

ANALISI GIURIDICA DELL'ECONOMIA
CONVEGNO PER IL DECENNALE

IL *RATING*:
MITO, REALTA', NARRAZIONI

PROFILI
INTERNAZIONALPRIVATISTICI
DELLA RESPONSABILITA' CIVILE
DELLE AGENZIE DI RATING

Intervento del Prof. Avv. Massimo V. Benedettelli –
Venezia 5 ottobre 2012



INDICE

- I. LA DIMENSIONE INTERNAZIONALPRIVATISTICA DELLA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING
- II. QUALIFICAZIONE INTERNAZIONALPRIVATISTICA DELLA FATTISPECIE E METODO DI COORDINAMENTO TRA ORDINAMENTI
- III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI
- IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*



I. LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE PRIVATISTICA DELLA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING

l'attività delle agenzie è strutturalmente *cross-border*, dando origine a fattispecie caratterizzate da numerosi elementi di estraneità interessanti

- l'agenzia
 - Stato di incorporazione dell'ente
 - Stato di incorporazione della controllante, rilevante ex
 - struttura oligopolistica del mercato
 - gestione accentrata dei flussi informativi
 - maggiore solidità patrimoniale
 - Stato del mercato in cui è registrato l'ente o una sua sede secondaria



I. LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE PRIVATISTICA DELLA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING

- il mercato
 - Stato ai sensi della cui legge è organizzato il mercato di quotazione del titolo oggetto di rating
 - Stato ai sensi della cui legge è organizzato il mercato di quotazione dell'emittente
 - Stato ai sensi della cui legge è organizzato il gestore del mercato
 - Stato in cui è tenuto il registro in cui è iscritto il diritto sul titolo



I. LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE PRIVATISTICA DELLA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING

- l'emittente
 - Stato di incorporazione dell'emittente
 - Stato di domicilio/residenza dei componenti degli organi amministrativi o di controllo dell'emittente o di altri soggetti sulle cui informazioni l'agenzia ha fondato il rating
- l'investitore
 - Stato di domicilio o residenza dell'investitore
 - Stato ai sensi della cui legge è organizzato il mercato nel quale l'investitore ha negoziato il titolo oggetto di rating



I. LA DIMENSIONE INTERNAZIONALE PRIVATISTICA DELLA RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE DI RATING

- altri elementi
 - Stato nel cui territorio il rating è stato diffuso
 - Stato in cui ha sede l'intermediario finanziario che ha trattato il titolo per conto dell'investitore
 - Stato la cui legge è stata scelta per disciplinare il contratto ai sensi del quale il rating è stato emesso
 - Stato alla cui giurisdizione (civile o arbitrale) le parti hanno sottoposto la soluzione di controversie derivanti dal contratto di rating o comunque a questo connesse
 - Stato in cui è stato concluso il negozio di compravendita del titolo



I. LA DIMENSIONE INTERNAZIONALPRIVATISTICA DELLA RESPONSABILITA' DELLE AGENZIE DI RATING

questa dimensione internazionalprivatistica

- aggiunge complessità al tema
- può essere fonte di opportunità dando spazio ad arbitraggi normativi, anche in una prospettiva di “concorrenza” tra mercati
- va comunque compresa per evitare discipline inefficaci o regimi imprevedibili per gli operatori

II. QUALIFICAZIONE INTERNAZIONALPRIVATISTICA DELLA FATTISPECIE E METODO DI COORDINAMENTO TRA ORDINAMENTI

incentrare il dibattito sulla natura aquiliana o contrattuale della responsabilità secondo il diritto interno è semplicistico nella misura in cui

- si dà per già risolta a favore del foro la questione della competenza giurisdizionale
- non si considerano altre possibili qualificazioni rilevanti a fini internazionalprivatistici
- non si tiene presente che il coordinamento tra ordinamenti può aver luogo con metodi diversi per funzione e struttura che possono condurre a diverse discipline

l'ordinamento italiano non è libero in punto di qualificazione, e di valutazione internazionalprivatistica della fattispecie, essendo condizionato da elementi di diritto UE

III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

apparentemente il diritto UE non offre allo stato alcuna disciplina internazionalprivatistica *ad hoc* della materia

- il Reg. 1060/2009 è silente in punto
 - considerando n. 69: *“eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating del credito per violazione delle disposizioni del presente regolamento dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile”*



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

- la Proposta COM (2011)/0361 di modifica del Reg. introduce una disposizione in tema di responsabilità, motivando che
 - i rating del credito, *anche quando non emessi a fini regolamentari*, hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento, dal che deriva la responsabilità delle agenzie di garantire il rispetto delle norme del Reg. 1060/2009 affinché i rating siano *“indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata”* (considerando n. 24)
 - in mancanza di un rapporto contrattuale tra agenzia e investitore è importante prevedere un *“adeguato diritto di ricorso agli investitori che si sono affidati a un rating del credito emesso in violazione”* del regolamento al fine di consentire che sia risarcito *“ogni danno”* per il mezzo di *“azioni di responsabilità civile”* (considerando n. 24)

III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

- la complessità della attività di rating giustifica che tale responsabilità venga fatta valere solo se le agenzie *“violano intenzionalmente o per negligenza grave”* le norme regolamentari (considerando n. 25)
- al fine di fornire agli investitori *“un diritto di ricorso effettivo”* va prevista una *“parziale inversione dell’onere della prova riguardo alla esistenza di una violazione e dell’impatto di quest’ultima sul risultato del rating ... se l’investitore ha fornito elementi sufficienti a sostegno della tesi della violazione”*, mentre rimane sull’investitore l’onere di provare il danno ed il nesso di causalità (considerando n. 26)



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

- i casi di responsabilità civile non disciplinati dal regolamento vanno disciplinati dal diritto nazionale applicabile, quale determinato in base alle “*rilevanti*” norme di diritto internazionale privato, e giudicati dalla autorità giudiziaria competente in base alle “*rilevanti*” norme di competenza giurisdizionale internazionale (considerando n. 27)



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

- la disposizione proposta (art. 35 *bis*, unica norma di un nuovo Titolo III *bis*, rubricato “*Responsabilità civile delle agenzie di rating del credito*”) prevede che
 - l’investitore che si è basato sul rating nell’acquistare uno strumento valutato può promuovere ricorso contro l’agenzia per i danni subiti quando questa abbia commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni alla disciplina regolamentare elencate nell’Allegato e tale infrazione abbia inciso sul rating
 - all’investitore spetta provare fatti dai quali si può dedurre che l’agenzia ha commesso una di tali infrazioni, mentre l’agenzia può liberarsi da responsabilità provando di non aver commesso l’infrazione o che l’infrazione non ha avuto impatto sul rating
 - accordi che escludono o limitano la responsabilità civile sono nulli e privi di effetto

III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

l'art. 35 bis è uno strumento di armonizzazione del diritto materiale, come tale

- impone agli Stati membri di prevedere la responsabilità civile delle agenzie di rating
- rinvia al diritto dei singoli Stati membri quanto alla disciplina di tale responsabilità, ammettendo la varietà di soluzioni normative su aspetti non disciplinati (prescrizione, tipo di danno risarcibile, limitazioni per concorso, responsabilità per fatto altrui, ecc.) o disciplinati solo parzialmente (ripartizione dell'onere della prova, determinazione della colpa grave, nesso di causalità)
- lascia del tutto irrisolta la questione internazionaleprivatistica (nonostante il considerando n. 27), non fornendo indicazioni su giudice competente e diritto applicabile



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

il Reg. 1060/2009 e la Proposta di modifica peraltro si limitano a disciplinare l'attività di agenzie i cui rating abbiano rilevanza regolamentare nella UE (siano cioè utilizzati da parte di istituti finanziari o altri enti regolamentati in adempimento di obblighi posti da discipline comunitarie), anche per l'incidenza che tale attività ha di riflesso sulle scelte degli investitori (considerando n. 11); resta quindi fuori dal loro ambito di applicazione, la responsabilità per

- rating emessi nell'ambito di rapporti contrattuali (con un emittente o con un investitore) e non destinati alla divulgazione al pubblico (considerando n. 19)
- rating non emessi per finalità regolamentari
- rating emessi con riguardo a strumenti non quotati su mercati regolamentati di Stati membri



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

nondimeno, il Reg. 1060/2009 e la Proposta di modifica offrono importanti elementi per la ricostruzione della disciplina internazionalprivatistica della questione nella misura in cui chiariscono che

- la disciplina delle agenzie di rating riguarda il *“funzionamento del mercati mobiliari”*, anche sotto il profilo della loro *“stabilità”* e della *“fiducia degli investitori e dei consumatori”* (Reg. 1060/2009, considerando nn. 1, 7)
- tale disciplina postula che le attività di rating siano condotte nel rispetto di principi di integrità, trasparenza, correttezza gestionale e *“responsabilità”* (Reg. 1060/2009, considerando n. 1)



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

- la responsabilità delle agenzie deve essere azionabile da parte di investitori che abbiano fatto affidamento sul rating in assenza di un vincolo contrattuale
- i poteri di vigilanza non esercitati direttamente dalla Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati sono delegati alle autorità dello Stato membro *“nel cui territorio”* i rating sono *“usati”* e che può quindi subire effetti pregiudizievoli quanto alla tutela dei propri investitori o alla stabilità del proprio sistema finanziario (art. 31)



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

in altri strumenti di armonizzazione del diritto dei mercati finanziari – la Direttiva MiFID, la Direttiva Transparency, la Direttiva Market Abuse, la Direttiva OPA – il legislatore comunitario sembra seguire un medesimo modello di coordinamento degli ordinamenti degli Stati membri

tale modello si basa sul riconoscimento di un ruolo centrale all'ordinamento dello Stato membro ai sensi della cui legge è organizzato il mercato volta a volta in rilievo (l'ordinamento della *lex mercatus*), individuato sulla base di una varietà di criteri

- “Stato membro d'origine” del mercato regolamentato
- “Stato membro d'origine” della impresa di investimento
- Stato membro in cui i titoli sono ammessi alla negoziazione



III. FRAMMENTI DI DISCIPLINA COMUNITARIA SUL COORDINAMENTO DEGLI ORDINAMENTI DEGLI STATI MEMBRI

il modello prevede

- l'attribuzione agli organi dell'ordinamento della lex mercatus di una competenza tendenzialmente esclusiva con riguardo alla disciplina di fattispecie rilevanti per il mercato mobiliare nazionale
- l'applicazione da parte di tali organi in via tendenzialmente esclusiva della lex fori, anche quando la fattispecie presenti elementi di estraneità
- il riconoscimento tendenzialmente automatico negli ordinamenti di tutti gli altri Stati membri dei provvedimenti emanati nell'esercizio di tali competenze



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

per quanto riguarda la responsabilità per violazione di obblighi di *disclosure* o di altre regole attinenti alla trasparenza dei mercati questi strumenti si limitano a prevederne l'esistenza, per poi rinviare genericamente al diritto nazionale degli Stati membri quanto alla sua disciplina

per coerenza con il modello di coordinamento tra ordinamenti imposto dal diritto UE tale rinvio va comunque interpretato come riferito *esclusivamente* al diritto dell'ordinamento della *lex mercatus* volta a volta in rilievo



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

ciò significa che sino a quando l'ordinamento UE non sarà intervenuto con proprie norme di armonizzazione, spetta all'ordinamento del mercato mobiliare interessato da una data fattispecie di responsabilità stabilire, nella sua discrezionalità, e con valutazione che dovrà poi imporsi agli altri Stati membri

- se utilizzare le norme uniformi su competenza giurisdizionale, legge applicabile e riconoscimento di sentenze straniere contenute negli strumenti comunitari a valenza internazionalprivatistica “generale” (Reg. Bruxelles I, Reg. Roma II, Reg. Roma I)
- se porre una disciplina internazionalprivatistica *ad hoc*, prevalente in virtù della sua specialità su quanto disposto da tali strumenti



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

- se adottare soluzioni intermedie, specificando con norme *ad hoc* l'applicazione che in questa materia va data ai criteri di giurisdizione e di collegamento posti da tali strumenti

in particolare, l'ordinamento dello Stato membro della *lex mercatus* potrà

- prevedere una competenza esclusiva dei propri giudici, fondata sul criterio di giurisdizione del mercato su cui sono stati negoziati i titoli oggetto del rating errato
- ammettere la competenza concorrente di altre corti, fondata su criteri di giurisdizione quali la residenza dell'investitore, il luogo in cui è stato commesso l'illecito, il luogo in cui si è prodotto il danno



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

- negare o ammettere proroghe di giurisdizione, convenzioni arbitrali o accordi sulla scelta di una legge straniera (contenuti, p.e., nell'ambito di regolamenti di mercato), anche se successivi alla consumazione dell'illecito
- prevedere l'applicazione comunque del diritto del foro, o ammettere il richiamo del diritto straniero in base a criteri obbiettivi di collegamento (quali, di nuovo, la residenza dell'investitore, il luogo in cui è stato commesso l'illecito, il luogo in cui si è prodotto il danno)
- dichiarare applicabile il regime di fori alternativi previsto dal Reg. Bruxelles I, ma specificando con una norma *ad hoc* dove vada localizzato l'"evento dannoso" (p.e., nel mercato su cui sono stati negoziati i titoli oggetto del rating errato)

IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

- dichiarare applicabile il regime conflittuale del Reg. Roma II, ma ponendo norme *ad hoc* al fine di chiarire
 - quale sia il luogo in cui si verificato il danno
 - se debba trovare comunque applicazione la legge del mercato in cui il titolo è stato negoziato quale legge che presenta un collegamento più stretto con la fattispecie
 - se debbano trovare o meno applicazione le norme speciali relative alla responsabilità da prodotto
 - in che misura la disciplina interna sia di applicazione necessaria



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

- negare riconoscimento a provvedimenti stranieri che non abbiano dato applicazione alla disciplina interna sulla responsabilità, in tutto o solo in relazione ad alcuni suoi profili

in assenza di una disciplina internazionaleprivatistica speciale posta dall'ordinamento dello Stato membro della *lex mercatus*, troverà applicazione la disciplina uniforme generale posta dal Reg. Bruxelles I e dal Reg. Roma II,

tale disciplina uniforme dovrà tuttavia essere interpretata per quanto possibile in coerenza con la centralità attribuita dal diritto UE all'ordinamento della *lex mercatus*, quindi:



IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

- ai fini della competenza giurisdizionale, lo Stato membro in cui ha avuto luogo l'evento che ha dato origine al danno ex art. 5, n. 3, Reg. Bruxelles I dovrebbe essere individuato nello Stato membro del mercato in cui è stato negoziato il titolo oggetto di rating (piuttosto che nello Stato membro in cui è registrato il titolo)
- ai fini della legge applicabile
 - dovrebbe trovare applicazione ex art. 4, par. 3, Reg. Roma II quale legge dello Stato che presenta “collegamenti manifestamente più stretti” con l'illecito la legge dello Stato membro del mercato in cui è stato negoziato il titolo oggetto, quale che sia il luogo in cui si è verificato il danno e anche quando presunto responsabile e parte lesa risiedano nello stesso Stato

IV. LA CENTRALITÀ DELL'ORDINAMENTO DELLA *LEX MERCATUS*

- non dovrebbero trovare applicazione le norme speciali sulla responsabilità da prodotto di cui all'art. 5, Reg. Roma II
- la scelta della legge di un altro Stato andrebbe ammessa ex art. 14, Reg. Roma II, nella misura in cui non pregiudica il regime di responsabilità posto dalla *lex mercatus* del quale va presunta l'imperatività
- ai fini del riconoscimento di sentenze straniere, l'eccezione di ordine pubblico dovrebbe operare ogni qual volta la decisione contrasta con il regime di responsabilità posto dalla *lex mercatus*



[Document number]

Le informazioni contenute nel presente documento non sono da considerarsi né un esame esaustivo, né un parere legale e non prescindono dalla necessità di ottenere pareri specifici in ordine alle singole fattispecie.

© Freshfields Bruckhaus Deringer LLP 2012

