

I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating

Relazione dell'Avv. Enrico Granata - Federazione delle banche, delle assicurazioni e della finanza

Convegno "Il Rating: mito, realtà, narrazioni" - 5 ottobre 2012

Le agenzie di rating nascono negli Stati Uniti ed evolvono con le trasformazioni del sistema finanziario americano del XX secolo e degli inizi di questo secolo. La loro costituzione, la struttura del business, il ruolo coperto e, in definitiva, l'importanza da esse acquisita negli anni conseguono alle risposte regolamentari adottate di volta in volta dal legislatore americano al mutato contesto economico. In virtù dell'idoneità del rating ad essere usato come strumento informativo agevole e immediato per la fissazione dei requisiti di capitale richiesti agli intermediari per operare sul mercato i giudizi espressi dalle agenzie hanno assunto rilievo crescente nella regole di vigilanza prudenziale sui soggetti del mercato finanziario fino a determinarne una sorta di "istituzionalizzazione".

Come noto il concetto di rating nasce ai primi del '900, quando John Moody elabora i primi giudizi relativi ai bond emessi dalle compagnie ferroviarie che in quel periodo guidano l'espansione dell'economia americana verso ovest. I rating vengono pubblicati su manuali appositamente redatti dalle agenzie e acquistati dagli investitori, quali principali finanziatori del mercato. Nella fase iniziale le agenzie traggono pertanto i propri ricavi dalla vendita agli

#

investitori dei giudizi formulati, stampati su supporto cartaceo, secondo un modello di business definito *investor-paid*. Le agenzie erano quindi incentivate a ottenere informazioni attendibili per rendere un buon servizio agli investitori, in quanto era dalla valutazione di questi ultimi sulla qualità del loro operato che dipendeva il loro successo, la loro reputazione e in definitiva la loro viabilità economica.

A seguito della grande crisi del '29 la normativa bancaria americana introduce un espresso rinvio al rating per valutare la composizione dei portafogli delle banche. Nel 1936 viene promulgato dalla neonata SEC (*Security and Exchange Commission*) un decreto che vieta alle banche di effettuare investimenti ritenuti di carattere “speculativo”. Vengono posti limiti all’acquisto di obbligazioni non “*investment grade*” (cioè da BBB- o Baa3 in su) secondo i giudizi di almeno due agenzie di rating. Per identificare e distinguere la natura dell’investimento, speculativo o di investimento, le banche debbono tener conto delle analisi e i giudizi contenuti nei “*recognized rating manuals*”. Con l’emarginazione di fatto delle valutazioni non riconducibili ai dettami delle (maggiori) agenzie di rating viene consacrato il lavoro delle agenzie operanti sul mercato, dando adito ad un processo di istituzionalizzazione del ruolo e contribuendo alla loro rapida e potente affermazione. Nella prima metà degli anni '70 un’ulteriore e rilevante spinta al consolidamento del ruolo delle agenzie di rating consegue al fallimento di alcune grandi imprese che funestò il mercato americano¹. La fiducia che gli investitori riponevano nel mercato risultava fortemente compromessa e gli emittenti necessitavano di uno strumento che, in via diretta e non più di riflesso per il tramite degli investitori, potesse rassicurare

#####

¹ Lo scandalo seguito al fallimento della società di trasporti Penn Central rese gli investitori più attenti al merito di credito degli emittenti e indusse questi ultimi a incaricare direttamente le agenzie di rating per far “certificare” l’affidabilità degli strumenti finanziari emessi, affinché fossero in questo modo più facilmente collocabili sui mercati.

#

#

il pubblico in merito all' affidabilità delle emissioni di strumenti di debito, certificandone la stabilità e il merito di credito dell'emittente. Le agenzie di rating, dal canto loro, accettarono di buon grado la diversa impostazione del modello di business fino ad allora invalso, dal momento che il modello *investor paid* era progressivamente divenuto meno redditizio, anche a causa del costo sempre più contenuto delle riproduzioni dei giudizi.

Solo le agenzie operanti in un contesto meramente nazionale continuarono, seppur in parte, a seguire il tradizionale modello *investor paid*, mentre le grandi agenzie globali passarono quasi esclusivamente al sistema improntato sulla remunerazione a carico dell'emittente.

Si affermò così il modello *issuer-paid*, in cui è l'emittente che remunera l'agenzia per farsi certificare tramite il rating il proprio merito di credito o il livello di rischiosità degli strumenti finanziari da collocare.

Come appare evidente, il nuovo modello di business è suscettibile di dar luogo a situazioni di potenziali conflitti di interessi, giacchè il controllore, la cui attività deve essere improntata ad emettere un giudizio il più imparziale ed affidabile possibile, è remunerato dal controllato che ha invece interesse ad ottenere un giudizio elevato.

Nel 1975 viene introdotta dal legislatore statunitense la figura della *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO): solo le società con specifici requisiti potevano essere identificate come NRSRO e, di conseguenza, effettuare analisi ed emettere rating che le autorità stesse avrebbero considerato come rilevanti ai fini regolamentari. Può dirsi quindi che le NRSRO non fornissero solo uno strumento informativo agli investitori o uno strumento di certificazione agli emittenti ma, in sostanza, un trattamento

#

#

regolamentare (*regulatory license*) a chi intendeva rivolgersi al mercato quale emittente (e in misura, decrescente, quale investitore), trattamento che ne condizionava, a seconda dei casi, l'accesso o le scelte. Se già in precedenza il possesso di un rating elevato era consigliabile per garantire un migliore collocamento degli strumenti finanziari emessi sul mercato, nel momento in cui era divenuto legislativamente richiesto, la sua assenza comportava la concreta impossibilità di negoziare e di detenere tale strumento in portafoglio, se non a gravose condizioni.

Divenuta sostanzialmente indispensabile l'attribuzione del rating, il ruolo delle agenzie crebbe a dismisura. A ciò si aggiunga la leadership di un numero ristretto agenzie, esistenti fin dalle origini, agevolata dalla natura del mercato del rating che presentava barriere all'ingresso difficilmente superabili per un nuovo entrante. Infatti, la normativa della SEC che riservava in via esclusiva alle NRSRO l'emissione dei rating validi a fini regolamentari, non predisponendo alcun tipo di procedimento finalizzato ad ottenere tale status e si limitava a riconoscere con provvedimenti specifici le tre maggiori agenzie operanti nel mercato (che ieri come oggi erano Moody's, Standards & Poor's, Fitch) come NRSRO².

#####

²Per completare il quadro va aggiunto che le agenzie sono state fino ad oggi pressoché immuni ad ogni forma di responsabilità derivante da giudizi rivelatisi poi errati, in quanto, in caso di domande risarcitorie da parte di investitori che vi avevano fatto affidamento o da soggetti danneggiati dall'attribuzione di un rating inopinatamente basso, ha fatto premio l'assunto che i rating non costituiscono raccomandazioni ad acquistare, bensì mere opinioni, assimilabili quindi a quelle espresse dalla stampa finanziaria e di conseguenza protette dal Primo Emendamento della Costituzione americana che tutela la libertà di espressione.

#

#

1. Conflitti di interesse: fattori critici

Una cruciale problematica è legata ai potenziali conflitti di interesse che minano l'indipendenza e l'obiettività dell'industria del rating e che quindi in questo contesto vanno prevenuti, individuati, gestiti.

1) Struttura di remunerazione

La più immediata fonte di potenziali conflitti di interessi è costituita dalle struttura di pagamento. Come visto, la maggior parte delle agenzie riceve la maggior parte dei ricavi dagli emittenti cui fornisce il rating e con cui, di norma, stabilisce delle relazioni durature: il rischio evidente è che l'agenzia, pur di continuare a emettere il rating di un determinato emittente, possa non valutarne correttamente il rischio di credito laddove una corretta valutazione potrebbe portare a un livello di rating inferiore a quello desiderato o necessitato dall'emittente stesso. Il rischio è che l'agenzia sia indotta a concedere un rating più elevato di quello corretto per evitare che l'emittente faccia ricorso ad altre agenzie (*rating shopping*). Inoltre, la possibilità per l'emittente di chiedere il rating a più di un'agenzia alla ricerca di quello più elevato può implicare che il mercato conosca solo il rating più ottimistico³.

All'indomani della crisi *sub-prime*, è opinione diffusa che i potenziali conflitti di interesse siano particolarmente insidiosi quando è attribuito un rating a transazioni di finanza strutturata, data anche l'ampiezza del volume degli scambi. Come per i rating "tradizionali", le agenzie che attribuiscono il rating ai prodotti di finanza strutturata ricevono la maggior parte dei ricavi dagli

#####

³ Come noto le agenzie possono emettere anche rating *unsolicited*. E' interessante osservare che l'evidenza empirica dimostra che i rating di tipo *unsolicited* sono più bassi di quelli *solicited*. #

#

emittenti dei prodotti (senza trascurare le banche di investimento sottoscrittrici). Anche in questo settore di operatività si è quindi paventato il rischio che le agenzie possano essere meno propense a usare in maniera appropriata assunzioni equilibrate nel processo di attribuzione del rating per mantenere il flusso di transazioni e il business che ne consegue.

Va detto peraltro che anche il modello *investor-pay* non è immune da profili potenzialmente conflittuali, considerato che, in definitiva, il valore dei titoli posseduti o lo stato di *compliance* dei sottoscrittori dipende dal rating dei titoli oggetto di investimento.

2) Struttura proprietaria

Un ulteriore profilo attiene alla struttura azionaria delle agenzie. Si pensi al caso in cui l'agenzia valuti i propri azionisti così come quello in cui gli azionisti di un'agenzia detengano o investano in prodotti valutati dalla stessa agenzia che controllano o quello in cui lo stesso gruppo di investitori ha partecipazioni significative in una pluralità di agenzie. Si osserva inoltre che le agenzie di rating hanno a loro volta partecipazioni strategiche di investitori internazionali e fondi.

3) Partecipazione alla strutturazione di strumenti finanziari

Un ulteriore profilo attiene alla prestazione di servizi di consulenza, in particolare nell'area della finanza strutturata, laddove l'agenzia, oltre ad assegnare il rating, funga al tempo stesso da consulente nella strutturazione dell'operazione stessa.

4) Attività e relazioni dei dipendenti

#

#

Altre situazioni attengono alla posizione degli analisti/dipendenti delle agenzie di rating ai causa dei legami con la società valutata. Ad esempio laddove i dipendenti di una agenzia di rating che possiedano titoli o strumenti di mercato di emittenti o debitori valutati dall'agenzia stessa; occupino posizioni di rilievo presso il soggetto valutato; intrattengano rapporti commerciale o di altra natura con l'entità valutata al di là di quelli derivanti dal normale svolgimento dell'attività connessa alla valutazione; abbiano il loro compenso parzialmente o integralmente determinato in funzione delle commissioni pagate per i rating dall'entità valutata⁴.

I profili di potenziale conflitto di interesse si inseriscono in un contesto caratterizzato da un livello di concorrenza assai contenuto. Sebbene esistano circa 150 agenzie di rating in tutto il mondo, il mercato è caratterizzato dalla dominanza di poche agenzie ben capitalizzate e pioneristiche nel settore della valutazione del merito di credito: Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

2. Le agenzie di rating nell'evoluzione della legislazione USA

Come sopra detto, negli anni '70 iniziò il processo di "istituzionalizzazione" delle agenzie di rating e la loro sottoposizione in modo stringente alla vigilanza della SEC. Nel 1975, tramite la *rule 15c3-1*, la SEC connesse i requisiti di capitale richiesti ai *broker-dealer* alla rischiosità dei bond da essi detenuti in portafoglio che veniva determinata in base al rating ad essi attribuito. La SEC quindi introdusse contestualmente nella regolazione finanziaria statunitense la figura di *Nationally Recognized Statistical Rating*

#####

⁴ Un'indagine condotta dalla SEC nel 2008 rileva che è abbastanza usuale che il *senior analyst* discuta con l'emittente delle commissioni insieme alla metodologia da utilizzare nella determinazione del rating e del suo livello.

#

#

Organizations (NRSRO) che ancora oggi identifica le agenzie autorizzate ad emettere rating utilizzabili dagli intermediari ai fini della *compliance* con la legislazione finanziaria. Il legislatore americano si rese conto delle possibili implicazioni di tale struttura all'indomani dei *default* che interessarono nei primi anni 2000 alcune importanti imprese, quando il ruolo delle agenzie era già esponenzialmente cresciuto. In tale occasione si notò come tutte le agenzie di rating avessero mantenuto inalterato il proprio giudizio positivo sulle società fallite fino all'epoca immediatamente precedente alla dichiarazione di insolvenza. Ciò indusse ad un generale ripensamento della normativa in materia e all'abbandono della prevalente *deregulation* che fino ad allora aveva interessato il settore, cui, paradossalmente, si affiancava una funzione saliente nella stessa regolamentazione finanziaria.

Dopo gli scandali finanziari del 2001-2002 il Congresso americano aprì un'inchiesta che riguardava, fra l'altro, il ruolo delle agenzie di rating. Nel 2002 venne emanato il *Sarbanes-Oxley Act* con cui venivano introdotte incisive riforme nella regolamentazione finanziaria e societaria. Il provvedimento non conteneva norme riferite esplicitamente alle agenzie di rating, ma richiedeva alla SEC di analizzarne il ruolo e il funzionamento nei mercati finanziari. In seguito, sulla base di ricerche, pareri e commenti di esperti del settore, la SEC propose una regolamentazione per meglio dettagliare il procedimento che porta al riconoscimento delle agenzie come NRSRO. Nel frattempo la stessa SEC era giunta alla consapevolezza che fosse necessaria una maggior regolamentazione del settore del rating ponendo le premesse per l'emanazione, nel 2006, del *Credit Rating Agency Reform Act*.

#

#

L'obiettivo era di creare un'architettura di regole che rendesse il settore più trasparente, più competitivo, meno soggetto ai conflitti di interesse, evitando, per quanto possibile, le criticità evidenziate nelle precedenti esperienze e strutturando modalità operative che permettessero alle agenzie di rating di gestire al meglio tali criticità. Il contenuto di tale disciplina e della relativa normativa di attuazione, piuttosto ampio e innovativo, puntualizzava i contenuti dell'attività di *credit rating*, e consolidava i poteri di vigilanza della SEC in materia sia di carattere regolamentare sia di carattere informativo. La normativa, integrata da diverse *rules* emanate dalla SEC nel giugno 2007, riformava anche il sistema di registrazione delle agenzie muovendosi sostanzialmente in due direzioni: da un lato, dettagliando ulteriormente le fasi dalla procedura e gli adempimenti utili ad ottenere la qualifica di NRSRO e a conservare tale status; dall'altro, soffermandosi sui possibili abusi che possono prodursi nell'esercizio dell'attività di rating ed enucleando una serie di disposizioni volte a tutelare i soggetti con cui le NRSRO vengono a contatto.

Tra le questioni disciplinate dalla SEC si segnalano le previsioni in materia di conflitto di interessi, di cui alla *rule 17g-5* rubricata "*Conflict of Interest*". Vengono ivi indicate una serie di condotte che possono configurare un potenziale conflitto in capo ai soggetti che svolgono un'attività lavorativa alle dipendenze delle agenzie di rating e vengono elencati una serie di principi di lealtà e trasparenza comportamentali cui la NRSRO deve attenersi. La *rule* classifica le ipotesi di conflitto secondo due tipologie: la prima che comprende le situazioni sanabili, la seconda quelle vietate. È richiesto che esse siano tempestivamente divulgate e che l'agenzia predisponga una normativa interna, comunicata alla SEC, che disciplini procedure e sistemi di

#

#

enforcement per gestire la situazione di conflitto. Accanto a queste ipotesi sono previste dalla medesima *rule* i casi di conflitto non sanabili in quanto idonei a instaurare tra agenzia e cliente una dipendenza economica eccessivamente stretta e in grado di elidere l'imparzialità di giudizio dell'agenzia. Rientrano in tale categoria le ipotesi in cui l'emittente che commissiona il rating rappresenti la fonte di più del 10% dei ricavi annuali dell'agenzia, quelle in cui la persona fisica responsabile del rating ricopra incarichi presso l'ente oggetto della valutazione o i casi in cui sia sottoposto al rating un soggetto facente parte del medesimo gruppo societario cui appartiene anche l'agenzia medesima. E' inoltre vietate l'uso scorretto dei cosiddetti *unsolicited ratings*, ossia dei rating che vengono attribuiti senza che l'emittente li abbia commissionati. Questa tipologia di giudizi, non esposta apparentemente a situazioni conflittuali e quindi in astratto maggiormente affidabile, può diventare un indiretto strumento di pressione nei confronti dell'emittente che vi è sottoposto, come nel caso in cui l'agenzia facesse pervenire in via confidenziale all'emittente un primo *rating* non richiesto basso, profilandone la divulgazione qualora questi non si servisse dei servizi di consulenza accessori offerti dall'agenzia o commissionasse un rating a pagamento, che sarebbe presumibilmente più elevato. Le ipotesi vietate comportano per l'agenzia l'irrogazione di sanzioni ad opera della SEC, che variano da semplici censure formali alla sospensione di alcune attività da parte delle agenzie fino alla revoca della registrazione come NRSRO, che di fatto comporta l'espulsione dal mercato del rating.

La legislazione statunitense si è mossa quindi nella direzione di contrasto ai conflitti di interesse delle agenzie, secondo una logica di *disclosure* o di proibizione assoluta rafforzando l'autorità della SEC in sede di supervisione.

#

#

In risposta alla crisi finanziaria, nel febbraio 2009, la SEC ha adottato una serie di misure per aumentare la trasparenza delle metodologie delle agenzie di rating e proibire comportamenti forieri di potenziali conflitti di interesse, incrementare gli obblighi pubblicitari da parte delle agenzie per agevolare il ruolo di regolamentazione e supervisione spettante alla SEC.

Viene così previsto il divieto per l'agenzia di fornire servizi di consulenza alla stessa impresa a cui assegna il rating e si rafforza la gestione dei conflitti in relazione a quelli derivanti dalla modalità di pagamento delle commissioni. È così previsto che siano pubblicate le commissioni pagate dall'emittente in ciascun report di rating, anche nei due anni precedenti. Se un dipendente di un'agenzia viene assunto dallo stesso emittente al quale ha attribuito un rating nell'anno precedente, all'agenzia è richiesto di effettuare una revisione del rating di quell'emittente per determinare l'esistenza di un qualsiasi conflitto di interesse che possa aver influenzato il rating e, nel caso, procedere alla modifica del rating. E' richiesta alle agenzie la pubblicazione di un rating preliminare per ridurre il *rating shopping*, la pubblicazione in termini sia qualitativi sia quantitativi del rischio misurato dal rating, l'adozione di simboli specifici per i rating dei prodotti di finanza strutturata. Alle agenzie è richiesto inoltre di fornire una panoramica ad ampio raggio del rischio sottostante a ciascuno strumento al quale è attribuito al rating.

Poiché i prodotti di finanza strutturata sono particolarmente complessi e richiedono informazioni più dettagliate da analizzare, si creano le premesse per l'emanazione di più rating su tale tipologia di prodotti. È richiesto perciò all'emittente di mettere a disposizione delle altre agenzie le stesse

#

#

informazioni che fornisce all'agenzia alla quale richiede il rating per far sì che possano fornire un'ulteriore e indipendente analisi al mercato.

Nel 2010 la legge *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* ha riformato in profondità il sistema finanziario USA ed in tale contesto ha affrontato nuovamente il tema del rating. La legge prevede la progressiva eliminazione di tutti i riferimenti ai rating nelle regolamentazioni delle agenzie di vigilanza. In attuazione di questo principio, la SEC ha recentemente eliminato l'esenzione che consentiva alle società quotate di comunicare informazioni privilegiate alle agenzie di rating. È stato richiesto alla SEC di svolgere uno studio sull'indipendenza e sui conflitti di interesse delle agenzie di rating. In particolare, l'art. 939f del Dodd-Frank Act prevede che la SEC analizzi il processo di rating relativo ai prodotti di finanza strutturata e il conflitto fra i modelli *issuer-pays* e *subscriber-pays*, nonché la fattibilità di un sistema in cui il compito di formulare rating su prodotti di finanza strutturata è attribuito all'agenzia di rating di volta in volta prescelta da un apposito organismo pubblico o privato. Di fatto, quindi, il Dodd-Frank Act interviene nuovamente nella materia dei conflitti di interesse nelle attività delle agenzie di rating affidando all'esito di successivi approfondimenti eventuali ulteriori iniziative legislative a riguardo.

3. La regolamentazione europea in essere

Fino a tempi estremamente recenti la regolazione comunitaria in materia di rating era limitata a qualche marginale e isolato richiamo in direttive disciplinanti alcuni aspetti del mercato finanziario e nonché a quanto contenuto nella specifica normativa che ha introdotto nell'ordinamento

#

#

comunitario europeo degli accordi di Basilea. In particolare la direttiva 2006/48/CE si limitava a recepire la disciplina dettata per le *External Credit Assessment Institutions* (ECAI), ossia per le agenzie autorizzate ad emettere valutazioni affini ai rating, utilizzate dalle banche che avessero optato per lo *Standardised Approach* nella ponderazione delle proprie esposizioni al rischio ai fini della quantificazione dei requisiti di capitale.

Nell'ottobre del 2007, con l'Ecofin Roadmap, i ministri delle finanze dei paesi dell'Unione convenivano una serie di linee di azione volte a superare la crisi, ivi includendo la verifica del ruolo giocato a proposito dalle agenzie di rating facendo luce su criticità ed eventuali carenze.

Il Consiglio europeo, nelle riunioni del 20 giugno e del 16 ottobre 2008, richiamava l'attenzione sulla necessità di rafforzare la regolamentazione sulle agenzie e sulla loro supervisione a livello europeo alla luce della necessità di ristabilire la fiducia nel corretto funzionamento dei mercati finanziari.

In seguito alla crisi finanziaria del 2008 il legislatore europeo valutava il vuoto normativo concernente le agenzie come fonte di ricadute dannose per il mercato, in quanto nella migliore delle ipotesi aveva l'effetto di estendere di fatto al mercato europeo la regolazione americana, nella peggiore consentiva alle agenzie di operare proficuamente nel territorio comunitario giovandosi di un sostanziale regime di *deregulation*.

Nel dettare per la prima volta una disciplina in materia, il regolatore europeo doveva affrontare i medesimi problemi con i quali si era dovuto cimentare nel tempo il regolatore americano, ossia le questioni relative all'accesso al mercato del rating, ai conflitti di interesse e al ruolo regolamentare attribuito alle agenzie. Il contesto ordinamentale in cui la normativa prefigurata avrebbe

#

#

dovuto dispiegare i propri effetti era diverso da quello americano, in cui non convivono una pluralità di tradizioni giuridiche come nel caso degli stati membri europei e in cui le competenze legislative statali si fanno da parte in materia finanziaria a favore di una riserva di legge federale pressoché assoluta. Al fine di evitare problemi di coordinamento e di *forum shopping* tra regimi normativi potenzialmente confliggenti, si decideva pertanto di disciplinare la materia tramite un regolamento, dettando così una disciplina immediatamente applicabile in tutto il territorio comunitario, sottratta alla discrezionalità e ai ritardi che spesso hanno caratterizzato il recepimento, da parte degli stati membri, delle normative finanziarie emanate con lo strumento della direttiva.

Il Regolamento CE n. 1060/2009 del 16 settembre 2009 (CRA 1) costituisce la prima compiuta disciplina comunitaria sulle agenzie di rating alle quali è stato richiesto di soddisfare standard elevati in termini di integrità, qualità e trasparenza in un quadro di supervisione pubblica. Il CRA 1 detta una disciplina incisiva mirando a rafforzare le regole sulle agenzie nell'ottica di ripristinare la fiducia ed il buon funzionamento dei mercati finanziari. È previsto l'obbligo per le agenzie di rating che operano nell'Unione Europea di presentare domanda di registrazione presso il CESR (*Committee of European Securities Regulators*), di rispettare una serie di criteri nell'obiettivo di garantire che i rating non siano condizionati da conflitti di interesse, assicurando una elevata qualità del rating in un contesto trasparente⁵.

#####

⁵ Secondo il considerando 27 "È opportuno che le agenzie di rating del credito evitino situazioni di conflitto di interesse e gestiscano tali conflitti adeguatamente quando essi sono inevitabili, in modo da garantire la propria indipendenza. È opportuno che le agenzie di rating del credito rendano pubblici i conflitti di interesse in modo tempestivo. È opportuno altresì che esse conservino la documentazione di tutti i fattori che minacciano l'indipendenza dell'agenzia e dei suoi dipendenti e di altre persone partecipanti al procedimento di rating, nonché di tutte le misure di salvaguardia applicate per attenuarli".

#

CRA 1

Il regolamento contrasta e previene l'insorgere di situazioni di rischio tramite la previsione di requisiti organizzativi e operativi ai quali l'agenzia registrata ha il dovere di attenersi costantemente⁶. La prima tipologia di requisiti interessa il governo societario dell'agenzia. In base a tale disciplina, il consiglio di amministrazione deve essere composto al suo interno da almeno un terzo di membri indipendenti (in numero minimo di due) che non partecipano alle attività di *rating*, non sono retribuiti secondo i risultati economici dell'agenzia, possono rimanere in carica per al massimo cinque anni senza la possibilità di alcun rinnovo e non possono essere rimossi dal loro incarico se non in caso di condotta scorretta o scarso rendimento professionale. Agli amministratori indipendenti spetta il compito di esercitare regolarmente un controllo sullo sviluppo delle politiche di rating e sulle metodologie usate dalle agenzie. Affinché tali mansioni possano essere svolte in modo proficuo, la normativa impone che all'interno dell'agenzia siano istituiti un dipartimento con funzioni di controllo sulla conformità alla normativa vigente (c.d. *compliance function*) e una divisione di revisione (*review function*), mettendo l'operato di entrambe a disposizione degli amministratori indipendenti. Il dipartimento addetto alla *compliance* - totalmente estraneo alle attività di *rating* e non retribuito in base ai risultati economici dell'agenzia - si occupa del controllo sull'adeguatezza e l'efficacia delle procedure interne volte a garantire il rispetto della normativa prevista dal regolamento, mentre la funzione di revisione è addetta al controllo periodico sulle metodologie e i modelli

#####

⁶ Disposizioni in materia di analisti di rating e di altre persone che partecipano direttamente alle attività di rating del credito, Allegato I, sez. A e B.

#

matematici impiegati nell'emissione dei giudizi e risponde del proprio operato unicamente ai membri indipendenti del consiglio di amministrazione.

Nell'allegato al regolamento, concernente i requisiti operativi, è prevista una serie di ipotesi vietate in quanto integranti il conflitto di interesse. La regolazione europea non sembra quindi discostarsi eccessivamente dall'approccio statunitense. Infatti essa propone una serie di divieti corredati da un generale dovere in capo all'agenzia di provvedere alla identificazione, alla comunicazione e alla gestione, tramite apposite procedure, di qualsiasi situazione capace di configurare un conflitto di interessi. I divieti posti - rinvenibili anche nel contesto americano - concernono i casi in cui l'agenzia possiede strumenti finanziari dell'ente oggetto del rating o può vantare direttamente o indirettamente qualsiasi altro diritto di proprietà nei suoi confronti; i casi in cui il *rating* concerne un soggetto legato all'agenzia da un rapporto di controllo; infine i casi in cui i dipendenti coinvolti nell'emissione del rating rivestono cariche nell'ente sottoposto a valutazione o più genericamente intrattengono con esso relazioni che potrebbero generare conflitti di interesse. La disciplina in tema di conflitti di interesse concerne anche la prestazione di servizi accessori. Il regolamento opta per un approccio restrittivo, proibendo ad un'agenzia di offrire ai soggetti sottoposti ai suoi *rating* qualsiasi servizio di consulenza relativo alla loro struttura societaria o giuridica e alla gestione dei loro *asset* patrimoniali. I servizi che l'agenzia può invece prestare sono espressamente elencati e consistono nella predisposizione di previsioni di mercato, di valutazioni di trend economici e di analisi dei prezzi e di dati.

#

Inoltre è prevista una serie di limiti imposti agli analisti addetti alla predisposizione del rating, al fine di garantirne l'indipendenza e l'obiettività del lavoro⁷. Oltre a riproporre la previsione di derivazione statunitense di un *chinese wall* tra analisti che lavorano al *rating* e personale che negozia il compenso col cliente, la normativa introduce anche dei limiti temporali volti ad introdurre un meccanismo di rotazione tra gli analisti che impedisca l'instaurazione tra questi e l'ente valutato di relazioni di lungo corso caratterizzate da un elevato rischio di collusione. Quindi, a seconda della centralità delle proprie mansioni nella predisposizione del rating, un singolo analista potrà offrire i propri servizi a favore del medesimo ente valutato per un massimo di quattro, cinque o sette anni, al termine dei quali sarà tenuto ad astenersi per un periodo pari a due anni, prima di potere nuovamente intrattenere relazioni lavorative col medesimo soggetto.

Appare un fattore di debolezza della normativa, il fatto che in sede comunitaria non si sia provveduto a specificare in modo preciso e unitario le sanzioni a presidio delle prescrizioni poste dal regolamento. Infatti la normativa indica in via generale una serie di misure aventi carattere sanzionatorio irrogabili all'agenzia che non ottemperi agli obblighi discendenti dal regolamento, affini a quelle previste in USA, ma contemporaneamente demanda la loro definitiva specificazione agli stati membri, limitandosi a statuire che esse debbano essere efficaci, proporzionate e dissuasive⁸.

#####

⁷ Allegato I, sez. C.

⁸ Secondo il considerando 66 "Gli Stati membri dovrebbero stabilire norme relative alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni del presente regolamento e garantirne l'attuazione. Tali sanzioni dovrebbero essere efficaci, proporzionate e dissuasive e riguardare

#

Al Regolamento n. 1060/2009 (CRA 1) è seguito il Regolamento UE n. 513/2011 dell'11 maggio 2011 (CRA 2) che ha introdotto importanti modifiche al precedente regolamento, nel contesto di un più ampio sforzo normativo mirato a rafforzare il sistema finanziario e a prevenire il ripetersi di nuove crisi. Tra le più importanti novità vi è la centralizzazione dei compiti di supervisione nella nuova Autorità europea di vigilanza per gli strumenti finanziari e i mercati (ESMA), che sostituisce il CESR nella nuova architettura europea di vigilanza finanziaria. Con il CRA 2 sono affidati all'ESMA poteri esclusivi di supervisione sulle agenzie di rating registrate nell'Unione Europea, inclusi poteri di richiedere informazioni, di svolgere indagini ed effettuare ispezioni.

4. La regolamentazione europea in fieri

I vigenti regolamenti comunitari (CRA 1 e CRA 2) non hanno tuttavia affrontato in misura sufficiente una serie di questioni inerenti alle attività di rating del credito e all'uso dei rating. Si tratta, in particolare, degli aspetti inerenti al rischio di eccessivo affidamento ai rating da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, all'elevato grado di concentrazione nel mercato del rating, alla responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, ai conflitti d'interesse derivanti dal modello *issuer-pays* e dalla struttura azionaria delle agenzie di rating.

Il complesso delle previsioni dettate dai regolamenti in essere quindi si è rivelata insufficiente sotto diversi profili, tanto che la Commissione Europea

quanto meno i casi di grave scorrettezza professionale e omissione di diligenza dovuta. Gli Stati membri dovrebbero avere la possibilità di irrogare sanzioni amministrative o penali. Il CESR dovrebbe definire linee guida sulla convergenza delle prassi inerenti a siffatte sanzioni?.

#

#

ha avviato, a soli due anni di distanza dal primo regolamento, una consultazione pubblica al fine di modificare l'attuale disciplina. L'obiettivo di garantire l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e di rilevare, gestire e, nel limite del possibile, evitare ogni tipo di potenziale conflitto d'interesse è già alla base di diverse disposizioni dei regolamenti citati, tuttavia la Commissione rileva come le agenzie di rating del credito non siano ancora percepite come sufficientemente indipendenti. La scelta e la remunerazione delle agenzie di rating del credito da parte dell'entità valutata (modello *issuer-pays*) comportano intrinsecamente il rischio di potenziali conflitti di interesse affrontati in maniera insoddisfacente dalla normativa vigente. Le relazioni tra gli azionisti di agenzie di rating e le entità valutate possono generare conflitti di interesse non considerati a sufficienza dalla normativa in vigore. Di conseguenza, i rating del credito emessi secondo il modello *issuer-pays* potrebbero essere percepiti come orientati verso gli interessi dell'emittente piuttosto che volti a fornire informazioni necessarie all'investitore.

La nuova proposta di regolamento (CRA 3) formulata dalla Commissione Europea⁹ risponde all'esigenza di approfondire alcune problematiche e di formulare proposte legislative atte a definire meglio gli obblighi di trasparenza a carico degli emittenti di strumenti finanziari oggetto di rating in funzione del pubblico interesse e della tutela degli investitori, come previsto dal CRA

#####

⁹ Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il regolamento 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito, pubblicata il 15 novembre 2011. Contestualmente alla presentazione della proposta di regolamento la Commissione ha presentato altresì una proposta di direttiva concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito.

#

#

2, ed è rafforzata da quanto è accaduto recentemente¹⁰. Essa ha l'obiettivo generale di contribuire a ridurre i rischi per la stabilità finanziaria, nonché di ripristinare la fiducia degli investitori e degli altri partecipanti ai mercati nei mercati finanziari stessi e nella qualità dei rating. In particolare il CRA 3 affronta temi riguardanti l'eccessivo affidamento sui rating del credito da parte degli operatori del mercato finanziario e delle Autorità di vigilanza, l'elevato grado di concentrazione del settore, la responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti degli investitori, i conflitti d'interesse connessi nel modello *issuer-pays* e la struttura azionaria delle stesse agenzie. Inoltre, la Commissione ha ritenuto necessario intervenire anche in materia di rating sui debiti sovrani, non trattati in maniera specifica nell'attuale regolamentazione.

Per quanto riguarda l'indipendenza delle agenzie di rating, nella proposta legislativa di novembre scorso la Commissione ha ritenuto fondamentale rafforzare le previsioni in materia, al fine di aumentare il livello di credibilità dei rating emessi nel quadro dell'attuale modello di business. Il mercato dei rating del credito indica che, tradizionalmente, le agenzie di rating del credito e le entità valutate intrattengono rapporti d'affari duraturi. Ciò comporta un rischio di eccessiva familiarità, con il rischio che l'agenzia di rating del credito possa diventare troppo accondiscendente verso gli interessi dell'entità valutata. In sostanza, con il passare del tempo l'imparzialità delle agenzie di rating del credito nel tempo potrebbe essere compromessa. Al fine di mantenere le relazioni d'affari con un dato emittente, le agenzie di rating del credito da esso incaricate e retribuite potrebbero essere incentivate ad

#####

¹⁰ Per una visione di dettaglio del contesto normativo e più in generale delle iniziative istituzionali in cui si colloca la proposta cfr. Appendice 1.

#

#

emettere rating più favorevoli nei suoi confronti o nei confronti dei suoi strumenti di debito. Peraltro, anche gli emittenti traggono vantaggi da una relazione di lunga durata, a causa del cosiddetto effetto *lock-in*, per cui l'emittente non modifica l'agenzia di rating del credito perchè ciò potrebbe destare preoccupazioni negli investitori circa il merito di credito dell'emittente.

Secondo la proposta della Commissione, una risposta strutturale in grado di produrre un impatto più incisivo, rispetto alla rotazione all'interno dei team di analisti e dei comitati di rating, consisterebbe nel limitare il periodo durante il quale un'agenzia di rating del credito può emettere in via continuativa dei rating sullo stesso emittente o sui suoi strumenti di debito. La determinazione di una durata massima della relazione d'affari tra l'emittente valutato, o i cui strumenti di debito sono oggetto di rating, e l'agenzia di rating del credito dovrebbe garantire la tenuta della qualità del rating. Inoltre, l'obbligo di rotazione delle agenzie di rating del credito servirebbe anche a contrastare efficacemente l'effetto *lock-in*. Infine, la rotazione delle agenzie di rating del credito produrrebbe, secondo la Commissione, effetti positivi sul mercato del rating agevolandone l'apertura a nuovi operatori e offrendo alle agenzie di rating l'opportunità di estendere le proprie attività in nuovi settori. La rotazione a intervalli regolari delle agenzie di rating che emettono rating del credito su un emittente o sui suoi strumenti di debito comporterebbe una maggiore varietà di valutazioni del merito di credito dell'emittente che sceglie e remunera l'agenzia di rating del credito. Opinioni, prospettive e metodologie varie e differenti di diverse agenzie di rating del credito dovrebbero condurre a rating più vari e, in ultima analisi, migliorare la valutazione del merito di credito dell'emittente. Secondo la Commissione, è

#

#

necessario che la durata massima della relazione d'affari tra l'agenzia di rating del credito e l'emittente che la remunera sia tale da garantire costantemente valutazioni oggettive del merito di credito degli emittenti. Considerata anche la necessità di garantire una certa continuità ai rating, è proposto nella nuova disciplina un periodo di tre anni quale tetto massimo di durata della relazione con l'emittente. Il rischio di conflitto di interessi aumenta in situazioni in cui l'agenzia di rating del credito emette di frequente rating sugli strumenti di debito del medesimo emittente in un periodo di tempo breve. In tali casi, la Commissione ritiene opportuno che la durata massima della relazione d'affari sia più breve e che si interrompa dopo che l'agenzia di rating ha valutato dieci strumenti di debito dello stesso emittente. Tuttavia, al fine di evitare di imporre un onere sproporzionato agli emittenti e alle agenzie di rating del credito, è ammesso che non si disponga nessun cambio di agenzia di rating nei primi dodici mesi della relazione d'affari. Se un emittente incarica più di un'agenzia di rating del credito, sia nel caso in cui sia tenuto a farlo in quanto emittente di strumenti finanziari strutturati, sia su base volontaria, si ritiene sufficiente che i rigorosi periodi di rotazione si applichino solamente a una delle agenzie di rating del credito. Tuttavia, in questo caso è opportuno che la relazione d'affari tra l'emittente e le restanti agenzie di rating non si protragga oltre i sei anni.

Secondo la Commissione, tali disposizioni non raggiungerebbero gli obiettivi perseguiti se l'agenzia di rating uscente fosse autorizzata a fornire nuovamente servizi di rating al medesimo emittente entro un arco di tempo eccessivamente breve. Viene pertanto previsto un intervallo temporale entro il quale tali agenzie di rating del credito non possono accettare di fornire servizi di rating allo stesso emittente. È previsto che tale periodo di *cooling off*

#

#

sia determinato in maniera tale da evitare che un emittente si accordi con due sole agenzie di rating che si alternino costantemente, visto che ciò potrebbe lasciare invariato il rischio di eccessiva familiarità. Il periodo in cui l'agenzia di rating del credito uscente non potrà fornire servizi di rating a tale emittente è pertanto fissato di norma a quattro anni. La durata massima della relazione d'affari con un'agenzia di rating del credito e la necessità di ricorso a più di un'agenzia di rating del credito possono rappresentare una restrizione della libertà d'impresa. Tuttavia, secondo la Commissione, tale restrizione è necessaria per motivi di interesse pubblico, considerato le criticità potenziali che derivano dalla convivenza del modello *issuer-pays* con la necessaria indipendenza delle agenzie di rating del credito volta a garantire rating del credito non condizionati che possano essere utilizzati dagli investitori a fini regolamentari¹¹.

Il cambiamento dell'agenzia di rating del credito aumenta inevitabilmente il rischio di perdita delle informazioni acquisite dall'agenzia uscente in merito all'entità valutata. L'acquisizione delle informazioni necessarie per il proprio operato richiederebbe un impegno considerevole per l'agenzia di rating del credito entrante. La proposta della Commissione prevede pertanto una transizione graduale, imponendo all'agenzia di rating uscente di trasmettere le informazioni rilevanti sull'entità o sugli strumenti valutati all'agenzia di rating entrante. In un contesto di mercato in cui la regola di rotazione si applica a tutti gli operatori, le opportunità commerciali saranno date dal fatto che tutti gli emittenti dovranno cambiare agenzia di rating.

#####

¹¹ La Commissione infatti ritiene che le agenzie potranno continuare ad emettere rating del credito non sollecitati sullo stesso emittente in quanto non sono limitati dal modello *issuer-pays* e sono dunque meno esposti a potenziali conflitti di interesse. #

#

#

L'indipendenza di un'agenzia di rating del credito nei confronti di un'entità valutata risente anche dei potenziali conflitti di interesse tra suoi principali azionisti e l'entità valutata: un azionista di un'agenzia di rating del credito potrebbe essere al contempo membro del consiglio di amministrazione o sorveglianza di un'entità valutata o di un terzo ad essa collegato. Il regolamento oggi vigente affronta in via generale i potenziali conflitti di interesse che riguardano azionisti o soci di agenzie di rating del credito. Al fine di migliorare la percezione di indipendenza delle agenzie di rating nei confronti delle entità valutate, la proposta estende le norme applicabili ai conflitti di interesse di dipendenti delle agenzie di rating del credito anche a quelli che riguardano gli azionisti o i soci che detengono posizioni significative all'interno dell'agenzia di rating del credito. La Commissione propone che l'agenzia di rating del credito non emetta rating, o informi del fatto che il rating del credito potrebbe essere influenzato, nel momento in cui un azionista o un socio che detiene il 10% dei diritti di voto di tale agenzia faccia al contempo parte del consiglio di amministrazione o di sorveglianza dell'entità valutata o abbia investito in quest'ultima. Inoltre, se un azionista o socio è in grado di esercitare un'influenza significativa sulle attività economiche dell'agenzia di rating del credito (o comunque detiene una partecipazione di almeno 5% del capitale o dei diritti di voto) non può fornire servizi di consulenza all'entità valutata o a terzi collegati per quanto riguarda la loro struttura societaria o giuridica, il loro attivo, il loro passivo o le loro attività.

Per assicurare l'efficacia e l'effettività di tali previsioni, al fine di garantire l'indipendenza di giudizio delle CRA, è imposta una rigorosa separazione tra l'agenzia di rating del credito uscente e l'agenzia entrante in caso di rotazione,

#

#

così come tra le due agenzie di rating del credito che emettono rating in parallelo sul medesimo emittente. La proposta della Commissione richiede che le agenzie di rating del credito interessate non siano collegate tra loro da un legame di controllo, in virtù della loro appartenenza allo stesso gruppo di agenzie di rating del credito, della loro qualità di azionisti o soci, della detenzione di diritti di voto in una delle altre agenzie oppure della possibilità di nominare i membri dei consigli di amministrazione, direzione o sorveglianza di una delle altre agenzie di rating del credito. La percezione di indipendenza delle agenzie di rating del credito potrebbe essere incisa, se gli stessi azionisti o soci investissero in diverse agenzie di rating del credito non appartenenti allo stesso gruppo, quantomeno se tale investimento avesse una portata tale da consentire a tali azionisti o soci di esercitare una determinata influenza sulle attività dell'agenzia. Pertanto, al fine di garantire l'indipendenza (e la percezione di indipendenza) delle agenzie di rating del credito la Commissione ritiene opportuno prevedere norme più rigorose nella disciplina dei rapporti tra le agenzie di rating del credito e i loro azionisti, vietando la contemporanea detenzione di partecipazione uguale o superiore al 5% in più di un'agenzia di rating del credito, a meno che le agenzie in questione facciano parte dello stesso gruppo.

Allo stesso modo, l'obiettivo di garantire un grado sufficiente di indipendenza delle agenzie di rating del credito implica anche la necessità che gli investitori non detengano simultaneamente investimenti pari o superiori al 5% in più di un'agenzia di rating del credito; tale soglia è infatti considerata un livello di partecipazione sufficiente per influenzare la struttura di voto. Tale misura, secondo la Commissione, non può essere considerata sproporzionata, dato che tutte le agenzie di rating del credito registrate nell'Unione sono società

#

#

non quotate. La Commissione sta inoltre vagliando se e in quale misura i fondi dell'Unione potrebbero essere impiegati per promuovere la creazione di reti di piccole agenzie di rating, che consentano loro di unire le loro risorse e generare efficienze di scala.

Come richiesto dal Parlamento europeo nella sua relazione sulle agenzie di rating del credito dell'8 giugno 2011, nella valutazione d'impatto che accompagna la proposta CRA 3 della Commissione stessa è stata valutata in dettaglio la creazione di un'agenzia europea di rating. Dalla valutazione d'impatto è emerso che, anche se un'agenzia di rating del credito finanziata con fondi pubblici potrebbe portare alcuni vantaggi in termini di varietà di pareri nel mercato del rating e costituire un'alternativa al modello *issuer-pays*, sarebbe difficile rispondere alle preoccupazioni sui conflitti d'interesse e sulla sua credibilità, in particolare se l'agenzia di rating del credito dovesse valutare i debiti sovrani. Tuttavia, queste conclusioni non dovrebbero in alcun modo fungere da deterrente per altri operatori intenzionati a istituire nuove agenzie di rating del credito. Nella proposta si indica infatti che la Commissione verificherà in quale misura l'ingresso di nuove imprese private nel mercato del rating del credito si tradurrà in una maggiore diversificazione di giudizi.

In generale l'industria finanziaria europea ha apprezzato le norme che aumentano il livello di indipendenza delle agenzie di rating contenute nella proposta legislativa della Commissione Europea di novembre scorso, nell'ottica di un rafforzato presidio contro i conflitti di interesse. Tuttavia da molte imprese bancarie, assicurative e finanziarie, e dalle loro associazioni di categoria, sono state sollevate perplessità riguardo il *rotation principle*.

#

#

Innanzitutto è stato evidenziato che il costo economico della rotazione non era stato considerato nell'*Impact Assessment* della Commissione e che l'attuale regolamentazione sulle CRA non è stata sufficientemente testata in così poco tempo dalla sua emanazione¹².

Inoltre, la regola della rotazione - così come formulata - potrebbe creare incertezza e instabilità nei mercati dei capitali e influenzare negativamente la capacità degli assicurati e degli investitori di confrontare le opinioni di agenzie di rating differenti. Infatti, tale principio comporta in molti casi un cambiamento dei rating stessi e, quindi, una maggiore volatilità: in questo modo si potrebbero scoraggiare gli investitori istituzionali ad investire nei mercati finanziari europei, rendendo più difficile il *funding* di lungo periodo delle banche¹³.

Tale principio rischia, secondo l'industria finanziaria, di costituire delle rendite di posizione tali per cui un'agenzia si troverebbe ad acquisire clienti per il solo fatto di essere l'unica rimasta in gioco al termine della rotazione, indipendentemente da fattori quali la qualità, il prezzo e la credibilità, attorno ai quali dovrebbe svilupparsi la concorrenza. Peraltro, delle ventotto CRA attualmente registrate presso l'ESMA solo quattro emettono rating su prodotti di finanza strutturata, limitando ulteriormente la scelta. Certo, il meccanismo della rotazione può essere un incentivo per le rimanenti CRA a fornire servizi anche in questo ambito, ma si deve tener conto che non tutte

#####

¹² Insurance Europe (May, 2012).

¹³ European Banking Federation (January, 2011).

#

#

le agenzie di rating hanno le competenze necessarie per valutare ogni tipologia di istituzione finanziaria¹⁴.

É stato sottolineato come, anziché fissare rigidi paletti che finirebbero per distorcere le dinamiche del mercato dei servizi di rating, occorrerebbe affrontare pragmaticamente alcune criticità insite nella filiera formativa e decisionale dei giudizi evidenziate in un recente rapporto dell'ESMA sui tre principali gruppi di rating (Fitch, Moody's e Standard & Poor's)¹⁵. L'ESMA segnala che l'intenso *turnover* dello staff tecnico può comportare sia un insufficiente numero di risorse dedicate alle analisi sia una relativa inesperienza degli analisti. Inoltre l'ESMA esprime dei rilievi critici sulle modalità con cui vengono adottate le decisioni sui rating. Per assicurare un punto di vista più obiettivo tali decisioni vengono correttamente adottate nei *Rating Committees* da persone che non sono state direttamente coinvolte nell'analisi e che, in linea di principio, dovrebbero basare le proprie decisioni sul materiale predisposto dagli analisti. Peraltro le agenzie non sempre assicurano la tempestività nell'invio della documentazione ai membri del *Rating Committee* che consente un'adeguata analisi della documentazione, va inoltre assicurata maggior trasparenza dei record relativi alle sedute dei *Rating Committees* così da poter verificare puntualmente i risultati delle sedute (es. processo decisionale, esito delle votazioni).

L'industria finanziaria europea ritiene quindi necessario approfondire ulteriormente la questione per individuare un regime che possa promuovere

#####

¹⁴ Federazione delle Banche, delle Assicurazioni e della Finanza (2011).

¹⁵ ESMA's Report on the Supervision of Credit Rating Agencies, (2012). #

#

#

un incremento del livello di concorrenza e ridurre i conflitti di interesse e, quindi, di riesaminare la regola della turnazione.

Anche le maggiori agenzie di rating hanno espresso rilievi critici in merito alle previsioni della proposta relative alla *rotation*. Ad esempio secondo Standard & Poor's si darebbe vita ad un sistema altamente inefficiente e instabile, connotato da frequenti variazioni nei rating. Le norme proposte, se approvate, inciderebbero soprattutto sui maggiori e più frequenti emittenti europei, i quali si vedrebbero costretti ad emettere strumenti di debito caratterizzati da un minor numero di rating o, nel tempo, da rating non riconosciuti su scala globale. Con tutta probabilità, ciò ne ostacolerebbe l'accesso ai mercati dei capitali internazionali e limiterebbe l'appetibilità dei relativi strumenti di debito da parte degli investitori. In particolare, potrebbe risentirne l'emissione di strumenti di debito a più lungo termine (ad esempio, 5 o 10 anni) poiché gli investitori provvederebbero a scontare i rating destinati alla rotazione prima della scadenza di tali strumenti. Viene poi rilevato come, nella valutazione d'impatto relativa alle proposte, la Commissione non abbia considerato il costo economico della rotazione per gli emittenti europei.

Secondo le agenzie di rating la rotazione obbligatoria rappresenta un disincentivo intrinseco a competere sulla base della qualità analitica (o del prezzo) visto che, per poter operare, dovranno semplicemente attendere il proprio turno. Inoltre, nella fase terminale di un incarico, gli emittenti potrebbero essere riluttanti a condividere informazioni importanti relative, ad esempio, ai propri business plan futuri.

#

#

E' inoltre probabile che la rotazione obbligatoria comporterebbe, nel tempo, la riduzione del numero di rating richiesti dagli emittenti (che nel presente dispongono, tipicamente, di due o tre rating del credito) piuttosto che la relativa sostituzione con rating non riconosciuti e non utilizzati dagli investitori. In contrapposizione con l'obiettivo della Commissione, ciò limiterebbe ancor di più le informazioni a disposizione degli investitori.

La proposta di regolamento è al momento in discussione presso le competenti sedi istituzionali europee; la votazione del Parlamento, in sede plenaria, è calendarizzata per il prossimo 22 ottobre¹⁶.

Nel corso dell'iter legislativo sono state formulate proposte di modifica e integrazione della proposta della Commissione, che sono riportate schematicamente e in forma tabellare nell'Appendice 4, e sul cui esito occorre ovviamente attendere i prossimi sviluppi del percorso legislativo della proposta¹⁷.

Infine non si può non fare un accenno alle varie iniziative di autoregolamentazione in tema di rating, e nello specifico al contrasto al conflitto di interessi, promosse dalle stesse agenzie di rating. Quanto agli organismi di carattere sovranazionale va segnalato in particolare, per il suo rilievo sul fronte della regolamentazione di nostro interesse, il lavoro svolto dallo IOSCO che nel 2004 ha messo a punto il codice dei principi di condotta per le agenzie (*Code of Conduct Fundamentals for the Credit Rating Agencies*). Il Codice di Condotta IOSCO fornisce all'industria del rating una struttura di

#####

¹⁶ Cfr. a riguardo Appendice 2.

¹⁷ Cfr. la tabella in Appendice 3.

#

#

autoregolamentazione accettata a livello internazionale, in una logica di flessibilità di implementazione.

Rivisto nel 2008 e basato su linee guida per le agenzie di rating, da gestire in termini di *comply or explain*, riflette un obiettivo di primato e autosufficienza dell'autoregolamentazione. In un'ottica di ottimizzazione della *governance* nelle agenzie di rating per agevolare la tutela del mercato, le regole di comportamento promosse dalla IOSCO possono essere ricondotte ad alcuni temi chiave, quali la qualità e l'integrità del processo di rating, l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse, la responsabilità dell'agenzia nei confronti di investitori e emittenti in termini di trasparenza e tempestività nella comunicazione dei rating e di trattamento confidenziale delle informazioni ricevute per l'elaborazione dei giudizi.

Nel 2009 lo IOSCO ha pubblicato un rapporto nel quale conferma che le agenzie di rating più importanti si sono adeguate ai principi contenuti nel codice del 2008¹⁸.

Conclusioni

La normativa europea sulle agenzie di rating del credito ha, come abbiamo visto, una storia recente ma, fin dall'origine, segnala la volontà delle istituzioni comunitarie di intervenire incisivamente, in particolare sul fronte della disciplina in materia di conflitto di interessi a presidio dell'indipendenza e della qualità dei giudizi resi. Al contempo l'incalzare della crisi mette rapidamente a nudo l'insufficienza delle regole appena varate imponendo, in

#####

¹⁸ Le previsioni del Codice IOSCO in materia di conflitto di interessi sono contenute nell'Appendice 4.

#

#

un arco temporale assai ravvicinato, un ripensamento profondo e quindi interventi normativi di modifica e integrazione.

Così, nel breve spazio di un biennio, si assiste all'emanazione di un primo regolamento sulle agenzie di rating (1069/2009 pubblicato sulla GU europea il 17/11/2009), all'approvazione di un secondo regolamento che modifica il primo (513/2011 in vigore dal 1° giugno del 2011), alla presentazione di una proposta di modifica del regolamento iniziale presentata nel novembre 2011.

Il legislatore europeo, muovendosi a scoppio ritardato rispetto ai tempi della legislazione statunitense, scanditi dal Reform Credit Rating Agencies Act del 2006 e dall'ampia rivisitazione recata dal Dodd-Frank Act del 2010, è costretto a tempi di ripensamento ben più serrati rispetto a quelli che hanno caratterizzato l'esperienza americana.

Ci si può chiedere se un'attività legislativa così tumultuosa, seppur giustificata dall'impatto della grave crisi finanziaria, vada a scapito di una ponderata riflessione e valutazione sul campo dell'adeguatezza delle norme appena introdotte che probabilmente necessiterebbero, in questi come in altri casi, di una sedimentazione più lunga e di un test operativo più cospicuo.

Come visto, il primo regolamento, noto in gergo come CRA 1, interviene decisamente nell'area dei conflitti di interesse dettagliando una serie di requisiti di carattere organizzativo e operativo. I primi rispondono all'esigenza che l'agenzia di rating sia organizzata "in modo da garantire che i suoi interessi economici non mettano a rischio l'indipendenza e l'accuratezza dell'attività di rating del credito e che i conflitti di interesse sia adeguatamente qualificati, gestiti e resi noti". Di qui le previsioni che attengono agli organi di

#

#

gestione dell'agenzia, con la necessaria presenza di amministratori indipendenti cui spetta il compito di esercitare regolarmente un controllo sulle sviluppo delle politiche di rating e delle metodologie usate nonché sulla efficienza delle misure volte a identificare, eliminare, gestire, rendere noti i conflitti di interesse e l'approntamento a tal fine delle funzioni di *compliance* e *review*.

Attraverso i requisiti operativi il contrasto al conflitto di interessi riguarda la sfera dei conflitti, effettivi o potenziali, che attengono a rapporti proprietari fra l'agenzia e l'emittente, in entrambi i sensi, o titoli da questi emessi o che potrebbe interessare, a causa delle relazioni intrattenute, le analisi e i giudizi degli analisti, dei dipendenti, nonché di chiunque i cui servizi siano messi a disposizione e siano sotto il controllo dell'agenzia di rating o che partecipi direttamente all'emissione del rating o che approvi il rating stesso. Interessante notare la previsione di obblighi di rotazione riferiti agli analisti (limiti temporali di prestazione dell'attività che interessa lo stesso emittente, *cooling off*) che prelude a quanto contenuto, seppur con logica non coincidente, nella proposta di modifica del novembre scorso in termini di obblighi di turnazione riferiti alla agenzia di rating in quanto tale. Inoltre il divieto di prestare ai soggetti sottoposti al rating qualsiasi servizio di consulenza relativo alla loro struttura societaria o giuridica e alla gestione dei loro asset patrimoniali (divieto esteso dalla proposta CRA 3 agli azionisti rilevanti dell'agenzia).

La proposta di riforma oggi in discussione presso le sedi europee parte dalla dichiarata (da parte della Commissione) insufficienza della regolamentazione in essere, anche alla luce della evoluzione nel frattempo intervenuta a seguito

#

#

dell'emanazione del Dodd-Frank Act. Rilevano i temi dell'eccessiva dipendenza della regolamentazione prudenziale e dei mercati dalle agenzie di rating, quello dei profili di responsabilità delle agenzie, quello della trasparenza anche metodologica dei giudizi.

Per quanto attiene al nostro tema più specifico le proposte della Commissione si fondano sull'assunto, o se vogliamo sulla constatazione, di una intrinseca accentuata suscettibilità del modello di business ora prevalente, quello dell' *issuer-pays*, di generare situazioni conflittuali che si intende quindi presidiare, innalzando o estendendo il livello e l'ambito dei divieti o delle situazioni da monitorare e divulgare.

Nel prefigurare un incisivo rafforzamento dei presidi, in particolar modo di carattere operativo, a suo tempo richiesti dal regolamento CRA 1 in materia di conflitto di interessi#²obiettivo perseguito dalla Commissione appare peraltro duplice: quello che si colloca, come anzi detto, nel terreno proprio del contrasto al conflitto di interessi, a garanzia dell'indipendenza, dell'affidabilità e in definitiva della qualità dei giudizi resi, e quello contiguo, ma in sostanza convergente e complementare, di favorire l'apertura del mercato ad un maggior numero di agenzie di rating rispetto alla situazione attuale, incrementando il tasso di concorrenzialità fra agenzie e per questa via innalzando la qualità dei loro giudizi.#

In quest'ottica gli obblighi di rotazione che il CRA 1 riferiva alle professionalità utilizzate dall'agenzia nel processo di formazione del rating dell'agenzia, e in particolare agli analisti, vengono incontrati *tout court* sull'agenzia attraverso la previsione di limiti di durata dell'incarico, più o meno esigui a seconda della natura dei titoli su cui esprimere il giudizio

#

#

(strutturati o meno) e corredati da obblighi di *cooling off* fra il termine dell'incarico per raggiunti limiti massimi e l'assunzione di un nuovo incarico con lo stesso emittente.

Sul fronte del rafforzamento dei divieti derivanti da collegamenti azionari può rinvenirsi, specialmente in alcune ipotesi, lo stesso duplice obiettivo di consolidamento del contrasto del conflitto di interessi e di strumento per agevolare l'apertura del mercato, come nel caso del divieto, anche per quanto concerne gli investitori, di partecipazioni superiori a 5% in una pluralità di agenzie di rating, divieto certamente funzionale ad assicurare una sostanziale effettività della turnazione ma anche a rimuovere ingessature del mercato.

Significative anche le previsioni che includono nel perimetro delle norme applicabili ai conflitti di interesse anche gli azionisti o i soci che detengono posizioni significative all'interno dell'agenzia di rating del credito, precludendo – o comunque imponendo obblighi di *disclosure* – nel caso questi occupino cariche di governo nell'entità valutata o impedendo agli azionisti stessi la prestazione di servizi di consulenza a favore dell'entità valutata o di terzi ad essa collegati.

La regola della turnazione ha incontrato critiche non solo, il che potrebbe apparire scontato, a livello di agenzie di rating ed in particolare a livello delle *major*, ma anche da parte dell'industria finanziaria.

A prescindere da rilievi che stigmatizzano l'impronta dirigistica di previsioni della specie (e ciò per di più in mancanza di un'analisi di impatto al riguardo) si ha la convinzione che un meccanismo di rotazione, quantomeno con la frequenza e in generale le modalità ipotizzate dalla proposta, darebbe vita ad un sistema connotato da eccessiva volatilità, e quindi inefficiente e instabile.

#

#

Ne deriverebbero difficoltà di accesso al *funding* da parte degli emittenti europei, in particolare per gli strumenti a medio - lungo termine, visto che gli investitori scontrerebbero i rating degli strumenti destinati a “ruotare” prima della scadenza del titolo.

Dal versante delle agenzie di rating si aggiunge che il meccanismo rischia di ingenerare minor qualità dei giudizi, anziché corroborarla, visto che basterebbe attendere il proprio turno per ottenere l’incarico.

Va detto che nello stesso dibattito parlamentare si registrano già proposte di modifica del testo della Commissione, attraverso la limitazione delle regole di turnazione ai soli prodotti di finanza strutturata e il temperamento dei limiti temporali previsti sia quanto alla durata dell’incarico sia quanto al *cooling off*.

L’innalzamento dei presidi a contrasto dei conflitti di interesse sottende peraltro, come esplicitato dalla stessa Commissione, una più generale preoccupazione sulla tenuta del modello di business *issuer-pays* e sulla possibilità che lo stesso, per quanto corredato da divieti e misure di *governance* e organizzative, consenta un’accettabile livello di gestione dei conflitti.

Dando per acquisito che il modello *investor-pays* sia meno esposto a situazioni conflittuali (e ciò in misura ancora maggiore nei casi in cui la formulazione del rating sia *unsolicited*) sembra non condivisibile innalzare ulteriormente il livello dei presidi ai conflitti di interesse, attraverso i rigidi meccanismi di turnazione che si stanno profilando quale possibile contenuto della CRA 3, vuoi al fine di imporre o quantomeno di favorire per legge, in modo indiretto, un modello di business alternativo rispetto a quello che il mercato ha mostrato di preferire e che rappresenta il motore dell’attività di rating, vuoi al fine di incidere *ex lege* sui meccanismi di mercato del servizio di rating.

#

#

Sotto il versante istituzionale la questione resta aperta o se vogliamo irrisolta risultando oggetto di ulteriori approfondimenti sia attraverso l'affidamento di ulteriori analisi alla SEC, ai sensi del Dodd-Frank Act, sia quale obiettivo futuro preannunciato dalla stessa proposta della Commissione.

L'obiettivo dell'attenuazione dei conflitti di interesse e al contempo dell'apertura del mercato si lega anche all'ipotesi di creazione di un'agenzia pubblica nello specifico a livello europeo.

Un'ipotesi del genere desta perplessità, se non altro per l'intrinseco contrasto che avrebbe sull'obiettivo di riduzione, se non di eliminazione, della dipendenza della regolamentazione prudenziale e del mercato dai giudizi delle agenzie di rating: difatti all'obiettivo, perseguito dalla stessa CRA 3, di innestare un processo di deistituzionalizzazione delle agenzie di rating, ricondotte correttamente ad una funzione meramente privatistica, senza l'incidenza, spesso automatica, che oggi il rating ha sulla regolamentazione, si affiancherebbe un obiettivo in senso contrario inteso a dare qualificazione pubblica al soggetto che esprime il rating e quindi istituzionalizzandone il ruolo.

Ciò appare coerente con la valutazione di impatto che accompagna la proposta della Commissione di CRA 3 ove si afferma che se da un canto un'agenzia pubblica potrebbe portare ad una maggiore diversificazione del rating, la credibilità dei giudizi espressi dalle agenzie e la loro imparzialità, risulterebbe opinabile e ciò tanto più ove si trattasse di debito sovrano.

#

#

Appendice 1

CRA 3: Contesto della proposta di regolamento del novembre 2011

- *Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito.* Impone alle agenzie di rating di rispettare norme di comportamento comuni per attenuare possibili conflitti di interesse e garantire che i rating e il processo di rating siano di elevata qualità e sufficiente trasparenza. Le agenzie di rating hanno dovuto registrarsi e conformarsi ai requisiti stabiliti dal regolamento entro il 7 settembre 2010.

- *Comunicazione della Commissione europea del 2 giugno 2010, “Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile” (COM(2010) 301 definitivo).* Affronta una serie di questioni inerenti alle attività di rating del credito e all’uso dei rating, evidenziando la necessità di procedere a una revisione mirata del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

- *Consultazione pubblica sulle agenzie di rating del credito avviata dai servizi della Commissione europea il 5 novembre 2010 e conclusasi il 7 gennaio 2011 e tavola rotonda sulle agenzie di rating del credito organizzata dai servizi della Commissione europea il 6 luglio 2011.* Dalle numerose risposte alla consultazione e dalla tavola rotonda emerge la necessità di affrontare alcune questioni: in particolare il rischio di eccessivo affidamento ai rating da parte dei partecipanti ai mercati finanziari, l’elevato grado di concentrazione nel mercato del rating, l’area dei potenziali conflitti di interesse, i profili di responsabilità delle agenzie e, in certa misura, le modalità di retribuzione delle agenzie di rating del credito

#

#

- *Regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 maggio 2011, recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito.* Modifica il regolamento 1060/2009 affidando all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (AESFEM), a partire dal 1° giugno 2011, la vigilanza esclusiva sulle agenzie di rating registrate nell'UE in modo da centralizzarne e semplificarne la registrazione e vigilanza a livello europeo.

- *Risoluzione del Parlamento europeo dell'8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future.* Si sostiene la necessità di rafforzare il quadro normativo per le agenzie di rating del credito e di adottare misure per ridurre il rischio di eccessivo affidamento ai rating. Nello specifico, il Parlamento caldeggia, fra l'altro, il rafforzamento degli obblighi di comunicazione relativi ai rating sovrani, la creazione di un indice europeo di rating, la divulgazione di maggiori informazioni sugli strumenti finanziari strutturati e la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito. Il Parlamento europeo sottolinea l'importanza dell'incentivazione della concorrenza e auspica che la Commissione consideri e valuti la possibilità di istituire un'agenzia europea di rating indipendente.

- *Riunione informale dell'ECOFIN del 30 settembre e 1° ottobre 2010.* Il Consiglio dell'Unione europea riconosce la necessità di compiere ulteriori sforzi per affrontare una serie di questioni inerenti alle attività di rating del credito, compresi i rischi di un eccessivo affidamento ai rating e di conflitti di interesse derivanti dal modello di remunerazione delle agenzie di rating.

- *Consiglio europeo del 23 ottobre 2011.* Decide di progredire nella riduzione dell'eccessivo affidamento sui rating del credito.

#

#

- Riunioni del 9 novembre 2010 e 19 settembre 2011 del Comitato Europeo dei Valori Mobiliari e del Comitato Bancario Europeo, composti da rappresentanti dei ministeri delle Finanze degli Stati membri. Discutono dell'esigenza di rafforzare ulteriormente la regolamentazione delle agenzie di rating del credito.

- Consiglio per la stabilità finanziaria (Financial Stability Board) dell'ottobre 2010. Emanava principi volti a ridurre l'affidamento delle autorità e degli enti finanziari ai rating delle agenzie di rating del credito. Si chiede di eliminare o sostituire i riferimenti ai rating nella legislazione laddove siano disponibili idonei standard alternativi in materia di merito del credito e di imporre agli investitori l'obbligo di effettuare valutazioni proprie del merito di credito. Tali principi vengono omologati dal vertice del G20 di Seoul del novembre 2010.

- Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti ad un conglomerato finanziario, presentata dalla Commissione europea il 20 luglio 2011 (COM(2011) 453 definitivo). La Commissione affronta la questione dell'eccessivo affidamento ai rating da parte degli enti finanziari nel contesto della riforma della legislazione bancaria. Propone, inoltre, l'introduzione di una norma che obbliga le banche e le imprese di investimento a valutare esse stesse il rischio di credito delle entità e degli strumenti finanziari nei quali investono invece di affidarsi meramente ai rating esterni.

#

#

- *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito, presentata dalla Commissione europea il 15 novembre 2011 (COM(2011) 746 definitivo).*

#

#

Appendice 2

Stato dell'iter legislativo della CRA 3

| PROVVEDIMENTO | BACKGROUND | PARLAMENTO | CONSIGLIO |
|---|---|---|--|
| Revisione del Regolamento sulle Agenzie di rating (CRA 3) | La Commissione ha formalizzato la proposta il 15 novembre (regolamento + direttiva) | <p>Merito ECON</p> <p>Relatore</p> <p>Leonardo Domenici (S&D)</p> <p>Relatori ombra</p> <p>Jean Paul Gauzès (PPE-Francia)</p> <p>Wolf Klinz (ALDE-Germania)</p> <p>Ashley Fox (ECR-UK)</p> <p>Pascal Canfin (Verdi-Francia)</p> <p>Scambio di opinioni</p> <p>20.12.11</p> <p>Hearing</p> <p>24.01.12</p> <p>Presentazione del progetto di relazione</p> <p>29.02.12</p> <p>Scadenza emendamenti</p> <p>22.03.12</p> <p>Considerazione emendamenti</p> <p>24.04.12</p> | <p>General approach adottato il 21 maggio</p> <p>Triloghi in corso</p> <p>12.11.12 discussione in ECOFIN</p> |

#

#

| | | | |
|--|--|----------------------------------|--|
| | | Voto ECON 07.06.12 | |
| | | Voto Plenaria 22.10.12 | |

#

Appendice 3

Proposte di modifica alle previsioni del regolamento CRA 3 attinenti la materia dei conflitti di interesse formulate, allo stato, nell'iter legislativo presso le istituzioni europee

| Proposte di regolamento e di direttiva della Commissione Europea (Novembre 2011) | Compromesso della Presidenza Danese del Consiglio (Maggio 2012) | Rapporto Commissione ECON del Parlamento (Giugno 2012) |
|---|---|---|
| <ul style="list-style-type: none"> o Regola di turnazione: i) la durata dell'incarico di una CRA per l'emissione del rating sull'emittente non può superare i 3 anni; ii) la durata dell'incarico di una CRA per l'emissione del rating su strumenti di debito può essere di uno o 3 anni a seconda che vengano emessi più di 10 rating consecutivi sugli strumenti di debito o meno; iii) è previsto un periodo di <i>cooling off</i> di 4 anni; iv) nel caso di due agenzie incaricate, la turnazione è obbligatoria su una di queste e comunque nessuna delle due agenzie può avere un incarico superiore ai 6 anni. o Divieto di fornire consulenza ai soggetti valutati esteso anche agli individui in possesso di più del 5% delle azioni o del diritto di voto, o comunque in posizione di influenza. o Membri o azionisti di una CRA in possesso di più del 5% delle azioni o del diritto di voto non possono: i) detenere più del 5% | <ul style="list-style-type: none"> o Regola di turnazione: i) è limitata ai prodotti di ricartolarizzazione; ii) la durata dell'incarico di una CRA per l'emissione del rating non può superare i 4 anni; iii) il periodo di cooling off è pari alla durata contrattuale, ma in ogni caso non può eccedere i 4 anni. Eccezione alla regola di turnazione per le CRA "piccole" (con meno di 50 dipendenti a livello di gruppo coinvolti nelle attività di emissione del rating o nei servizi ausiliari; oppure un fatturato annuale del gruppo inferiore a 10 milioni di euro generato dalle attività di emissione del rating e dai servizi ausiliari) o con incarico ad almeno 4 CRA ognuna delle quali valuta più del 10% del totale degli strumenti di finanza strutturata. o Divieto di fornire consulenza ai soggetti valutati esteso anche agli individui in possesso di più del 5% delle azioni o del diritto di voto, o comunque in posizione di influenza. o Membri o azionisti di una CRA in possesso di più del 25% delle azioni o del diritto di voto o esercitano | <ul style="list-style-type: none"> o Regola di turnazione: i) è limitata ai prodotti di finanza strutturata; ii) la durata dell'incarico di una CRA per l'emissione del rating su strumenti di finanza strutturata non può superare i 5 anni; iii) il periodo di cooling off è di 4 anni. Eccezione alla regola di turnazione per le CRA "piccole" (con meno di 50 dipendenti a livello di gruppo coinvolti nelle attività di emissione del rating o nei servizi ausiliari; oppure un fatturato annuale del gruppo inferiore a 10 milioni di euro generato dalle attività di emissione del rating e dai servizi ausiliari). o Divieto di fornire consulenza ai soggetti valutati esteso anche agli individui in possesso di più del 5% delle azioni o del diritto di voto, o comunque in posizione di influenza. o Membri o azionisti di una CRA in possesso di più del 5% delle azioni o del diritto di voto non possono: i) essere membri |

| | | |
|--|--|---|
| <p>delle azioni o del diritto di voto di un'altra CRA; ii) nominare o rimuovere membri di organi di amministrazione, direzione e vigilanza di un'altra CRA; iii) essere membri di organi di amministrazione, direzione e vigilanza di un'altra CRA; iv) esercitare influenza dominante o controllo su un'altra CRA.</p> <p>o Non emissione del rating o disclosure del rating esistente potenzialmente compromesso nel caso in cui: i) i membri o azionisti dell'agenzia che detengono direttamente o indirettamente più del 10% delle azioni o del diritto di voto dell'agenzia o sono in posizione di influenza significativa sull'attività della CRA, possiedono direttamente o indirettamente strumenti finanziari di entità valutata o di terzi collegati o hanno qualsiasi altro diritto di proprietà diretto o indiretto nell'entità o in terzi; ii) il rating emesso riguarda un'entità valutata o terzi collegati che detengono direttamente o indirettamente il 10% delle azioni o del diritto di voto dell'agenzia; iii) i membri o azionisti dell'agenzia che detengono direttamente o indirettamente più del 10% delle azioni o del diritto di voto o sono in posizione di influenza significativa sull'attività della CRA, sono membri del consiglio di amministrazione o</p> | <p>un'influenza dominante o controllo sulla CRA non possono: i) detenere più del 25% delle azioni o di voto di un'altra CRA; ii) nominare o rimuovere membri di organi di amministrazione, direzione e vigilanza di un'altra CRA; iii) essere membri di organi di amministrazione, direzione e vigilanza di un'altra CRA; iv) esercitare influenza dominante o controllo su un'altra CRA. L'agenzia il cui azionista detiene almeno il 5% del capitale o del diritto di voto di una CRA che esercita influenza dominante o controllo su un'altra CRA deve fornire al pubblico tale informazione.</p> <p>o Non emissione del rating del credito o disclosure del fatto che il rating esistente potrebbe essere influenzato nel caso in cui: i) i membri o azionisti dell'agenzia che detengono più del 25% delle azioni o del diritto di voto dell'agenzia o coloro che sono in posizione di influenza significativa sull'attività della CRA, detengono più del 25% dell'entità valutata o di terzi collegati o hanno qualsiasi altro diritto di proprietà nell'entità o in terzi; ii) il rating emesso riguarda un'entità valutata o terzi collegati che detengono il 25% delle azioni o del diritto di voto dell'agenzia; iii)) i membri o azionisti dell'agenzia che detengono più del 25% delle azioni o del diritto di voto o sono in posizione di influenza significativa sull'attività della CRA, sono membri del consiglio di amministrazione o</p> | <p>o azionisti di un'altra CRA o avere qualsiasi diritto di proprietà diretto o indiretto in un'altra CRA; ii) esercitare il diritto di voto in un'altra CRA; iii) nominare o rimuovere membri di organi di amministrazione, direzione e vigilanza di un'altra CRA; iii) essere membri di organi di amministrazione, direzione e vigilanza di un'altra CRA; iv) esercitare influenza dominante o controllo su un'altra CRA.</p> <p>o Non emissione del rating o disclosure del rating esistente potenzialmente compromesso nel caso in cui: i) i membri o azionisti dell'agenzia che detengono direttamente o indirettamente più del 2% delle azioni o del diritto di voto dell'agenzia o sono in posizione di influenza significativa sull'attività della CRA, possiedono direttamente o indirettamente strumenti finanziari di entità valutata o di terzi collegati o hanno qualsiasi altro diritto di proprietà diretto o indiretto nell'entità o in terzi; ii) il rating emesso riguarda un'entità valutata o terzi collegati che detengono direttamente o indirettamente il 2% delle azioni o del diritto di voto dell'agenzia; iii) i membri o azionisti dell'agenzia che detengono direttamente o indirettamente più del 2% delle azioni o del diritto di voto o sono in posizione di influenza significativa sull'attività della CRA, sono membri del consiglio di amministrazione o sorveglianza dell'entità valutata</p> |
|--|--|---|

#

| | | |
|---|---|-----------------------|
| sorveglianza dell'entità valutata o di terzi collegati. | sorveglianza dell'entità valutata o di terzi collegati. | o di terzi collegati. |
|---|---|-----------------------|

#

Appendice 4

Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Revised May, 2008) – disposizioni in materia di conflitti di interesse

2. Cra independence and avoidance of conflicts of interest

A. General

2.1 A CRA should not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on the CRA, an issuer, an investor, or other market participant.

2.2 A CRA and its analysts should use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.

2.3 The determination of a credit rating should be influenced only by factors relevant to the credit assessment.

2.4 The credit rating a CRA assigns to an issuer or security should not be affected by the existence of or potential for a business relationship between the CRA (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship.

2.5 A CRA should separate, operationally and legally, its credit rating business and CRA analysts from any other businesses of the CRA, including consulting businesses, that may present a conflict of interest. A CRA should ensure that ancillary business operations which do not necessarily present conflicts of interest with the CRA's rating business have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise. A CRA should also define what it considers, and does not consider, to be an ancillary business and why.

#

B. CRA Procedures and Policies

2.6 A CRA should adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify, and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses a CRA makes or the judgment and analyses of the individuals a CRA employs who have an influence on ratings decisions. A CRA's code of conduct should also state that the CRA will disclose such conflict avoidance and management measures.

2.7 A CRA's disclosures of actual and potential conflicts of interest should be complete, timely, clear, concise, specific and prominent.

2.8 A CRA should disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities.

a. Where a CRA receives from a rated entity compensation unrelated to its ratings service, such as compensation for consulting services, a CRA should disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees the CRA receives from the entity for ratings services.

b. A CRA should disclose if it receives 10 percent or more of its annual revenue from a single issuer, originator, arranger, client or subscriber (including any affiliates of that issuer, originator, arranger, client or subscriber).

c. CRAs as an industry should encourage structured finance issuers and originators of structured finance products to publicly disclose all relevant information regarding these products so that investors and other CRAs can conduct their own analyses independently of the CRA contracted by the issuers and/or originators to provide a rating. CRAs should disclose in their rating announcements whether the issuer of a structured finance product has

#

#

informed it that it is publicly disclosing all relevant information about the product being rated or if the information remains non-public.

2.9 A CRA and its employees should not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with the CRA's rating activities.

2.10 In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, oversight functions related to the CRA, the CRA should use different employees to conduct its rating actions than those employees involved in its oversight issues.

C. CRA Analyst and Employee Independence

2.11 Reporting lines for CRA employees and their compensation arrangements should be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest.

a. A CRA's code of conduct should also state that a CRA analyst will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that the CRA derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts.

b. A CRA should conduct formal and periodic reviews of compensation policies and practices for CRA analysts and other employees who participate in or who might otherwise have an effect on the rating process to ensure that these policies and practices do not compromise the objectivity of the CRA's rating process.

2.12 A CRA should not have employees who are directly involved in the rating process initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.

2.13 No CRA employee should participate in or otherwise influence the determination of the CRA's rating of any particular entity or obligation if the employee:

a. Owns securities or derivatives of the rated entity, other than holdings in diversified collective investment schemes;

#

#

b. Owns securities or derivatives of any entity related to a rated entity, the ownership of which may cause or may be perceived as causing a conflict of interest, other than holdings in diversified collective investment schemes;

c. Has had a recent employment or other significant business relationship with the rated entity that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest;

d. Has an immediate relation (i.e., a spouse, partner, parent, child, or sibling) who currently works for the rated entity; or

e. Has, or had, any other relationship with the rated entity or any related entity thereof that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest.

2.14 A CRA's analysts and anyone involved in the rating process (or their spouse, partner or minor children) should not buy or sell or engage in any transaction in any security or derivative based on a security issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such analyst's area of primary analytical responsibility, other than holdings in diversified collective investment schemes.

2.15 CRA employees should be prohibited from soliciting money, gifts or favors from anyone with whom the CRA does business and should be prohibited from accepting gifts offered in the form of cash or any gifts exceeding a minimal monetary value.

2.16 Any CRA analyst who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility), should be required to disclose such relationship to the appropriate manager or officer of the CRA, as determined by the CRA's compliance policies.

2.17 A CRA should establish policies and procedures for reviewing the past work of analysts that leave the employ of the CRA and join an issuer the CRA analyst has been

#

#

involved in rating, or a financial firm with which the CRA analyst has had significant dealings as part of his or her duties at the CRA.

#

#

Bibliografia

Assonime, (2010), “*Audizione del presidente dell’Assonime Luigi Abete sulla Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito (COM(2010)289), presso la Camera dei Deputati, VI Commissione Permanente (Finanze)*”.

Bai L., (2010), “*On Regulating Conflict of Interests in the Credit Rating Industry*”, University of Cincinnati, Research Paper Series N. 10-17.

Barducci M.C., Fest T., (2011), “*Evaluation of the Regulations of Credit Rating Agencies in the United States and the European Community*”.

Commissione Europea, (2010), “*Comunicazione del 2 giugno 2010. Regolamentare i servizi finanziari per garantire una crescita sostenibile (COM(2010) 301 definitivo)*”.

Commissione Europea, (2010), “*Documenti della consultazione pubblica sulle agenzie di rating del credito avviata dai servizi della Commissione europea il 5 novembre 2010 e conclusasi il 7 gennaio 2011 e della tavola rotonda sulle agenzie di rating del credito organizzata dai servizi della Commissione europea il 6 luglio 2011*”.

Commissione Europea, (2011), “*Documento di lavoro dei servizi della Commissione Europea. Sintesi della valutazione d’impatto sulla Proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e sulla Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi*”

Commissione Europea, (2011), “*Proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito e di direttiva che modifica la*

#

#

direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi, (COM(2011) 746 definitivo)".

Credit Rating Agency Reform Act of 2006, S. 3850, 109th Cong. (2006).

Darbellay A., Partnoy F., (2012), “*Credit Rating Agencies and Regulatory Reform*”, University of San Diego, Research Paper N. 12-083.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 (Dodd-Frank Act), H.R. 4173, 111th Cong., 2nd Sess. (2010).

ESMA (2012), “*ESMA’s Report on the Supervision of Credit Rating Agencies*”.

European Banking Federation (2012), “*EBF comments on the European Commission’s proposal regarding the regulation of Credit Rating Agencies (CRAs)*”.

Ferri G., Lacitignola P., (2009), “*Le agenzie di rating*”, Il Mulino, Bologna.

Fitch Ratings (2012), “*Code of Conduct*”.

Gila P., Mascali M., (2012), “*I signori del rating. Conflitti d’interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute dalla finanza globale*”, Bollati Boringhieri, Torino.

Hill C.A., (2011), “*Limits of Dodd-Frank’s Rating Agency Reform*”, University of Minnesota, Research Paper N. 11-37.

Insurance Europe (2012), “*Insurance Europe position paper on the EC’s proposed Regulation on credit rating agencies (CRAs) of 15 November 2011*”.

IOSCO (2004), “*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*”.

IOSCO (2008), “*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*”.

#

#

IOSCO (2009), *“A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies”*.

Moody’s Investor Service (2011), *“Code of Professional Conduct”*.

Parlamento Europeo, (2010), *“Risoluzione dell’8 giugno 2011 sulle agenzie di rating del credito: prospettive future (2010/2302(INI))”*.

Parlamento Europeo e Consiglio, (2009), *“Regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito”*.

Parlamento Europeo e Consiglio, (2011), *“Regolamento (UE) n. 513/2011 recante modifica del regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito”*.

Parmeggiani F., Conte E., (2008), *“The Regulation of Credit Rating Agency across USA and EU: different systems, same concerns”*.

Standard&Poor’s Rating Services (2012), *“Standard&Poor’s Rating Services Code of Conduct”*.

Standard&Poor’s Rating Services (2012), *“Impatto delle proposte della Commissione Europea relative alle agenzie di rating del credito”*.

#