'ipotesi di *default* di una banca, anche all'eventualità di crisi che coinvolgono l'intero sistema creditizio di un determinato Paese. Va da sé che la questione incide su consolidati diritti che contraddistinguono i sistemi democratici; ci si riferisce, in particolare, a quello di proprietà (art. 42 Cost.). Ciò premesso ci si deve chiedere se misure idonee a comprimere detto diritto siano legittime in presenza di realtà a fronte delle quali una diversa condotta sia in grado di ingenerare conseguenze gravissime non solo di carattere economico finanziario, ma anche di natura sociopolitica (qualora ad un prevedibile *default* si accompagni un sovvertimento dell'ordine sociale destinato a sfociare inevitabilmente in moti di piazza).

2. Il provvedimento in parola si colloca in un momento storico particolarmente delicato per le sorti di diversi Paesi dell'eurozona (e non solo); ci si ri-

---

<sup>9</sup> Per una disamina sui caratteri della Corte EFTA e sui rapporti con la Corte CE, cfr., GALLO, *I rapporti tra Corte Efta e Corte CE nell'ambito del processo di "cross-fertilization" tra le due giurisprudenze*, in *Dir. un. europ.*, 1, 2007, p. 153 ss. e ID., *Nuovi sviluppi in tema di rapporti tra Corte Efta e Corte CE: la sentenza Pedicel a/s and Sosialog helsedirektoratet*, in *Studi integr. europ.*, 2, 2006, pp. 367 ss., nota a Corte EFTA, 25 febbraio 2005, causa E-4/04.

ferisce, in particolare, all'adozione da parte delle istituzioni comunitarie di interventi (anche impopolari, in taluni casi) diretti ad assicurare la sopravvivenza stessa dell'UEM<sup>10</sup>. In ragione di tale finalità sono state intraprese pregnanti politiche di *austerity* in alcuni Stati dell'Unione che, più degli altri, hanno subito gli effetti negativi della crisi; ne è derivata l'adozione di rigorose misure che, talvolta, hanno coinvolto, pregiudicandoli, gli interessi dei privati. Sintomatiche, al riguardo, sono le operazioni di ristrutturazione del debito greco e gli invisibili provvedimenti assunti, di recente, in Cipro; rimedi che, per un verso, testimoniano l'intento di garantire continuità al progetto europeo, per altro favoriscono il proliferare di sentimenti *euroscettici*<sup>11</sup> contribuendo, per tale via, ad alimentare un clima di generale instabilità finanziaria<sup>12</sup>.

Problematiche non dissimili da quelle testé riscontrate si rinvencono nella fattispecie qui in commento; infatti, nel caso posto all'attenzione della Corte è ravvisabile un pregiudizio delle istanze dei risparmiatori in ragione di quelle collettive: la risoluzione della crisi bancaria evitando, al contempo, di gravare sui bilanci già dissestati dello Stato. In una prospettiva che tenga in debito conto entrambi gli interessi in gioco, la somma da pagare ai titolari dei conti correnti detenuti dai cittadini inglesi e olandesi presso la banca islandese sarebbe dovuta essere commisurata alla soglia fissata dalla direttiva 2009/14/CE (nel limite, dunque, di 100.000,00 euro per ciascun depositante). Da quest'angolo visuale

---

<sup>10</sup> In argomento, cfr., di recente, per tutti, CAPRIGLIONE, *Mercato Regole Democrazia. L'UEM tra euroscetticismo e identità nazionali*, Torino, 2013.

<sup>11</sup> Per uno studio sul concetto di *euroscetticismo*, cfr., LACONTE, *Understanding Euroscepticism*, Palgrave Macmillan, 2010. Di recente, si veda CERNIGLIA, *L'euroscetticismo in tempo di crisi*, in *Il Mulino*, 1, 2013, pp. 104 ss.

<sup>12</sup> Cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e debiti sovrani. L'unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, p. 15, i quali sottolineano come nella costruzione delineata dal trattato di Maastricht vi sia un intrinseco limite consistente “nel rimettere il fondamento causale dell'Unione ad un legame di natura meramente *associativa* tra i paesi membri”, sì da incidere “sulla *coesione* del relativo assetto istituzionale”, donde “le difficoltà di tener in vita la moneta unica in assenza di una pregressa, sottostante unità politica”.

avrebbe trovato piena attuazione lo scopo che si ascrive alla direttiva in parola; finalità che consiste, per l'appunto, nella determinazione di una soglia entro la quale non è possibile, dunque, sacrificare le esigenze dei risparmiatori<sup>13</sup>.

Come confermato dal provvedimento in commento non sorgono dubbi circa l'applicabilità, al caso di specie, della direttiva sui sistemi di tutela dei depositi; è solo il caso di ricordare, infatti, che la medesima produce effetti anche nei riguardi dei Paesi facenti parte dell'Area Economica Europea (EEA)<sup>14</sup>. Tuttavia, l'organo giudicante in questione sottolinea come il parametro di riferimento per identificare quanto dovesse essere rimborsato ai correntisti inglesi ed olandesi non fosse quello indicato dalla direttiva 2009/14/CE dell'11 marzo 2009 (che aveva fissato a 100.000,00 euro il limite minimo di tutela), e ciò in quanto “the judgment in the present case must be based on the Directive as it stood at the relevant time” (par. 124). In altri termini, pur riconoscendo le ragioni dei Paesi coinvolti nella vicenda del *default* della banca islandese, la Corte evidenzia che il *quantum* da indennizzare fosse da stabilire sulla base della direttiva nella sua versione originaria e dalle leggi locali; sul punto, decisiva è la condivisibile considerazione che all'epoca dei fatti la nuova normativa non fosse in vigore.

Va, altresì, evidenziato che le istanze avanzate dall'Islanda sono state premiate anche in ragione di condotte non considerate discriminatorie tra depositanti stranieri e quelli nazionali; al riguardo, i ricorrenti sostenevano che “the domestic deposits were moved to new banks and were covered in full” laddove, invece, i “foreign depositors did not even enjoy the minimum guaran-

---

<sup>13</sup> Sul punto, cfr., CAPRIGLIONE - CERCONE, *Commento all'art. 96*, in *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, tomo II, Padova, 2012, pp. 1215 ss., nonché GALANTI, *Commento sub artt. 96-96-quater T.U.B.*, in AA.VV., *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di F. Capriglione, Padova, 2000, pp. 400 ss. Al riguardo, il *considerando* n. 1 della direttiva 2009/14/CE, chiarisce l'intento di “adottare tutte le misure necessarie per proteggere i depositi dei singoli risparmiatori”.

<sup>14</sup> La direttiva 94/19/CE è stata recepita dall'Islanda con legge n. 98/1999 sulle garanzie dei depositi e i sistemi di indennizzo degli investitori.

tee laid down in the Directive”, sicché l'Islanda “has indirectly discriminated against foreign depositors”. Inoltre, ad opinione degli istanti, l'adozione di un sistema efficace di garanzia dei depositi in grado di soddisfare, nei limiti della direttiva, le ragioni dei risparmiatori (residenti ed esteri), rappresenta un obbligo di risultato; donde la violazione da parte del governo Islandese del vincolo imposto. In argomento, invece, la Corte dell'EFTA non ravvisa in capo alle istituzioni alcuna responsabilità diretta nell'ambito dell'attività svolta dal fondo interbancario nazionale (come sostenuto dal governo islandese<sup>15</sup>), non rilevando, come si è detto, alcuna condotta discriminatoria sanzionabile atteso che nessun depositante (residente o straniero) aveva ricevuto pagamenti in base al sistema di garanzia. Si aggiunga, inoltre, che, ad avviso dell'Autorità in questione, dalla direttiva sui meccanismi di salvaguardia dei depositi non deriva alcun impegno per lo Stato di assicurare il suo effettivo funzionamento in situazioni di difficoltà, essendo sufficiente, ai fini di una sua corretta attuazione, la sola implementazione del sistema di tutela.

Particolare interesse suscitano, altresì, le perplessità sollevate dalla Corte in ordine all'applicazione della disciplina in oggetto con riguardo alle ipotesi di crisi sistemiche. Nel testo del provvedimento (par. 139), infatti, si rinviene quanto segue:

*“It appears that under the new version of the provision, EEA States are obliged to ensure a certain level of coverage. Whether this obligation is limited to a banking crisis of a certain size would require further assessment”.*

Più precisamente, l'Autorità in questione, sottolineando come la risoluzione della relativa problematica richieda valutazioni investigative ulteriori, a-

---

<sup>15</sup> Cfr. ISLANDIC MINISTRY OF ECONOMIC AFFAIRS, *Response to the reasoned opinion of the Authority, dated 10 June 2011, concerning alleged failure of Iceland to comply with obligations under directive 94/19/EC of the European Parliament and of the Council of 30 May 1994 on deposit-guarantee schemes and/or Article 4 of the EEA Agreement*, consultabile sul sito internet [www.mfa.is](http://www.mfa.is).

vanza dubbi sulla possibilità che l'intera disciplina sui sistemi di tutela dei depositi possa trovare cittadinanza anche in presenza di crisi bancarie di dimensione ampie (par. 178).

Ci si deve domandare, dunque, se, al di là dell'ipotesi espressamente contemplata dalla normativa (quella cioè del *default* di una banca), essa debba essere rispettata anche in presenza di crisi più estese in grado di pregiudicare l'intero sistema bancario di un determinato Paese. La problematica suesposta implica evidentemente la preliminare verifica della legittimità o meno di provvedimenti diretti ad incidere sui diritti fondamentali della persona; provvedimenti giustificati da fenomeni recessivi di gravità tale da minare l'essenza stessa di uno Stato. Ciò posto, non va trascurato il dato secondo il quale politiche di *austerity* (come quelle adottate in Grecia e in Cipro) possono compromettere fortemente la fiducia degli investitori e dei risparmiatori<sup>16</sup>; ne consegue l'inevitabile perdita di credibilità dell'intero apparato finanziario e bancario in questione. In siffatta prospettiva la constatazione della marginalità di paesi come Cipro e l'Islanda (i quali, in effetti, rappresentano soltanto una piccola percentuale dell'economia europea), non tranquillizza, pertanto, in ordine al possibile ingenerarsi di effetti collaterali negativi connessi alla dilagante diffidenza sull'effettiva solidità e stabilità economica europea.

---

<sup>16</sup> Sul punto, cfr., di recente, KRUGMAN, *Austerity, Italian Style*, in *New York Times* del 25 febbraio 2013, p. 17, secondo il quale, le Nazioni “imposing harsh austerity suffered deep economic downturns; the harsher the austerity, the deeper the downturn. Indeed, this relationship has been so strong that the International Monetary Fund, in a striking mea culpa, admitted that it had underestimated the damage austerity would inflict”, peraltro l'austerità “hasn't even achieved the minimal goal of reducing debt burdens. Instead, countries pursuing harsh austerity have seen the ratio of debt to G.D.P. rise, because the shrinkage in their economies has outpaced any reduction in the rate of borrowing”. Per il noto economista, dunque, più dura è stata l'austerità, più profonda è stata la crisi; donde il dilagarsi di una nuova fase recessiva che ha comportato l'aumento della disoccupazione. Da apprezzare, invece, il lavoro svolto dalla BCE che comprando debito pubblico in stato di necessità, ha tranquillizzato i mercati obbligazionari e, per tale via, evitato la fine dell'euro.

3. Potrebbe, dunque, una crisi sistemica giustificare (e, per tale via, rendere legittimi) provvedimenti diretti a sacrificare diritti fondamentali della persona<sup>17</sup>? Va da sé che un'eventuale risposta positiva a tale domanda potrebbe rendere lecita ogni tipologia di intervento, purché assolutamente necessario.

Al riguardo, significativo è un recente provvedimento del Tribunale Costituzionale portoghese<sup>18</sup>; pronuncia che se, per un verso, appare condivisibile sul piano del riconoscimento della rilevanza dei diritti fondamentali dell'individuo anche in presenza di interventi adottati in costanza di crisi, per altro presta il fianco a critiche di vario genere. Più precisamente, il Giudice ha considerato illegittima la legge di bilancio portoghese relativa all'anno 2012, nella parte in cui era prevista la sospensione del pagamento della tredicesima e quattordicesima mensilità per i dipendenti pubblici con un determinato livello salariale (600 euro); trattasi di misure adottate nell'ambito degli impegni assunti nei confronti della c.d. *Troika* a seguito degli aiuti finanziari dalla medesima elargiti e, pertanto, resesi necessarie per tentare di ristabilire equilibrio nel burrascoso contesto finanziario dello Stato in questione<sup>19</sup>.

Si tenga ben presente che la dichiarazione di incostituzionalità del provvedimento in parola deriva dall'inaccettabile disparità che esso creava tra il set-

---

<sup>17</sup> Fermo restando che, come è stato osservato dalla dottrina (BIFULCO, *Introduzione*, in A.A.VV., *Il diritto costituzionale alla prova della crisi*, Napoli, 2012, p. 1), le recenti turbative economiche stanno modificando “nel profondo la struttura degli Stati, in termini costituzionalistici la *forma di Stato*”. A riprova di tale mutamento l'Autore menziona, tra i vari provvedimenti, la recente legge cost. n. 1 del 2012 con la quale è stato introdotto, nella Costituzione, il pareggio di bilancio.

<sup>18</sup> Tribunale Costituzionale del Portogallo del 5 luglio 2012 il quale si è pronunciato, con l' *Acórdão* 353/2012, sulla legittimità degli articoli 21 e 25 della legge 64-B/2011 del 30 dicembre (*Lei do Orçamento de Estado*, Legge di bilancio relativa al 2012). Per un commento al provvedimento si rinvia a ABBIATE, *Le Corti costituzionali dinnanzi alla crisi finanziaria: una soluzione di compromesso del Tribunale costituzionale portoghese*, in *Quaderni costituzionali*, 1, 2013, pp. 146 ss.

<sup>19</sup> Cfr. PINTO, *The Memorandum of Understanding (Mou) of Specific Economic Policy Conditionality Celebrated Between Portugal and the Troika*, in *European Public Private Partnership Law Review*, vol. 6, 2, 2011, pp. 220 ss.

tore pubblico e quello privato; sicché “as razões de eficácia da medida adotada na prossecução do objetivo da redução do déficit público para os valores apontados nos memorandos de entendimento não tem uma valia suficiente para justificar a dimensão de tal diferença”, donde l'affermazione che tali misure “podendo revelarse suficientemente eficientes do ponto de vista da realização do interesse público, permitiriam um desagravamento da situação daqueles outros contribuintes que auferem remunerações ou prestações sociais pagas por verbas públicas”. Alla luce di tali considerazioni, la Consulta conclude “que as normas que prevêem a medida de suspensão do pagamento dos subsídios de férias e de Natal ou quaisquer prestações correspondentes aos 13.º e, ou, 14.º meses, quer para pessoas que auferem remunerações salariais de entidades públicas, quer para pessoas que auferem pensões de reforma ou aposentação através do sistema público de segurança social, durante os anos de 2012 a 2014, violam o princípio da igualdade, na dimensão da igualdade na repartição dos encargos públicos, consagrado no artigo 13.º da Constituição”<sup>20</sup>.

Decisivo, in argomento, è il richiamo operato dal Tribunale Costituzionale portoghese alla violazione del principio generale di uguaglianza in quanto, a seguito dell'approvazione della legge bilancio, il settore pubblico risultava maggiormente penalizzato rispetto a quello privato; da qui il pregiudizio, sul piano delle concretezze, degli interessi di una sola determinata categoria di lavoratori e non anche di altra. Ai nostri fini, il provvedimento risulta di particolare interesse; e ciò in quanto esso ribadisce che, anche in presenza di crisi economiche di ampia portata, non è possibile pregiudicare i diritti fondamentali della persona<sup>21</sup>. E' solo il caso di precisare che, in una fattispecie molto simile a quella sottoposta al vaglio del Giudice delle leggi portoghese, la

---

<sup>20</sup> Il testo del provvedimento è consultabile sul sito internet [www.tribunalconstitucional.pt](http://www.tribunalconstitucional.pt).

<sup>21</sup> Cfr. *ABBIATE, Le Corti costituzionali dinnanzi alla crisi finanziaria: una soluzione di compromesso del Tribunale costituzionale portoghese*, cit., p. 147.

Corte Costituzionale italiana<sup>22</sup> ha riconosciuto la necessità di contenere “la spesa pubblica e di perseguire finalità di stabilizzazione finanziaria e rilancio della competitività economica, al fine di fronteggiare la ben nota crisi economica nazionale ed internazionale”; e, tuttavia, gli interventi in materia devono concernere “la collettività nel suo insieme, in virtù dei “doveri inderogabili” di cui all'art. 2” (e non solo, pertanto, i redditi da lavoro dipendente pubblico e, in misura maggiore, quelli dei soli magistrati, con esclusione delle identiche condizioni di tutti i percettori di reddito aventi la stessa capacità contributiva).

Si è in presenza, dunque, della presa d'atto da parte degli organi costituzionali della necessità di mantenere inalterati, anche in momenti di crisi, taluni principi costituenti le fondamenta di qualsivoglia ordinamento democratico<sup>23</sup>; principi il cui pregiudizio minerebbe, dunque, l'essenza stessa di uno Stato di diritto (si ha riguardo, in special modo ai principi di uguaglianza e di proporzionalità degli interventi da assumere)<sup>24</sup>. Va, tuttavia, ribadita la difficoltà di contemperare ragioni di natura pubblicistica (come quelle di risanamento di bilancio) con interessi personali inviolabili<sup>25</sup>; il rischio, infatti, è l'adozione di

---

<sup>22</sup> Cfr. CORTE COST., 11 ottobre 2012, n. 223, in *Foro.it.*, 11, I, 2012, pp. 2896 ss.

<sup>23</sup> Così, di recente, CIOLLI, *I diritti sociali*, in AA.VV., *Il diritto costituzionale alla prova della crisi*, cit., p. 97. Sottolinea l'Autrice, con riferimento ai diritti sociali, che “il legame con l'uguaglianza sostanziale e soprattutto la dignità sociale fa sì” che la loro garanzia “costituisca un connotato ineliminabile della democrazia”.

<sup>24</sup> A ben considerare, la Corte costituzionale in presenza di particolari esigenze finanziarie ha sacrificato, ad esempio, la garanzia di diritti sociali. Cfr., sul punto, RAZZANO, *Lo statuto costituzionale dei diritti sociali*, 2012, consultabile sul sito internet [www.gruppodipisa.it](http://www.gruppodipisa.it), secondo il quale (pp. 22 ss.) “il bilanciamento fra diritti sociali e le ragioni dell'equilibrio finanziario non è che un aspetto della riflessione costituzionale, che non sembra possa interamente restare assorbita nella *giustizia del caso concreto* - sia pure di quello che giunge dinanzi alla Corte costituzionale - che interviene comunque *a posteriori*, rispetto a leggi già vigenti”. Per la giurisprudenza costituzionale, cfr., per tutte, Corte cost., n. 432 del 2005; Corte cost., n. 30 del 2004, Corte cost., n. 180 del 2001; Corte cost., n. 457 del 1998. Con particolare riguardo ai livelli essenziali e alla competenza statale, si rinvia a Corte cost., n. 10 del 2010.

<sup>25</sup> Cfr. CIOLLI, *I diritti sociali*, *op. cit.*, p. 100, il quale sostiene che è possibile verificare l'incidenza della crisi sulla tutela effettiva dei diritti in particolar modo in ambito sanitario ove la “maggiore aspettativa di vita, che è una conquista di civiltà”, viene considerata dal FMI solo “come una richiesta sempre maggiore di servizi sanitari”; donde il ridimensionamento delle pre-

compromessi illogici e fuori controllo i quali rappresentano il più forte segnale della condizione di precarietà nella quale attualmente versa, in particolar modo, l'Europa. Si ha riguardo, più precisamente, alle conclusioni cui perviene il Tribunale Costituzionale del Portogallo in ordine al caso suesposto; esso, infatti, riconosce come le conseguenze della dichiarazione di incostituzionalità possono pregiudicare l'intero apparato economico nazionale, donde la presa d'atto della presenza di “*uma situação em que um interesse público de excepcional relevo*”.

Ne consegue, ad opinione dell'organo in parola, l'esigenza di rinviare gli effetti della pronuncia in questione al 2013 (così come consentito dall'art. 282 della Costituzione portoghese), e ciò in ragione di esigenze pubblicistiche considerate prioritarie (risanamento del bilancio e mancanza di tempo per adottare misure alternative). Si è dell'avviso, tuttavia, che una volta constatato come interventi di tal genere siano contrari a principi fondamentali sanciti dalla Costituzione, essi non dovrebbero trovare attuazione nemmeno per un breve lasso di tempo, se non a patto di rinnegare, seppure temporaneamente, i capisaldi di uno Stato di diritto. Di certo non è possibile immaginare come istanze basilari di ciascun Paese democratico possano sussistere "ad intermittenza", sì da riemergere una volta concluso l'evento contingente che le aveva accantonate.

Non è un caso, allora, che la decisione in parola sia stata assunta soltanto a maggioranza, in quanto tre giudici su nove hanno sollevato perplessità sulla sua coerenza logica nella parte in cui gli effetti dello stesso sono stati posticipati; e ciò, per l'appunto, in quanto le ragioni che ne hanno giustificato la declatoria di illegittimità sussistono anche durante la temporanea parentesi di efficacia<sup>26</sup>.

---

stazioni in materia sanitaria ad opera del legislatore che non interviene, invece, ad “implementare quelle strutture e quelle attività che permetterebbero la piena soddisfazione del diritto alla salute”.

<sup>26</sup> Cfr. *ABBIALE, Le Corti costituzionali dinanzi alla crisi finanziaria: una soluzione di com-*

La ricerca di compromessi sembra essere dunque il *leitmotiv* di interventi giustificati da condizioni economiche particolarmente sfavorevoli; ciò induce a guardare “con una certa preoccupazione all’eventualità che, specie nei momenti di crisi, possa essere solo l’ “essenziale” (ovvero, in concreto, ciò che è considerato tale dal legislatore) ad essere “garantito” dallo Stato”<sup>27</sup>. In questa prospettiva deve leggersi una recente pronuncia della Corte costituzionale italiana che ribadisce come in periodo di crisi il Parlamento deve, più di tutti, farsi carico della tutela dei principi fondamentali<sup>28</sup>.

4. Il provvedimento in commento offre diversi spunti di riflessione. Ai fini di una sua valutazione corretta, va, tuttavia, osservato quanto segue. Esso si caratterizza principalmente per aver stabilito che la disciplina applicabile al caso di specie dovesse essere individuata in quella vigente all'epoca dei fatti; difficilmente sotto questo profilo può essere oggetto di critiche attesa la mancanza, nella direttiva del 2009, di una clausola di retroattività. Inoltre, l'assenza di condotte discriminatorie tra depositi nazionali e quelli stranieri dimostra una coerenza di fondo degli interventi adottati dalle istituzioni islandesi.

Con riguardo, invece, all'applicabilità o meno della direttiva sui sistemi di

---

*promesso del Tribunale costituzionale portoghese, op. cit.*, p. 149 si sofferma sul ruolo ricoperto dalle Corti costituzionali durante la crisi nonché sul peso che la situazione economica può avere in ordine alle decisioni adottate. Sicché “da un lato, le Corti sembrano ribadire che la capacità di tenuta democratica degli Stati europei passa anche attraverso l’imprescindibile azione di accertamento giudiziario di conformità alla Costituzione, ma dall’altro – come mostra bene il caso portoghese – le esigenze finanziarie possono essere a tal punto pressanti da restringere i margini di azione dei giudici costituzionali”.

<sup>27</sup> Cfr. TRUCCO, *Livelli essenziali delle prestazioni e sostenibilità finanziaria dei diritti sociali*, p. 35, atti del Convegno tenutosi a Trapani (8-9 giugno 2012) dal titolo “*I diritti sociali: dal riconoscimento alla garanzia. Il ruolo della giurisprudenza*”; atti consultabili sul sito internet [www.gruppipedipisa.it](http://www.gruppipedipisa.it).

<sup>28</sup> Cfr. CORTE COST., 5 aprile 2013, n. 62, consultabile sul suo sito internet ufficiale, la quale, con riguardo alla questione di legittimità costituzionale relativa all'avvio della sperimentazione della “carta acquisti” nei comuni con più di 250.000 abitanti, evidenzia come la normativa sia “espressione di principi fondamentali in tema di “diritti sociali”, di cui deve farsi carico il legislatore nazionale in tempi di grave crisi economica”.

tutela dei depositi in presenza di crisi sistemiche, esso rimanda la risoluzione della relativa problematica ad ulteriori valutazioni interpretative. Al presente, tuttavia, non è dato conoscere l'impatto che il provvedimento della Corte Efta potrà avere nel prossimo futuro; benché, infatti, essa abbia soltanto, al momento, rinviato l'esito della questione sollevata, v'è il fondato pericolo che possa instaurarsi un preoccupante precedente giuridico sulla strada della coesione tra i vari Stati dell'UEM. Infatti, l'ulteriore rischio che si cela dietro un'interpretazione restrittiva della direttiva in parola (nel senso, dunque, di escluderne l'applicabilità in momenti di crisi), è quello che possano emergere elementi aggiuntivi di divisione tra realtà già contraddistinte da molteplici diversità; ciò, infatti, esorterebbe ciascun Paese a predisporre meccanismi di tutela diretti a salvaguardare i propri correntisti con depositi presso banche estere in presenza di crisi dell'intero sistema creditizio dello Stato di appartenenza delle medesime, in un'ottica evidentemente contraria a quella che è d'uopo perseguire attraverso la costituzione di un'unione monetaria. Si è dell'avviso, dunque, che la fissazione di una soglia minima a garanzia dei depositi se, per un verso, costituisce un valido strumento di tutela dei risparmi nelle situazioni di *default* di un istituto di credito, per altro, debba rappresentare un congegno idoneo a trovare applicazione anche in presenza di crisi sistemiche. Tuttavia, benché siano rinvenibili, come si è testé detto, ragioni di buon senso nel riconoscere l'applicabilità della direttiva in parola anche a fattispecie non espressamente contemplate, è auspicabile, *de iure condendo*, l'adozione di un'esplicita disposizione in tal senso.

E' possibile, dunque, che la disciplina in discorso abbia identificato una soglia entro la quale salvaguardare, ad ogni costo, i diritti dei risparmiatori; attuando per tale via *ex ante* quel temperamento tra ragioni privatistiche e pubblicistiche che, come si è detto, la nostra Corte costituzionale ha inteso affidare, in momenti di crisi, principalmente all'opera del legislatore. Da quest'an-

golo visuale, pertanto, eventuali misure adottate per far fronte alle note recenti turbative finanziarie che hanno colpito la maggior parte dei Paesi del globo, non dovrebbero poter pregiudicare gli interessi dei depositanti se non per la porzione eccedente il limite stabilito dalla disciplina comunitaria in materia. Qualche indizio, in tal senso, può forse rinvenirsi nei recenti eventi che hanno colpito Cipro, vittima designata dei provvedimenti di ristrutturazione del debito greco<sup>29</sup>.

A ben considerare, le misure adottate nei confronti dell'isola del Mediterraneo hanno rappresentato una novità assoluta nell'ambito delle procedure dirette ad affrontare situazioni di crisi nell'UEM; si assiste, in estrema sintesi, ad un intervento fondato su due aspetti rilevanti: prestiti internazionali per circa 10 miliardi e ristrutturazione di due istituti di credito dell'isola. Più precisamente, la Laiki Bank si estinguerà per scissione in una *good bank* (ove verranno trasferiti i depositi inferiori ai 100.000 garantiti dall'UE) ed una *bad bank* (ove finiranno gli *assets* tossici). Sul punto, è significativo il diverso ruolo ascrivibile ai due istituti di credito atteso che la *bad bank* sarà destinata in maniera graduale a scomparire, laddove la *good bank* verrà fusa nella Bank of Cyprus. Rilevante è la conversione di circa il 40% dei depositi superiori a 100.000 euro in azioni speciali, sì da ricapitalizzare il sopramenzionato istituto di credito; a ciò aggiungasi che circa il 22,5% verrà posto su conti infruttiferi, laddove il restante 40%, continuerà, invece, a maturare interessi<sup>30</sup>.

Al di là di ogni considerazione in ordine all'opportunità o meno di adottare misure di siffatta portata che richiederebbe una disamina specifica qui non consentita, appare significativa, ai nostri fini, la ferma intenzione da parte delle

---

<sup>29</sup> Per i quali cfr. CAPRIGLIONE - SEMERARO, *Crisi finanziaria e debiti sovrani. L'Unione Europea tra rischi ed opportunità*, Torino, 2012, 33 ss. Circa la riconducibilità della crisi cipriota alle misure adottate in Grecia, cfr. FLASSBECK, *Zypern oder: Wie man ein kleines Land und eine große Währungsunion zugleich zerstört*, 24 marzo 2013, consultabile sul sito ufficiale del noto economista tedesco [www.flassbeck-economics.de](http://www.flassbeck-economics.de).

<sup>30</sup> Cfr., sul punto, il sito internet ufficiale del Consiglio europeo: [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu).

istituzioni comunitarie e nazionali di rispettare i limiti imposti dalla direttiva n. 94/19/CE (così come aggiornata da quella 2009/14/CE) nell'adozione di provvedimenti diretti a pregiudicare interessi dei depositanti in ragione di quelli collettivi (evitare il *default* pieno del Paese). Si può, dunque, concludere affermando che l'imposizione di un livello minimo di salvaguardia delle ragioni dei risparmiatori deve costituire un presupposto indispensabile per assicurare stabilità all'intero sistema creditizio; baluardo invalicabile nella determinazione della soglia entro la quale è possibile assumere provvedimenti indirizzati a fronteggiare situazioni di crisi sistemiche. Resta, tuttavia, irrisolto il problema della possibile responsabilità degli Stati nei confronti dei risparmiatori (siano essi residenti e/o stranieri) qualora i fondi di garanzia dovessero risultare insufficienti a soddisfare le loro ragioni; eventualità quest'ultima ipotizzabile in momenti di particolare crisi del sistema bancario (come nell'ipotesi qui al vaglio). Al riguardo, la Corte dell'EFTA sostiene che il costo del finanziamento dei predetti sistemi gravi sugli istituti finanziari<sup>31</sup>; ne consegue che il fallimento dell'intero apparato creditizio non dovrebbe essere sopportato dagli Stati, e ciò anche per evitare possibili comportamenti di *moral hazard* da parte delle banche<sup>32</sup>.

Così ragionando, tuttavia, è possibile che si ingenerino situazioni difficilmente gestibili; ci si riferisce all'ipotesi in cui, ad esempio, uno Stato si trovi in

---

<sup>31</sup> Cfr. par. 156 secondo il quale: “It is clear from recital 23 in the preamble to the Directive as well as from recitals 4 and 25 that the cost of financing such guarantee schemes must be borne, in principle, by credit institutions and not the EEA States”.

<sup>32</sup> Cfr. par. 159 secondo il quale: “The payment obligation thus lies with the deposit-guarantee fund, and the guarantee funds are to be financed entirely by the credit institutions. In circumstances where the fund cannot meet depositors’ claims in the event of a default by a member of the scheme, it is for the remaining credit institutions to make up the difference. In other words, the bankruptcy of a financial institution is covered – as in classic insurance systems – by the rest of the institutions active in the market”. Gli Stati possono, in questi casi, intervenire direttamente a tutelare le ragioni dei depositanti ma non hanno alcun obbligo di farlo (cfr. par. 194). Inoltre, secondo la Corte in commento l'articolo 7 della direttiva 1994/19/CE “does not lay down an obligation on the State and its authorities to ensure compensation if a deposit-guarantee scheme is unable to cope with its obligations in the event of a systemic crisis” (par. 144).

situazione prossima al *default* e decidesse di non adottare alcun piano di *austerità* perché non tenuto a garantire i depositi stranieri nelle proprie banche. Sul punto, significative sono le dichiarazioni espresse, di recente, da un esponente della Commissione UE<sup>33</sup>, secondo cui, non solo, “l’attuale schema di garanzie per i depositi si applica anche nel caso di una crisi sistemica”, ma, inoltre, “gli Stati membri sono responsabili per assicurare che gli schemi nazionali di garanzia dei depositi paghino effettivamente le compensazioni garantite dalla legislazione europea nell’intero mercato interno”. Si tenga presente, poi, che il considerando 13 della direttiva 2009/14/CE affida agli Stati membri il compito di “garantire la continuità dei servizi bancari” nonché di adottare “quanto prima disposizioni atte ad assicurare rimborsi d'emergenza di congruo ammontare”, soprattutto “in periodo di turbolenze finanziarie”.

In siffatto contesto, appare indispensabile, tuttavia, identificare possibili rimedi per impedire che, in futuro, possano sorgere conflitti istituzionali come quelli di cui in parola. In tal senso, l'adozione di un'unione bancaria in ambito europeo può assicurare coesione tra gli Stati e, dunque, favorire l'integrazione finanziaria; al riguardo, la Commissione europea<sup>34</sup> prospetta che al trasferimento della vigilanza bancaria a livello centrale, segua la creazione di un fondo comune di garanzia dei depositi<sup>35</sup> idoneo ad evitare i fenomeni di *bank run*. Si è dell'avviso, tuttavia, che, in ambito disciplinare, dovranno essere predisposti adeguati strumenti di garanzia pubblica da attivarsi in presenza di situazioni di crisi; e ciò al fine di tutelare le ragioni dei risparmiatori supplendo ad eventuali

---

<sup>33</sup> Stefaan De Rynck, portavoce del Commissario Ue al mercato interno Michel Barnier. Dichiarazioni consultabili sul sito [www.fattoquotidiano.it](http://www.fattoquotidiano.it).

<sup>34</sup> Cfr. COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO, *Una tabella di marcia verso l'Unione bancaria*, 12 settembre 2012, consultabile sul sito internet [ec.europa.eu](http://ec.europa.eu).

<sup>35</sup> Il cd. Terzo pilastro su cui si fonda l'unione bancaria.

carenze del fondo<sup>36</sup>, sì da evitare il possibile ingenerarsi di controversie come quelle di cui in commento.

Va da sé che un progetto di simile portata richiede una decisa volontà politica in tal senso; volontà che, tuttavia, non è dato riscontrare da parte dei Paesi più virtuosi dell'Europa<sup>37</sup> nemmeno con riguardo alla creazione di uno schema comune di garanzia dei depositi, nonostante il massimo esponente della BCE ne abbia sottolineato, invece, la necessaria attivazione<sup>38</sup>.

## **Diego Rossano**

*Ricercatore di Diritto dell'Economia  
Università "Parthenope" di Napoli*

---

<sup>36</sup> In questo senso, cfr. l'audizione del 5 dicembre 2012 del Presidente dell'ABI (Giuseppe Mus-sari) presso la CAMERA DEI DEPUTATI VI Commissione (Finanze) sulla Proposta di Regolamento del Consiglio relativa al conferimento di specifici compiti in tema di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi alla Banca Centrale Europea (COM (2012) 511 definitivo), p. 1, consultabile sul sito internet [www.abi.it](http://www.abi.it).

<sup>37</sup> Di recente, cfr. le dichiarazioni del 7 maggio 2013 del Presidente dell'Eurogruppo JEROEN DIJSSELBLOEM (consultabili sul sito internet [www.tmnews.it](http://www.tmnews.it)) e della cancelliera MERKEL effettuate dinanzi l'assemblea generale delle Camere di commercio a Dresda (e riportate il 25 aprile 2013 sul sito [www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)).

<sup>38</sup> Cfr. le dichiarazioni di MARIO DRAGHI alla commissione Economica del Parlamento europeo riportate il 31 maggio 2012 sul sito [www.lastampa.it](http://www.lastampa.it).

**CORTE DI CASSAZIONE**

4 giugno 2012, n. 8945 – sez. I

Pres. CARNEVALE – Est. Acierno

**CONTRATTI BANCARI – CASSETTA DI SICUREZZA – DANNO – PROVA – PRESUNZIONE – AMMISSIBILITA’.**

*Il contenuto di una cassetta di sicurezza costituisce una circostanza di fatto generalmente non divulgata, attesa la prioritaria esigenza di riservatezza che caratterizza la scelta di questo servizio bancario. Ne consegue che in tema di prova del suo contenuto, la parte ben può ricorrere alle deposizioni degli stretti familiari e il giudice è tenuto a non sottovalutare od ignorare, se coerenti con l’insieme dei riscontri probatori, elementi di fatto quali la denuncia penale, solo perché di provenienza unilaterale, dovendosi sempre tenere conto, nell’esame e selezione del materiale probatorio, della peculiarità dei fatti da dimostrare.*

*Il mancato ricorso alle presunzioni di cui agli artt. 2727 e 2729 c.c., al fine di ritenere raggiunta la prova del danno, è da ritenere illegittimo, ove non venga adeguatamente motivato, trattandosi di danni dei quali è estremamente difficile, se non impossibile, fornire la prova storica.*

(Codice civile, artt. 1839, 2697, 2727, 2729)

**Ritenuto in fatto**

A..M. proponeva domanda di risarcimento dei danni nei confronti della s.p.a. Banca di Roma per l’importo di 300.000 milioni di lire deducendo di essersi recata il giorno

3/4/2000 presso la propria Banca ove era titolare di una personale cassetta di sicurezza e di aver constatato che (circa un anno prima (5/5/99); ignoti avevano rapinato l'agenzia svaligiando varie cassette, tra le quali la sua, contenente gioielli e preziosi del valore corrispondente a quello richiesto in via risarcitoria.

L'attrice denunciava inoltre la mancata tempestiva comunicazione dell'avvenuta rapina sostenendo che da tale omessa informazione era derivato un ulteriore pregiudizio patrimoniale nonché il danno all'immagine ed all'onorabilità dovuto al deposito in giudizio, da parte dell'istituto bancario, del verbale di sequestro della cassetta in questione da parte della D.I.A. di Salerno.

L'istituto di credito, chiedendo il rigetto della domanda, giustificava l'omessa comunicazione proprio sulla base dell'intervenuto sequestro penale. In primo grado venivano escussi testi e disposta CTU sul valore dei beni il cui furto era stato denunciato dalla titolare della cassetta.

Il giudice di primo grado rigettava la domanda ritenendo sussistente la responsabilità della banca per inidoneità dei locali ma non provata la domanda risarcitoria sulla base delle prove documentali (la denuncia penale) e le prove testimoniali (degli stretti familiari che avevano accompagnato la parte presso la banca a ritirare o depositare nella cassetta di sicurezza) espletate.

Sull'appello principale proposto dalla M. ed incidentale proposto dalla Banca, la sentenza di secondo grado, per quel che ancora interessa, confermava la responsabilità dell'istituto derivante da difetto di custodia derivante dall'accertata inidoneità dei locali ove si trovavano le cassette di sicurezza nonché la nullità della clausola limitativa della responsabilità dell'istituto bancario ma in ordine alla prova del pregiudizio patrimoniale dedotto dalla parte appellante riteneva, analogamente al giudice del precedente grado, che non fosse stata dimostrata l'effettiva esistenza, al momento del furto, dei gioielli di cui si lamentava la mancanza.

*(omissis)*

La Corte d'appello, infine, rigettava anche le altre domande risarcitorie relative alle conseguenze patrimoniali dell'omessa tempestiva comunicazione dell'intervenuta rapina nonché la dedotta lesione dell'immagine, atteso che l'istituto, con le indicazioni e

il deposito censurato, aveva esercitato il proprio diritto di difesa.

Avverso tale pronuncia ha proposto ricorso per cassazione. A. M. con undici motivi. L'istituto bancario ha resistito con controricorso. Entrambe le parti hanno depositato memorie ex art. 378 cod. proc. civ.

### **Motivi della decisione**

*(omissis)*

Passando all'esame degli undici motivi di ricorso, nei primi quattro si denuncia la violazione degli art. 2727 e 2729 cod. civ. in relazione all'art. 360 n. 3 cod. proc. civ. e l'insufficiente motivazione della sentenza impugnata in ordine alla valutazione dei riscontri probatori acquisiti, in relazione all'art. 360 n. 5 cod. proc. civ.. Il ricorrente lamenta, in particolare, che la Corte d'appello abbia del tutto omesso una valutazione globale e coordinata del quadro indiziario, in spregio al metodo di valutazione delle prove indirette indicato nei citati art. 2727, primo comma e 2729, primo comma, cod. civ.. Inoltre, evidenzia che la motivazione relativa all'inidoneità dei singoli mezzi di prova, oltre ad essere impostata in modo atomistico senza correlazione alcuna tra i diversi elementi di fatto, è anche intrinsecamente insufficiente ed inadeguata con riferimento a ciascuno di essi.

I quattro motivi illustrati, da esaminarsi congiuntamente, sono fondati. Deve preliminarmente osservarsi che il contenuto di una cassetta di sicurezza costituisce una circostanza di fatto generalmente non divulgata, attesa la prioritaria esigenza di riservatezza che caratterizza la scelta di questo servizio bancario. Ne consegue, come affermato in una recente pronuncia di questa Corte, relativa ad una fattispecie del tutto simile a quella dedotta nel presente giudizio (Cass. 27068 del 2008), la necessità di ricorrere alle deposizioni degli stretti familiari e a non sottovalutare od ignorare, se coerenti con l'insieme dei riscontri probatori, elementi di fatto quali la denuncia penale, solo perché di provenienza unilaterale, dovendosi sempre tenere conto, nell'esame e selezione del materiale probatorio, della peculiarità dei fatti da dimostrare.

La valutazione dei singoli riscontri probatori, così come eseguita nella sentenza impu-

gnata, non risulta, invece, tenere in alcuna considerazione la intrinseca riservatezza della materia. La denuncia penale viene qualificata come un mero atto di parte privo di valore probatorio oggettivo senza specificare se sia stata oggetto di esame una denuncia generica o, come risulta dagli atti, circostanziata in ordine al numero, la tipologia, la descrizione e il valore degli oggetti preziosi custoditi (Cass. 27068 del 2008), omettendo, peraltro, di considerare l'obbligo, penalmente sanzionato di offrire una rappresentazione veritiera dei fatti a carico del denunciante.

Le deposizioni testimoniali dei familiari vengono ritenute insufficienti perché genericamente confermate del contenuto della cassetta di sicurezza così come indicato dalla ricorrente; ma tale valutazione risulta argomentata in modo illogico ed insufficiente perché non correlata all'articolazione del capitolo di prova, contenente lo specifico riferimento all'elencazione dettagliata degli oggetti preziosi desunto dalla denuncia penale, integrata nel contenuto del capitolo, e alla valutazione complessiva delle risposte che ne sono seguite.

Entrambi i testimoni hanno, infatti, confermato la circostanza formulata nel capitolo precisando le ragioni della conoscenza (erano gli unici ad accompagnare la ricorrente in banca in occasione dei depositi e dei prelievi) del contenuto della cassetta e fornendo specifiche indicazioni sulla provenienza, la descrizione e le caratteristiche di alcuni di essi in quanto derivanti da doni endofamiliari. (pag.23 ricorso e 25 e 26 del controrricorso). Tali indicazioni non vengono menzionate nella valutazione d'insufficienza della prova. Peraltro, alla carenza della motivazione relativamente alla valutazione dei singoli mezzi di prova deve essere aggiunta la fondatezza della censura relativa alla mancata valutazione globale del quadro probatorio.

La sentenza impugnata si è limitata ad un esame dei singoli riscontri, effettuato in modo atomistico, omettendo completamente di porre in correlazione gli elementi indiziari al fine di verificarne l'eventuale coerenza, precisione ed univocità. Come è stato affermato dalla già citata sentenza n. 27068 del 2008, 'in presenza di una circostanziata denuncia alla polizia giudiziaria della natura, della qualità e del valore dei singoli oggetti trafugati (...), delle deposizioni testimoniali relative al fatto che gli oggetti erano custoditi in banca, ed in mancanza di ogni prova od indizio contrario (...), il mancato ricor-

so alle presunzioni di cui agli art. 2727 e 2729 cod. civ., al fine di ritenere raggiunta la prova del danno, è da ritenere illegittimo, ove non venga adeguatamente motivato, trattandosi di danni dei quali è estremamente difficile, se non impossibile, fornire la prova storica'. La necessità di una valutazione globale del quadro indiziario, quando non sia vietato dalla legge il ricorso alle presunzioni, e la conseguente illegittimità della valutazione separata dei singoli elementi di fatto costituiscono costante orientamento della giurisprudenza di legittimità.

Ha affermato la Corte che è viziata di errore di diritto la decisione in cui il giudice si sia limitato a negare valore indiziario agli elementi acquisiti in giudizio senza accertare se essi, quand'anche singolarmente sforniti di valenza probatoria, non fossero in grado di acquisirla ove valutati nella loro sintesi, nel senso che ognuno avrebbe potuto rafforzare e trarre vigore dall'altro in un rapporto di vicendevolesse completamento (sent. 19894 del 2005, 26022 del 2011).

L'orientamento sopra illustrato è stato anche molto recentemente ribadito con l'affermazione di un principio che si attaglia perfettamente alla presente decisione: 'la prova presuntiva esige che il giudice prenda in esame tutti i fatti noti emersi nel corso dell'istruzione, valutandoli tutti insieme gli uni per mezzo degli altri. È, pertanto, erroneo l'operato del giudice di merito il quale a cospetto di plurimi indizi li prenda in esame e li valuti singolarmente per poi giungere alla conclusione che nessuno di essi assurga alla dignità di prova' (Cass. 3703 del 2012).

In conclusione, i primi quattro motivi di ricorso devono essere accolti con rinvio della causa alla Corte d'Appello di Napoli in diversa composizione perché, nella valutazione del complessivo quadro indiziario fornito dalle parti, mediante il ricorso alla prova presuntiva valuti se siano stati dimostrati in tutto od in parte i danni patrimoniali lamentati dalla parte ricorrente e se sia possibile procedere alla loro liquidazione equitativa.

Risultano assorbiti i motivi di ricorso dal quinto al decimo, in quanto relativi ad ulteriori profili di danno patrimoniale eziologicamente riconducibili all'accertamento relativo ai motivi accolti.

Deve invece essere rigettato l'undicesimo motivo di ricorso, relativo ad un'autonoma voce di danno, di natura non patrimoniale, derivante dalla dedotta lesione del diritto

all'immagine e all'onorabilità della ricorrente. Il danno sarebbe stato determinato dall'istituto bancario per aver riferito in propri atti difensivi dell'esistenza di indagini penali a carico della cliente e del sequestro della cassetta di sicurezza da parte della D.I.A.. Il motivo è palesemente infondato perché; come esattamente affermato nella sentenza d'appello, le allegazioni censurate sono state formulate al fine di esercitare legittimamente il diritto di difesa in correlazione al contestato ritardo nel rinvenimento del contratto relativo alla cassetta di sicurezza.

**P.Q.M.**

Accoglie i primi quattro motivi di ricorso. Rigetta l'undicesimo motivo. Dichiara assorbiti gli altri. Cassa la sentenza impugnata in relazione ai motivi accolti e rinvia per un nuovo giudizio e per la pronuncia sulle spese del giudizio di Cassazione, alla Corte d'Appello di Napoli, in diversa composizione.

## **IL SERVIZIO BANCARIO DELLE CASSETTE DI SICUREZZA: FURTO, PRESUNZIONI SEMPLICI E PROVA DEL DANNO\***

**SOMMARIO:** 1. Il caso. – 2. Il servizio bancario delle cassette di sicurezza e la riservatezza. – 3. Il ricorso alle presunzioni. – 4. La prova del danno.

1. La sentenza oggetto del presente commento ritorna su un tema ampiamente dibattuto in dottrina e in giurisprudenza, ovvero l'omessa valutazione, ai fini probatori, delle prove presuntive.

Il titolare del servizio lamentava che a seguito di una rapina, ad opera di ignoti, venivano svaligate numerose cassette di sicurezza, tra le quali anche la sua, la quale conteneva gioielli e preziosi. Il giudice di primo grado rigettava la domanda risarcitoria avanzata dalla parte attrice pur ritenendo sussistente la responsabilità della banca per inidoneità dei locali, in quanto gli elementi probatori posti alla base dell'istanza erano rappresentati dalla denuncia penale e dalle prove testimoniali rese dai familiari. Le predette prove non sono state considerate tali, ma come semplici elementi di natura indiziaria; per di più l'organo giudicante non le ha valutate nel loro complesso ma singolarmente, di conseguenza ogni elemento ha conservato le proprie caratteristiche senza assurgere a rango di prova.

La sentenza di secondo grado confermava la responsabilità dell'istituto di credito derivante da difetto di custodia, dall'accertata inidoneità dei locali ove si trovavano le cassette di sicurezza, nonché la nullità della clausola limitativa della responsabilità dell'istituto bancario in ordine alla prova del pregiudizio patrimoniale. In ogni caso si ribadiva la mancanza di prova in ordine al danno patito, in

---

\* Contributo approvato dai revisori

quanto non era stata dimostrata l'effettiva esistenza, al momento del furto, dei gioielli di cui si lamentava la sottrazione.

In particolare il giudice di appello riteneva corretta la valutazione delle prove eseguita dal primo giudice, osservando che la denuncia costituiva un mezzo atto di parte e le deposizioni testimoniali, per la loro genericità, dovevano ritenersi inidonee ad assolvere l'onere della prova relativo all'esistenza e all'entità del danno patrimoniale lamentato, dal momento che i testimoni si erano limitati a dichiarare genericamente che gli oggetti indicati nella denuncia erano contenuti nella cassetta di sicurezza e che erano a conoscenza della circostanza, perché accompagnavano sempre la titolare presso la banca quando aveva bisogno, per prelievi o depositi. Nemmeno il verbale della D.I.A. secondo cui il contenuto della cassetta consisteva in alcuni oggetti preziosi poteva di per sé ritenersi idoneo a dimostrare che all'atto della rapina vi fossero gli oggetti preziosi indicati nella denuncia, riferendosi tale verbale ad un diverso momento temporale.

2. La banca nel prestare il servizio di cassette di sicurezza deve garantire all'utente il pacifico godimento della cassetta, assicurando al cliente l'uso della stessa per l'intera durata del contratto<sup>1</sup>, ed apprestando tutta la sua organizzazione al controllo sul legittimo esercizio dei diritti del cliente, così tutelando la segretezza<sup>2</sup> sulle cose depositate<sup>3</sup>; quindi, l'istituto di credito non conosce il

---

<sup>1</sup> La disciplina delle n.u.b. prevede che l'utente che riscontri una lesione all'integrità esteriore della cassetta deve, prima di procedere all'apertura, presentare un reclamo scritto alla banca, indicando le cose contenute nella cassetta. Questa viene poi aperta alla presenza di un incaricato della banca e di un notaio, il quale redige un verbale delle operazioni compiute e dei riscontri effettuati. Si suole attribuire alla dichiarazione dell'utente valore confessorio, nel senso che egli non può successivamente pretendere il risarcimento del danno subito per la perdita di un oggetto non denunciato.

<sup>2</sup> L'evoluzione della giurisprudenza e le caratteristiche assunte dai processi risarcitori intentati dagli utenti hanno dimostrato che la segretezza, da essere un elemento a sfavore del cliente, si è trasformata in una sorta di assegno in bianco da riempire a discrezione del cliente medesimo, ov-

contenuto della cassetta, in quanto il deposito di cose o di valori avviene in completa riservatezza<sup>4</sup>.

L'obbligazione di custodia non può essere commisurata al contenuto della cassetta, perché può verificarsi che la stessa rimanga vuota<sup>5</sup>; di conseguenza si è ipotizzata una asimmetria informativa, dove la banca non è in grado di conoscere e valutare a priori il rischio connesso alla stipulazione del contratto e non è in grado di predeterminare quali investimenti si dimostrino economicamente giustificati per far fronte a tale rischio<sup>6</sup>. In realtà il valore dei beni assume rilievo solo ai fini del risarcimento del danno e della sua quantificazione, e non già per obblighi di prestazione assunti dall'istituto di credito, il quale è tenuto ad adottare le misure più severe e moderne nella propria organizzazione atte ad assicurare, salvo il caso fortuito, l'idoneità e la custodia dei locali e l'integrità della cassetta<sup>7</sup>.

In merito è stato osservato che la segretezza se da una parte non consente un'accurata valutazione del rischio connesso al singolo contratto, dall'altra non impedisce invece di determinare, in base ad una media, il rischio complessi-

---

vero secondo i ricordi suoi o di terzi in ordine al contenuto della cassetta. In detti termini, MACARIO, *Rubini, smeraldi e giuramenti: le cassette di sicurezza dopo le sezioni unite*, in *Danno e responsabilità*, 1996, 234.

<sup>3</sup> Cfr. FAUCEGLIA, *I contratti bancari*, in *Trattato Buonocore*, Torino, 2005, pp. 499-500.

<sup>4</sup> La regola della segretezza viene derogata in alcune ipotesi in funzione delle esigenze organizzative ed operative dell'impresa bancaria. Le disposizioni contrattuali, ad esempio, vietano ai clienti di introdurre oggetti che possono creare pericolo, disturbo o danni, legittimando le verifiche della banca per ragioni di sicurezza. PERASSI, *Il servizio bancario delle cassette di sicurezza*, in *Trattato Cottino*, Padova, 2001, 595; CIUCHINI, *Il servizio bancario delle cassette di sicurezza*, in *Enc. della banca e della borsa*, Roma/Milano, 1967, p.165.

<sup>5</sup> Cfr. GIORGIANNI - TARDIVO, *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*<sup>3</sup>, Milano, 2012, 546.

<sup>6</sup> Cfr. BELLANTUONO, *Cassette di sicurezza, responsabilità della banca e asimmetrie informative*, in *Foro.it.*, I, 2000, p. 533.

<sup>7</sup> Cfr. GIORGIANNI - TARDIVO, *op. cit.*, p. 546; SALANITRO, *Le banche e i contratti bancari*, in *Trattato Vassalli*, Torino, 1983, 68, il quale osserva che non ha pregio la posizione di chi intende proporzionare il rischio della banca all'ammontare del canone pagato dal cliente.

vo del servizio e di coprirlo con polizza globale adeguata<sup>8</sup>.

Lo sbilanciamento processuale che si realizza in funzione della segretezza è indice di un problema aperto sul piano del diritto sostanziale. La dichiarazione di valore, dunque, rappresenta per la banca il contrappeso della segretezza, la quale, senza un meccanismo di bilanciamento, espone l'istituto di credito ad un rischio illimitato. In definitiva la dichiarazione di valore rappresenta un indice di presunzione del valore dei beni contenuti nella cassetta, che può essere vinta dal cliente mediante una concreta prova contraria<sup>9</sup>. La problematica della prova del danno richiede una rimediazione anche della questione della clausola di limitazione del valore<sup>10</sup>.

---

<sup>8</sup> Cfr. VISCUSI, *Commento sub art. 1839*, in *Commentario del codice civile* (artt. 1803 – 1860), diretto da Gabrielli, Torino, 2011, p. 542. In merito è stato osservato che in tal modo verrebbe meno la possibilità di graduare diversamente il canone a seconda del rischio associato a ciascun cliente, con l'esito di sussidi incrociati a favore di quelli ad alto rischio e, quindi un fenomeno di selezione avversa, ove essi riescono ad ottenere una copertura totale contro eventuali danni pagandone solo in parte i costi, mentre i depositanti a basso rischio vengono gravati da un canone sproporzionato rispetto alle perdite attese. Cfr. PARDOLESI, *Analisi economica del diritto*, in AA. VV., *Casi e questioni di diritto privato*, Milano, 1988, pp. 12 ss..

<sup>9</sup> Non può considerarsi come elemento presuntivo il valore dichiarato dal cliente all'atto della stipula del contratto. Cfr. Trib. Napoli, 28 maggio 2003, in *Giur. merito*, 2004, 287. Assume posizione contraria FIORENTINO, *Le operazioni bancarie*, Napoli, 1964, p. 274, il quale afferma che anche quando la banca esige dal cliente la c.d. dichiarazione di valore, ossia l'indicazione del valore delle cose introdotte nella cassetta, non si ricevono in consegna le cose stesse, ma semplicemente una predeterminazione convenzionale del danno massimo risarcibile. Si veda anche D'ANGELO, *Trattato di tecnica bancaria*, Milano, 1924, pp. 656-657, il quale afferma che la dichiarazione di valore ha, nel contratto di cassette di sicurezza la stessa natura ed efficacia che ha quella che si fa nell'assicurazione contro danni. La presente impostazione non può essere condivisa, rilevato che il servizio bancario delle cassette di sicurezza non ha natura assicurativa.

Nelle condizioni generali di contratto sono state introdotte clausole del seguente tenore: "ove l'utente intenda conservare nelle cassette cose aventi un valore complessivo superiore al massimale stabilito, lo stesso è tenuto a dichiarare alla Banca il massimale assicurativo adeguato a coprire il rischio della Banca per il risarcimento dei danni che dovessero eventualmente derivare all'utente dalla sottrazione, dal danneggiamento o dalla distruzione delle cose contenute nella cassetta". La clausola sopra formulata non comporta alcun mutamento delle obbligazioni assunte dalla banca e dal cliente, in quanto non è pensabile che l'indicazione di un massimale assicurativo abbia la funzione di individuare il rischio assicurabile e di trasferirlo in capo al cliente. Cfr. LIACE, *Del servizio bancario delle cassette di sicurezza*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2012, p. 135. Si veda anche SPINELLI - GENTILE, *Diritto bancario*, Padova, 1991, p. 336.

<sup>10</sup> Nel servizio bancario delle cassette di sicurezza la clausola, che contempla la concessione

3. Il provvedimento della S.C. si focalizza sulla valenza degli elementi presuntivi e della loro valutazione ai fini della decisione. I giudici di legittimità hanno rilevato che in entrambi i giudizi di merito le prove e gli elementi presuntivi sono stati valutati in chiave atomistica. In particolare il giudice di secondo grado, pur condividendo quanto già statuito nel primo giudizio, ha evidenziato che la denuncia di furto, sostanzialmente, costituisce un atto di parte, pertanto, lo stesso non può avere una valenza di natura probatoria; inoltre, le deposizioni rese dai testimoni sono connotate dal carattere della genericità, di conseguenza, esse sono inidonee ad assolvere l'onere della prova relativo all'esistenza ed all'entità del danno patrimoniale lamentato. Il tratto distintivo della prova testimoniale, sempre secondo il giudice di appello, è l'assoluta genericità sulla descrizione degli oggetti contenuti nella cassetta di sicurezza. Infine, nessun valore probatorio è stato attribuito alla deposizione dei testimoni nella parte in cui affermano di essere a conoscenza delle circostanze oggetto del giudizio, in quanto erano soliti accompagnare la titolare del servizio presso la banca quando aveva bisogno. Le predette dichiarazioni non sono state reputate sufficienti a far presumere l'esistenza dei gioielli indicati dall'attrice nella cassetta al momento del-

---

dell'uso della cassetta per la custodia di cose di valore non eccedente un determinato ammontare, facendo carico al cliente di non inserirvi beni di valore complessivamente superiore, e che, correlativamente, neghi oltre detto ammontare la responsabilità della banca per la perdita dei beni medesimi, lasciando gravare sul cliente gli effetti pregiudizievoli ulteriori, integra un patto limitativo non dell'oggetto del contratto, ma del debito risarcitorio della banca, ed è pertanto soggetta alla disposizione dell'art. 1229 c.c. in tema di nullità dell'esclusione o delimitazione convenzionale della responsabilità del debitore per i casi di dolo o colpa grave; ne consegue che, una volta che il cliente abbia fatto uso delle naturali potenzialità del contratto - la cui funzione tipica consiste nel mettere a disposizione una complessa struttura materiale, tecnica ed organizzativa, idonea a realizzare condizioni di sicurezza, superiori a quelle raggiungibili dal cliente nella sua sfera privata - non è configurabile, da parte sua, una violazione del dovere di buona fede per il solo fatto che egli abbia ommesso di informare la banca in ordine ai beni immessi e al loro valore, né tale mancata comunicazione è suscettibile di circoscrivere l'obbligo risarcitorio della banca sotto il profilo della imprevedibilità del danno, ai sensi e per gli effetti dell'art. 1225 c.c.. Tra le tante si veda Cass., 29 luglio 2004, n. 14462.

la rapina.

Nel caso di specie, secondo i giudici di merito, non si tratterebbe di incompletezza della prova, cioè di *semiplena probatio*, ma di inesistenza della medesima, rilevato che l'abitudine dell'accesso e del deposito nulla dice circa la consistenza del contenuto della cassetta al momento del furto<sup>11</sup>.

La S.C., invece, parte da un presupposto diametralmente opposto rispetto a quello utilizzato dai giudici di merito, in quanto tende a sottolineare, seppure in modo implicito, una delle caratteristiche del servizio bancario delle cassette di sicurezza, ossia la segretezza, la quale giocherebbe a sfavore del cliente<sup>12</sup>. La caratteristica della segretezza del contenuto della cassetta, che inerisce al contratto, comporta che solo il titolare del servizio sia in grado di conoscere il reale contenuto della cassetta; è, dunque, paradossale che spetti a costui fornire la prova del danno subito, dal momento che le dichiarazioni da lui rese alla banca non possono evidentemente costituire prove a suo favore<sup>13</sup>. Soltanto ricorrendo a delle presunzioni semplici si può ovviare alla impossibilità di fornire la prova del danno patito<sup>14</sup>. Per di più, la legge non pone nessuna deroga al

---

<sup>11</sup> La prova del danno così rimane confinata sul piano di una mera ipotesi, in mancanza del necessario riferimento temporale del fatto noto (abitudine dell'accesso) da cui risalire a quello ignoto (presenza dei preziosi nella cassetta), rilevato che l'abitudine dell'accesso del titolare alla cassetta fa ritenere, logicamente, che il cinquanta per cento delle possibilità sia nel senso che i preziosi fossero stati riposti nella cassetta prima del furto e che il rimanente cinquanta per cento delle possibilità sia nel senso opposto, cioè che i preziosi fossero stati prelevati prima del furto. In detti termini si veda MACARIO, *La prova del danno da furto nelle cassette di sicurezza*, in *Danno e Resp.*, 1998, p. 553.

<sup>12</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., sez. un., 1° luglio 1994, n. 6225, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, II, p. 446.

<sup>13</sup> Esaminando il rapporto tra segretezza e disponibilità della prova in capo al danneggiato, va evidenziato come tale relazione sia governata da una regola quanto mai netta: la disponibilità della prova si concretizza quasi esclusivamente nello strumento presuntivo. Cfr. GNAVI, *Cassette di sicurezza, segretezza, prova del danno e prova testimoniale*, in *Resp. civ. e prev.*, 2000, 640.

<sup>14</sup> Cfr. TULLIO, *Ad impossibilia nemo tenetur (note a margine della richiesta di una prova impossibile del danno)*, in *Giust. civ.*, 1993, I, p. 1087 *contra* PUHALI, *Nota a Trib. Milano 14 settembre 1989*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1990, p. 320, il quale ritiene che, pur dovendosi ammettere la possibilità di ricorrere alla prova presuntiva per accertare il contenuto della cassetta, tale soluzione, pur necessitata dalle particolarità di espletamento del servizio, appare alquan-

principio del libero convincimento del giudice, nel caso di prova del contenuto della cassetta di sicurezza al fine di determinare l'ammontare del risarcimento del danno dovuta dalla banca. Proprio per la difficoltà della prova, il giudice non può esigere un mezzo di indagine diretto e deve valutare, nel suo giudizio, questa particolare situazione per approfondire ogni elemento idoneo a formare il libero convincimento<sup>15</sup>. È compito del giudice di merito valutare in concreto l'efficacia sintomatica dei singoli fatti noti, non solo analiticamente ma anche nella loro convergenza globale, accertandone la pregnanza conclusiva; il suo apprezzamento, se sostenuto da adeguata e corretta motivazione sotto il profilo logico e giuridico, non è neppure sindacabile in sede di legittimità<sup>16</sup>. Se partiamo dal presupposto che la banca non partecipa né all'operazione di immissione né a quella di prelievo e che il titolare del servizio sarebbe tenuto a provare in modo rigoroso il contenuto della cassetta, allora ci troviamo innanzi alla inapplicabilità delle prove presuntive<sup>17</sup>.

Il ricorso alla prova presuntiva può essere effettuato ove siano presenti i requisiti della precisione, gravità e concordanza delle presunzioni, dovendo il

---

to approssimativa, almeno sul piano fattuale: nella maggior parte dei casi non rimane che ricorrere alla prova presuntiva ed alla liquidazione equitativa.

<sup>15</sup> Cfr. CORTE APPELLO di BARI, 16 aprile 1958, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1959, II, p. 203, con nota di MAJELLO, *Prove e presunzioni di danno in caso di effrazione di una cassetta di sicurezza*. Le prove cosiddette congetturali sono annoverate dal c.c. tra le fonti di convincimento del giudice, sicché questi non può prescindere.

Secondo alcuni autori, invece, si assiste ad un "inceppamento" del meccanismo probatorio, che conduce ad una determinazione unilaterale del danno risarcibile, al di fuori di qualsiasi possibilità di controllo, e dunque di censura, da parte della banca. In merito vengono sollevati dubbi di costituzionalità per violazione dei principi di eguaglianza e diritto alla difesa riconosciuti dagli artt. 3 e 24 Cost. Così MACARIO, *op. cit.*, pp. 241 e 245.

<sup>16</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 1° febbraio 2001, n. 1404, in *Dir. fall.*, 2001.

<sup>17</sup> Mediante le presunzioni è possibile indurre l'esistenza o il modo di essere di un fatto ignoto partendo dalla conoscenza di un fatto noto. Le presunzioni legali (assolute e relative) non sono mezzi di prova, ma regole di prova che si pongono in posizione sovraordinata rispetto al principio del libero convincimento del giudice. Così PATTI, *Prova testimoniale. Presunzioni*, in *Commentario Scialoja-Branca*, Bologna, 2001, p. 83. Si vedano anche FERRARA, *Trattato di diritto civile italiano*, Roma, 1921, p. 51; TARUFFO, *La prova dei fatti giuridici*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1992, p. 446.

giudice desumere dal fatto noto una convinzione di certezza e non di semplice probabilità<sup>18</sup>.

Le presunzioni semplici non determinano nessuna inversione dell'onere della prova, mentre ciò avviene nell'ipotesi di presunzioni legali. La differenza tra i due tipi è che la presunzione di legge vincola il giudice anche se questi non ne rimanga convinto; mentre la presunzione semplice vincola il giudicante solo se esso si convinca dell'esistenza dei fatti rilevanti, applicandone i precetti con-  
tenutistici<sup>19</sup>. Emerge, dunque, che mentre la presunzione legale esonera dalla prova, quella semplice sostituisce la prova<sup>20</sup>. La regola dell'onere della prova esplica i suoi effetti solo quando la fase probatoria si è chiusa negativamente, senza che il giudice sia pervenuto ad alcun netto convincimento. Nel momento in cui, invece il giudice abbia formato la propria convinzione sulla base delle presunzioni che egli abbia desunto o dagli stessi infruttuosi mezzi di prova prodottogli dalle parti o da taluno dei fatti espressamente elencati nel secondo comma dell'art. 116, c.p.c., la regola dell'onere della prova deve ritenersi superata e quindi priva, in tal caso, di ogni effetto<sup>21</sup>.

Nella prova per presunzioni, la relazione tra il fatto noto e quello ignoto non deve rivestire il carattere della necessità, essendo sufficiente che l'esistenza

---

<sup>18</sup> Cfr. CONSIGLIO DI STATO, 19 marzo 1991, n. 287, in *Cons. Stato*, 1991. Sull'ammissibilità delle prove presuntive si vedano: CORTE DI CASSAZIONE, 16 dicembre 1986 n. 7557, in *Giust. civ. mass.*, 1986; CORTE DI CASSAZIONE., 17 febbraio 1987 n. 1700 in *Giust. civ. mass.*, 1987; CORTE DI CASSAZIONE., 2 dicembre 1988 n. 6987, in *Giust. civ. mass.*, 1988. Il ricorso agli elementi presuntivi è frequente anche in altri settori del diritto, come ad esempio nel diritto della concorrenza. Infatti, in alcuni casi la prova della traslazione del danno potrebbe essere praticamente impossibile od eccessivamente difficile, pertanto la posizione dell'acquirente indiretto potrebbe essere agevolata mediante il meccanismo delle presunzioni semplici. Mediante questo meccanismo processuale, il giudice potrebbe ritenere provato il fatto della traslazione del danno, quando l'attore abbia provato certi fatti secondari, i quali facciano presumere che la traslazione del danno sia più probabile che no, secondo la regola della probabilità preponderante. Cfr. AA. VV., *Concorrenza e mercato. Rassegna degli orientamenti dell'autorità garante*, Milano, 2009, p. 513.

<sup>19</sup> MAJELLO, *op. cit.*, p. 208.

<sup>20</sup> MAJELLO, *op. cit.*, p. 210.

<sup>21</sup> MAJELLO, *op. cit.*, p. 208.

di quest'ultimo derivi dal primo come conseguenza ragionevolmente possibile e verosimile secondo un criterio di normalità<sup>22</sup>.

Nella fattispecie in esame vi erano una serie di elementi di natura presuntiva, ossia la denuncia penale, le prove testimoniali e la consulenza tecnica di ufficio. In ogni caso non va dimenticato che il giudice di prime cure aveva accertato la responsabilità della banca per inidoneità dei locali.

La giurisprudenza ha più volte ribadito che la denuncia penale<sup>23</sup>, sottoscritta dal cliente contraente del servizio bancario delle cassette di sicurezza, contenente l'indicazione dei beni custoditi nella cassetta, pur non potendo asurgere al rango di prova civile, acquista il valore di presunzione avente il carattere della verosimiglianza<sup>24</sup>. Nel caso di specie i giudici di merito non solo non hanno valutato la denuncia di furto, ma hanno ignorato anche il verbale della D.I.A. secondo cui la cassetta di sicurezza conteneva degli oggetti preziosi. È palese la omessa valutazione di due elementi presuntivi, che risultano essere concordanti tra di essi<sup>25</sup>.

Qualche perplessità, invece, deve essere sollevata sull'ammissibilità della consulenza tecnica di ufficio, poiché il consulente dovrebbe stimare dei beni senza prenderne visione, pertanto, la valutazione verrebbe ad essere effettuata

---

<sup>22</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 18 settembre 1991, n. 9717, in *Giust. civ.*, 1991, I, p. 442; CORTE DI CASSAZIONE, 30 gennaio 1990, n. 644, in *Giust. civ.*, 1991, I, p. 442.

<sup>23</sup> Cfr. TRIBUNALE DI PESCARA, 21 febbraio, 1991, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1992, II, p. 374 *contra* TRIBUNALE DI ROMA, 5 novembre 1992, in *Giust. civ.*, 1993, I, p. 1087. Si afferma che la prova del danno non può ritenersi fornita con la mera produzione in giudizio della denuncia di furto fatta alla polizia giudiziaria.

<sup>24</sup> Cfr. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, Milano, 2009, 415, il quale tra gli elementi presuntivi fa riferimento anche alla moralità del cassettaista.

<sup>25</sup> La S.C., per quanto riguarda il giuramento suppletorio ha ritenuto sufficienti ad integrare il requisito della *semiplena probatio* anche presunzioni prive dei caratteri della gravità, precisione e concordanza. Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 29 gennaio 2003, n. 1317, in *Impresa*, 2003, 490; CORTE DI CASSAZIONE., 1° marzo 2001, n. 2939, in *Mass. Giur. it.*, 2001; CORTE DI CASSAZIONE., 20 giugno 1994, n. 5925, in *Giur. it.*, 1995, I, 1, 592; Cass., 20 agosto 1984, n. 4659, in *Mass. Giur. it.*, 1984.

solo sulla base della descrizione fornita dal soggetto derubato<sup>26</sup>.

I giudici del merito nel valutare la prova testimoniale hanno seguito il seguente ragionamento. I testimoni non sono stati in grado, se non in modo generico, di fornire indicazioni sugli oggetti contenuti nella cassetta, nonché sulle loro caratteristiche. Il predetto convincimento si formato su un ulteriore elemento, ovvero il divieto posto a carico di soggetti terzi di assistere ai depositi ed ai prelevamenti<sup>27</sup>.

Appare del tutto ingiustificato il diniego di ogni attendibilità ai testimoni legati ai danneggiati da vincoli familiari, considerato che normalmente le persone di famiglia sono le sole che possono essere a conoscenza delle circostanze dedotte, data la riservatezza che circonda i depositi in cassetta di sicurezza; il mancato ricorso alle presunzioni in favore dei danneggiati manifesta l'adesione del giudicante ad altra e ben più improbabile presunzione in favore della controparte, cioè a quella che la cassetta di sicurezza fosse del tutto vuota<sup>28</sup>. Sono

---

<sup>26</sup> Esclude l'ammissibilità della ctu: Trib. Milano, 14 settembre 1989, cit. (nt.14). Nonostante l'ammissione della ctu si rinvengono alcune decisioni in base alle quali la liquidazione del danno è avvenuta in via equitativa, in quanto alla perizia è stato attribuito un valore di stima presunta. Così: CORTE DI CASSAZIONE., 14 dicembre 2002, n. 17497, in [www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it). Di particolare interesse CORTE APPELLO di ROMA, 24 giugno 2010, in *Obbl. e contr.*, 2001, 61, con nota di SCHIAVONE, ove la corte ha ritenuto di poter ricorrere a prove presuntive per la determinazione equitativa del danno, basandosi, in modo particolare, sulla presenza dei valori nella cassetta al tempo del furto e sulla stima di un ctu ai fini dell'individuazione del valore dei beni trafugati, consistenti in gioielli dei quali esisteva una documentazione fotografica.

<sup>27</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 10 settembre 1999, n. 9640, in *Contr.*, 2000, 387, con nota di AMBANELLI, *Cassette di sicurezza e responsabilità della banca*. Sul punto si veda SARFATTI, *Del contratto d'abbonamento alle cassette di sicurezza nelle banche: contributo alla teorica del compossesso*, Torino, 1908, p. 110, il quale sosteneva che: "niente impedirebbe agli abbonati di farsi accompagnare, ogni volta che aprono la cassetta, da uno o due amici i quali possono prestarsi all'evenienza come testimoni di quanto era contenuto nella cassetta stessa; e la prova testimoniale varrebbe a determinare quanto vi era al momento dell'evento dannoso, se non risulti dai registri della Banca che il *libretto-ricevuta* fu consegnato all'impiegato della Banca posteriormente a un tale accertamento. Ma gli abbonati alle cassette, fiduciosi nella sicurezza dell'impianto e nell'onestà degli impiegati, non ricorrono a tali cautele, e se pur venisse a taluno in mente di adottarle, non potrebbe la Banca essere obbligata a concedere il permesso d'entrata a questi estranei".

<sup>28</sup> Su un piano logico, nell'ambito di un contratto la cui *natura* si incentra proprio sulla segretezza dell'oggetto ospitato nella cassetta non si comprende quali (ragionevoli) alternative esistano

sicuramente ammissibili le testimonianze *de relato ex parte actoris* o testimonianze che non vertono comunque direttamente sul contenuto della cassetta ma<sup>29</sup>, che riguardino ad esempio l'acquisto o la disponibilità da parte del danneggiato degli oggetti che si assumo trafugati, richiedendosi comunque che esse siano suffragate da altre risultanze<sup>30</sup>. In ogni caso l'ammissione di una prova testimoniale non può negarsi in considerazione del probabile esito negativo per l'inverosimiglianza del fatto che si intende provare, ovvero per una pretesa inidoneità del testimone a rendere un resoconto preciso su di esso<sup>31</sup>. Nel nostro ordinamento processuale civile la valutazione preventiva dell'attendibilità del testimone è riservata al legislatore ed è quindi inibita al giudice, che può valutare, secondo il suo prudente apprezzamento, solo l'attendibilità delle dichiarazioni rese dal testimone, una volta che la prova sia stata assunta<sup>32</sup>.

Ammettere le presunzioni semplici non significa che la banca, per annullare la loro efficacia, debba provare l'inesistenza di quei beni nella cassetta (pro-

---

alla prova testimoniale: senza che venga snaturata l'attuale configurazione dei rapporti banca-utente, cioè, mai ricorrerà alcuna delle condizioni *sub art. 2724 c.c.* e se non si vuole davvero lasciare sfornito di concreta tutela il danneggiato, l'ampia discrezionalità riconosciuta al giudice dovrebbe legittimare il superamento di ogni preventiva eccezione processuale. In detti termini: BONETTA, *Corte di cassazione e titolari di cassette di sicurezza derubati: l'“onda” protettiva continua*, in *Danno e resp.*, 2000, p. 502.

<sup>29</sup> Ritiene ammissibile la prova testimoniale sul contenuto della cassetta Cass., 10 settembre 1999, n. 9640, cit. (nt. 28); si veda anche Cass., 13 maggio 1982, n. 3000, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1984, II, p. 32.

<sup>30</sup> Cfr. VISCUSI, *op. cit.*, p. 608; CORTE DI CASSAZIONE., 25 novembre 2008, n. 28067, in *Giur. it.*, 2009, p. 2191, con nota di VITELLI, *Responsabilità della banca per il servizio di cassette di sicurezza e prova del danno*. Il giudice del merito deve desumere il proprio convincimento sulla base delle semplici presunzioni, ed a tal proposito si elencano: la condizione economica di soggetto benestante, il costo sopportato per avere la disponibilità di una cassetta, la proprietà dei beni trafugati fornita attraverso le relative fatture d'acquisto, le testimonianze *de relato ex parte actoris*, l'immediata consegna dopo il furto dell'elenco di beni con dettagliata descrizione.

<sup>31</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 29 maggio 1998, n. 5313, in *Giust. civ. mass.*, 1998, p. 1165; CORTE DI CASSAZIONE., 29 agosto 1995, n. 9117, in *Giust. civ. mass.*, 1995, 1561; CORTE DI CASSAZIONE, 23 marzo 1995, n. 3380, in *Giust. civ. mass.*, 1995, 672; CORTE DI CASSAZIONE., 28 ottobre 1983, in *Giur. it.*, 1984, I, 1, p. 1477.

<sup>32</sup> In giurisprudenza assume posizione contraria: CORTE DI CASSAZIONE, 10 febbraio 1998, n. 1355, in *Mass. Giur. it.*, 1998.

va impossibile in virtù della segretezza), ma vuol dire che è sufficiente per la banca addurre elementi tali da far dubitare della serietà e precisione delle presunzioni<sup>33</sup>. La banca conserva la medesima posizione di favore probatorio che avrebbe se l'attore avesse dato la prova del fatto della cui verità si discute, con un'unica differenza, ovvero che mentre nell'un caso bisogna far dubitare della prova, nell'altro occorre far dubitare della presunzione<sup>34</sup>.

I giudici di merito hanno valutato le singole prove in modo atomistico, ovvero senza verificare il collegamento esistente tra di esse, senza tenere in debita considerazione l'orientamento della giurisprudenza della S.C., il quale stabilisce che la prova presuntiva (o indiziaria) esige che il giudice prenda in esame tutti i fatti noti emersi nel corso dell'istruzione, valutandoli tutti insieme e gli uni per mezzo degli altri. Deve ritenersi, pertanto, erroneo l'operato del giudice di merito il quale, al cospetto di plurimi indizi, li prenda in esame e li valuti singolarmente, per poi giungere alla conclusione che nessuno di essi assurga a dignità di prova<sup>35</sup>.

4. La S.C. nel cassare la sentenza impugnata rimette il giudizio innanzi alla corte di appello in diversa composizione, al fine di valutare il complessivo quadro indiziario fornito dall'attore, attraverso la prova presuntiva, nonché alla li-

---

<sup>33</sup> Nel momento in cui si nega l'idoneità del ricorso alle presunzioni, così come la deferibilità del giuramento suppletorio, in ragione delle difficoltà che incontra la banca nel fornire la prova contraria, non viene spiegato come dovrebbe fare il danneggiato a superare la *probatio diabólica*, salvo a sostenere che il problema andrebbe risolto ammettendo la validità delle clausole che limitano il risarcimento del danno anche in caso di colpa grave o addirittura di dolo della banca. Per tutti MACARIO, *op. cit.*, p. 554. La presente impostazione comporta una impossibilità assoluta per il cliente della banca di provare il danno patito; inoltre, l'istituto di credito applicando la clausola limitativa del risarcimento del danno esclude a priori la propria responsabilità in palese violazione dell'art. 1229 c.c..

<sup>34</sup> Cfr. MAJELLO, *op. cit.*, p. 211. SCODITTI, *La responsabilità della banca nel servizio delle cassette di sicurezza*, in *Danno e Resp.*, 2000, 4, 345; PAPANTI – PELLETTIER, *Cassette di sicurezza e responsabilità del banchiere*, Milano, 1988, p. 92.

<sup>35</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 9 marzo 2012, n. 3703, in *Banca dati Dejure*.

liquidazione equitativa dei danni patrimoniali dimostrati<sup>36</sup>.

La giurisprudenza ha evidenziato più volte la difficoltà di individuare un parametro certo per la liquidazione del danno patito dal titolare del servizio delle cassette di sicurezza, a seguito della perdita dei valori contenuti nelle cassette, anche perché la liquidazione equitativa, ai sensi dell'art. 1226 c.c., è possibile solo quando il danno sia certo<sup>37</sup>. Nulla esclude però, che la predetta certezza possa essere raggiunta con ogni mezzo di prova, comprese le presunzioni semplici.

La prova presuntiva e la valutazione equitativa sono istituti giuridici diversi tra di loro, in quanto il primo consente di risalire da un fatto noto ad un fatto ignoto fino a ritenere anche il secondo non soltanto vero, ma accertato nella sua verità; mentre, il secondo consiste in una stima fatta con la consapevolezza della sua possibile non rispondenza precisa al vero, in quanto non si esclude che il *quantum* stimato possa essere maggiore o minore rispetto a quello effettivo.

Il rapporto tra presunzione e liquidazione equitativa del danno, quindi non è di necessaria alternatività, ma ben può essere anche di integrazione consecutiva, rilevato che il legislatore prevede che l'esistenza del danno possa esse-

---

<sup>36</sup> L'eventuale risarcimento danni dovuto al cassetista è limitato al valore obiettivo e comprovato dall'utente dei beni danneggiati o trafugati, escludendo esplicitamente qualsiasi valore affettivo. MOLLE, *I contratti bancari*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 1981, p. 824; SARFATTI, *op. cit.*, p. 109. In merito al danno non patrimoniale derivante dal furto nelle cassette di sicurezza, la giurisprudenza ha affermato che il *pretium doloris* non può considerarsi *in re ipsa*, ma deve essere specificatamente allegato e provato. CORTE DI CASSAZIONE, 30 settembre 2009, n. 20948, in *Contr.*, 2010, p. 48.

<sup>37</sup> Cfr. CORTE DI CASSAZIONE., 13 maggio 1982, n. 3000, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1984, II, p. 32 con nota di SALANITRO, *Accesso di terzi, privi di autorizzazione scritta, a cassette di sicurezza: forma della ratifica; prova del contenuto della cassetta; responsabilità della banca*; CASTRO, *I contratti di deposito*, Torino, 2007, p. 400. Fuori dalle ipotesi di prova legale, il giudice non è vincolato nella ricerca e nella individuazione delle massime di comune esperienza. Si deve ritenere non condivisibile la scelta del giudice del merito, che non fa ricorso alla prova presuntiva, in considerazione della mancata prova dell'entità del danno, e che finisce pertanto per escludere del tutto l'esistenza stessa del pregiudizio, senza tener conto della regola secondo cui il danno, se non può essere provato nel suo preciso ammontare, è liquidato dal giudice con valutazione equitativa. Cfr. CORTE DI CASSAZIONE, 8 maggio 2012, n. 6913 (inedita, in tema di cassetta di sicurezza).

re presunta come fenomeno non soltanto effettivamente verificatosi, ma anche accertato. Il danno, di conseguenza, può essere stimato con valutazione equitativa, volta ad accertare la quantità da ritenersi più probabile in base alla comune esperienza, ma anche alle circostanze particolari del caso concreto.

Ne deriva che nell'ipotesi in cui il pregiudizio sia certo e non se ne possa determinare l'ammontare, o perché ciò risulta impossibile ovvero notevolmente difficile non esiste altra scelta se non quella di procedere alla valutazione equitativa. Altra cosa è annettere la discrezionalità alla sostanza di questa valutazione equitativa<sup>38</sup>. L'equità, come tale, è infatti un parametro dai connotati di notevole elasticità. Essa permette di mediare tra gli elementi che importerebbero un incremento delle conseguenze pregiudizievoli e quelli dai quali, al contrario, discenderebbe una diminuzione della gravità del danno. Occorre comunque precisare che il giudicante non si può limitare ad un apodittico riferimento all'equità onde giustificare una determinata soluzione, ma deve illustrare l'*iter* logico-argomentativo che, proprio in quanto supportato dall'equità, deve essere dotato di un proprio impianto argomentale. Presupposto in base al quale si può procedere alla valutazione equitativa del danno è la certezza della sussistenza di esso e la incertezza degli effetti economici negativi, cioè dell'entità del pregiudizio. L'incertezza può implicare per il danneggiato non soltanto una assoluta impossibilità, ma anche più semplicemente una notevole difficoltà nel dar conto del danno<sup>39</sup>.

**Gianfranco Liace**

*Dottore di Ricerca in Diritto degli Affari*

*Università "Luiss Guido Carli" di Roma*

---

<sup>38</sup> Cfr. RODOTÀ, *Quale equità?*, in *Politica del diritto*, 1974, p. 36.

<sup>39</sup> Cfr. BIANCA, *Diritto civile*, vol. V, Milano, 1997, p. 165.