XVI LEGISLATURA — VI COMMISSIONE — SEDUTA DEL 23 SETTEMBRE 2010

finanziario appariva tollerabile, e comunque inferiore rispetto ai costi di una regolamentazione pubblica; durante la crisi, invece, hanno innescato effetti di natura sistemica tali da costringere a rivedere in maniera radicale l'approccio alla regolazione delle agenzie di rating.

Conflitti di interessi e modellistica inadeguata sono in realtà manifestazioni di fallimenti del mercato che hanno radici più profonde, legate all'assetto e alla struttura stessa dell'« industria » della produzione del rating. È dunque utile ragionare brevemente sulle determinanti di fondo dei fallimenti di mercato per meglio valutare le ragioni e la portata di un intervento pubblico nel settore.

1) Effetto bene pubblico (public good): Un primo problema strutturale dell'industria del rating è legato al fatto che il costo del rating è sostenuto dall'emittente ma il servizio è utilizzato anche dagli investitori.

Vi è dunque un classico problema di « esternalità » da « bene pubblico » e in questo caso la teoria economica ci suggerisce che – in assenza di regolamentazione – si ha un assetto di mercato inefficiente, nel senso che la qualità del rating sarà inferiore a quella « socialmente » ottimale.

Questa potrebbe essere una spiegazione dell'utilizzo di una modellistica non sempre adeguata (o che tende a sottovalutare sistematicamente la probabilità di insolvenza) Non appare, tuttavia, praticabile il ricorso ad un intervento regolamentare che ponga a carico degli investitori il costo del rating (la possibilità di cosiddetto free riding sarebbe ineliminabile).

2) Effetto rating shopping e instabilità/inefficienza di un mercato concorrenziale. Teoricamente la concorrenza nel settore del rating può garantire un'adeguata qualità e accuratezza dei giudizi, senza necessità di un intervento pubblico, poiché le agenzie i cui rating si mostrano a posteriori più allineati alle frequenze effettive di default potrebbero accrescere la propria reputazione (c.d. « capitale reputazionale ») e quindi la propria quota di mercato.

Tuttavia, più sono le agenzie presenti sul mercato più aumenta l'incentivo degli emittenti a utilizzare l'agenzia disposta ad assegnare un rating più elevato – cosiddetto rating *shopping* – (ciò è ovviamente collegato al problema prima citato per cui il rating è pagato dall'emittente).

L'agenzia che assegna il rating iniziale diventa un monopolista dell'informazione perché le altre agenzie spesso non hanno incentivi ad emettere rating non richiesti dall'emittente, e dunque non remunerati, e quindi non si innescano meccanismi competitivi fra le agenzie.

Naturalmente, le agenzie che si prestano a tali pratiche mettono in gioco il loro «capitale reputazionale» (poiché i loro rating potrebbero rivelarsi sistematicamente errati) ma si è visto in passato che questo effetto non rappresenta un deterrente adeguato per garantire la disciplina di mercato (esemplare in questo senso è anche il caso delle società di revisione nelle vicende Parmalat e Enron), soprattutto in considerazione del carattere fortemente oligopolistico del mercato del rating, e specie nel caso in cui le agenzie siano fortemente orientate ai profitti di breve periodo.

Peraltro, proprio eventuali nuovi entranti nel settore – che possono essere tipicamente soggetti molto piccoli che non hanno ancora modelli sufficientemente sofisticati e testati – hanno incentivi ad acquisire quote di mercato e dunque prestarsi maggiormente a pratiche di rating *shopping* da parte degli emittenti.

3) Effetti pro-ciclici nell'aggiornamento dei giudizi. Quando un emittente incomincia a manifestare i primi segnali di crisi o tensioni finanziarie aumenta l'incentivo delle società di rating ad essere eccessivamente « caute » nel rivedere i propri giudizi.

Infatti, potrebbe essere la stessa revisione in senso negativo del rating (cosiddetto downgrading) a far precipitare la situazione finanziaria dell'emittente (poiché potrebbe implicare difficoltà di accesso a nuove risorse finanziarie o condizioni di finanziamento più onerose) fino a determinarne l'insolvenza. Questa cautela da parte delle agenzie non è necessariamente legata ad un problema di conflitti di interessi (poiché ovviamente il downgrading può portare ad una rottura del rapporto con la società), ma può dipendere dalla legittima necessità di valutare appieno e su un arco di tempo non breve l'evoluzione della situazione dell'emittente; naturalmente, ciò comporta il rischio di un'eccessiva inerzia nell'aggiornamento del rating.

Un fenomeno simile potrebbe essere accaduto anche per i prodotti di finanza strutturata. Le agenzie sono state probabilmente riluttanti ad aggiornare con tempestività i rating ai primi segnali di peggioramento del quadro congiunturale e di aumento dei tassi di *default* sui mutui ipotecari, per il legittimo timore di innescare tensioni ingiustificate sul mercato secondario dei prodotti strutturati, senza avere elementi sufficienti per valutare la portata e la gravità dell'inversione del ciclo economico. Nonostante la gravità dei fallimenti emersi a seguito della crisi va considerato che *ex ante* è difficile valutare il carattere permanente o transitorio dei mutamenti del quadro macroeconomico.

4) Strutturale commistione tra attività di rating e attività di consulenza per i prodotti di finanza strutturata. Per tali rating è strutturalmente difficile distinguere tra attività che possono rientrare nel processo di « produzione » di un rating (ad es. l'attività di credit assessment, che consiste nel valutare le variazioni del rating legate a variazioni di alcuni parametri di strutturazione dell'operazione oggetto del rating stesso) e attività di vera e propria consulenza sulle modalità di strutturazione dell'operazione. Ciò determina conflitti di interessi nei rapporti con l'emittente che possono distorcere il processo di produzione del rating. Probabilmente quello dei conflitti di interesse è uno dei problemi più rilevanti evidenziati dalla crisi.

* * *

Ci sono tuttavia anche altre considerazioni che giustificano una regolamentazione pubblica del rating. Qualsiasi intermediario o partecipante al mercato potrebbe dotarsi di modelli autonomi di valutazione del merito di credito o utilizzare altri indicatori di mercato (sebbene non sempre disponibili e di facile interpretazione, come le quotazioni dei CDS) che possono essere alternativi (ma anche com-

XVI LEGISLATURA — VI COMMISSIONE — SEDUTA DEL 23 SETTEMBRE 2010

plementari) rispetto ai rating delle agenzie. In teoria, ciò dovrebbe esercitare un effetto disciplinante sulle agenzie e garantire un'elevata qualità del rating anche in assenza di una regolamentazione pubblica.

L'esperienza della crisi ha però messo in luce che questo meccanismo non ha funzionato e che gli investitori istituzionali e gli intermediari hanno fatto un ricorso al rating eccessivo e acritico.

La cosiddetta *overeliance* è dunque un'altra causa di fallimento del mercato del rating. A sua volta essa dipende fondamentalmente da distorsioni derivanti dai meccanismi di remunerazione di gestori e management degli intermediari e da assetti di *governance* e controlli interni inadeguati.

Lo sviluppo di modelli autonomi di gestione dei rischi e valutazione del merito di credito da parte degli investitori istituzionali e degli intermediari richiede elevati investimenti che generano ritorni solo nel medio-lungo periodo.

La tendenza alla *overeliance* sui rating delle agenzie è quindi incentivata da un'enfasi eccessiva sugli utili di breve periodo, a sua volta generata da sistemi di remunerazione dei gestori (commissioni di incentivo) o del management *(bonus e stock option)* basati su *performance* di breve periodo (e/o dove la quota variabile ha un peso molto elevato sulla remunerazione totale).

I fallimenti di mercato sono emersi in maniera più intensa ed evidente con riferimento al rating dei prodotti di finanza strutturata, mentre il processo di rating degli emittenti corporate e delle obbligazioni ordinarie, come accennato in precedenza, ha evidenziato minori profili di criticità. Ciò dipende dal fatto che le maggiori asimmetrie informative e la complessità e opacità dei prodotti strutturati amplificano la portata e l'intensità dei problemi di rating shopping, pro-cicclicità, overeliance e conflitti di interessi. Ad esempio, più un prodotto è complesso e più è probabile che vi siano diversità rilevanti nei rating espressi dalle agenzie presenti sul mercato e questo accresce gli incentivi e le opportunità di rating shopping da parte degli emittenti; più un prodotto è complesso e più sono costosi i sistemi di risk management di cui gli intermediari dovrebbero disporre e dunque maggiori gli incentivi alla overeliance: tanto maggiori sono le asimmetrie informative derivanti dall'opacità dei prodotti tanto più il rating, divenendo il flusso informativo esclusivo utilizzato dai partecipanti al mercato per definire le proprie scelte d'investimento, ha un effetto pro-ciclico.

4) IL REGOLAMENTO COMUNITARIO n. 1060/2009

La consapevolezza della potenziale rilevanza sistemica dei fallimenti di mercato sopra illustrati è alla base del cambio di orientamento da parte dei *policy maker* a livello internazionale, prima orientati a favore dell'auto-disciplina e ora favorevoli ad una disciplina pubblica del settore.

L'approccio regolamentare che è maturato a livello comunitario, culminato con l'emanazione del Regolamento n. 1060/2009, adottato nel settembre 2009 e in vigore dal 9 dicembre 2009, è volto sostanzialmente a garantire l'integrità del processo di produzione e

diffusione dei rating attraverso una disciplina che impone alle agenzie di dotarsi di adeguati assetti procedurali e organizzativi, in grado di minimizzare i conflitti di interessi e di garantire un adeguato livello di trasparenza dei rating e delle metodologie utilizzate.

Il Regolamento prevede una serie di regole di carattere « sostanziale », cioè riferite a specifici aspetti organizzativi, procedurali e di trasparenza, che costituiscono oggetto di valutazione da parte delle Autorità di vigilanza sia al momento di decidere se concedere o meno la registrazione all'agenzia o al gruppo di agenzie (3) sia, successivamente, per finalità di vigilanza e di *enforcement*.

Regole in materia di procedure e assetti organizzativi

Le agenzie di rating devono adottare misure adeguate a:

- 1) assicurare che i rating da esse emessi siano basati su un'attenta analisi di tutte le informazioni disponibili;
- 2) a verificare che le informazioni che esse utilizzano siano di sufficiente qualità e provenienti da fonti affidabili;
- 3) monitorare in via continuativa, ed almeno a cadenza annuale, i rating emessi. Gli stessi devono essere in particolare oggetto di riconsiderazione quando avvengono cambiamenti sostanziali che possono avere un impatto sul rating/giudizio emesso.

Le metodologie utilizzate devono essere rigorose, sistematiche, continuative e soggette a validazione sulla base dell'esperienza storica.

Sono altresì previste delle regole specifiche in caso di cambiamento delle suddette metodologie e modelli, e relativi effetti sui singoli rating.

Il Regolamento, tuttavia, esclude che l'attività di vigilanza possa incidere sulla discrezionalità nella scelta dei modelli per la valutazione del merito di credito e delle basi dati per « calibrare » tali modelli. L'Autorità di vigilanza non potrà dunque entrare nel merito della modellistica o esprimere giudizi di congruenza e affidabilità sui singoli rating, ma dovrà invece valutare l'integrità dell'approccio complessivo nel processo di produzione del rating sulla base degli elementi di seguito illustrati.

⁽³⁾ Con riferimento alle ulteriori misure introdotte dal Regolamento, va segnalata la possibilità che anche i rating emessi da agenzie aventi sede in Paesi terzi siano utilizzati all'interno della Comunità, sulla base di un meccanismo di avallo (endorsement) o di certificazione, a seconda, rispettivamente, che si tratti di una grande agenzia (o gruppo di agenzie) i cui rating hanno un impatto sistemico in almeno un Paese membro, o si tratti di agenzie di piccola dimensione e comunque i cui rating non abbiano tale impatto sistemico in alcun Paese membro. Al riguardo, è previsto, nel caso dell'endorsement, che l'agenzia registrata all'interno dell'UE si assuma la responsabilità di rating emessi da entità del gruppo al di fuori dell'UE, in presenza di requisiti regolamentari e di vigilanza e di accordi di cooperazione nel Paese terzo che rendano il sistema presente in quel Paese altrettanto stringente di quello presente nell'UE, mentre, nel caso della certificazione, è necessario un accertamento di equivalenza, da parte della Commissione Europea, in merito alla presenza di una struttura legale e di vigilanza nel Paese terzo equivalente a quella prevista dal Regolamento europeo, mentre non è necessaria la presenza "fisica" dell'agenzia (tramite una propria sede legale) all'interno dell'UE.

Il Regolamento stabilisce il divieto per le agenzie di rating di svolgere servizi di consulenza nei confronti dell'entità oggetto del rating e richiede che esse intraprendano tutti i passi necessari al fine di assicurare che l'emissione di un rating non sia influenzata da conflitti di interessi esistenti o potenziali riferiti ai dipendenti dell'agenzia o a ogni soggetto legato direttamente o indirettamente ad essa da rapporti di controllo o professionali.

È richiesta l'introduzione di una funzione di *compliance*, che deve essere indipendente dalle linee di *business* dell'agenzia di rating e svolgere, tra l'altro, il compito di monitorare e accertare l'adeguatezza delle politiche e procedure adottate al fine di garantire l'attuazione delle norme del Regolamento, incluse quindi quelle sui conflitti di interessi. Vi è poi la previsione di un certo numero di amministratori indipendenti, all'interno del Consiglio di amministrazione o del Consiglio di sorveglianza dell'agenzia di rating, tra i cui compiti rientra quello di controllare l'efficacia delle misure e procedure in materia di conflitti di interessi.

È previsto che le agenzie di rating si dotino di personale che possieda un grado di conoscenza ed esperienza adeguato rispetto agli incarichi loro assegnati. Inoltre, esse devono stabilire un adeguato e graduale meccanismo di rotazione degli analisti e delle persone che approvano i rating, la cui remunerazione, peraltro, non deve essere connessa ai ricavi ottenuti dalle entità oggetto di rating o da terze parti a queste connesse.

Regole in materia di trasparenza e modalità di presentazione e pubblicazione dei rating

Le agenzie di rating devono rendere disponibili al pubblico le metodologie, i modelli e le assunzioni chiave utilizzate nell'emissione dei propri rating, nonché una serie di altre informazioni (lista dei servizi accessori svolti, natura generale sulla struttura dei compensi, politica di pubblicazione dei rating).

Il Regolamento prevede che un'agenzia di rating comunichi ogni rating, così come ogni decisione di interrompere la copertura di uno strumento finanziario o di un emittente, su base non selettiva e in maniera tempestiva.

Inoltre, prevede una serie di requisiti per la presentazione dei rating e l'elaborazione degli stessi, tra i quali: l'indicazione degli analisti che hanno curato il rating e della persona primariamente responsabile per l'approvazione dello stesso; le fonti informative fondamentali, riferite agli elementi su cui il rating si basa; le principali metodologie o versioni delle metodologie utilizzate per elaborare il rating; il significato di ogni categoria di rating, nonché l'indicazione chiara ed evidente di ogni attributo e limitazione del rating, compresa l'evidenza se la qualità dell'informazione sull'entità oggetto di rating è ritenuta soddisfacente; l'indicazione in un comunicato stampa, nel momento in cui il rating viene annunciato, degli elementi chiave su cui il rating è basato; una serie di ulteriori informazioni relative ai rating di strumenti di finanza strutturata.

Sono previste altresì una serie di informazioni che le agenzie di rating devono periodicamente comunicare all'Autorità di vigilanza

affinché siano messe a disposizione del pubblico, da parte di quest'ultima, sul proprio sito web tramite la creazione di un appropriato database. Infine, è previsto che le agenzie di rating elaborino e pubblichino annualmente sul proprio sito web un « transparency report » che include ulteriori informazioni previste dal Regolamento europeo.

5) Il RUOLO DELL'ESMA E DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA NAZIONALI

Il regolamento vigente, pur in presenza di un forte ruolo di coordinamento del CESR e nell'ambito di appositi Collegi, prevede che ogni Paese membro designi un'Autorità competente per l'esercizio della vigilanza sulle agenzie di rating.

La Consob è stata pertanto designata, sulla base della delega contenuta nella legge comunitaria 2009, quale Autorità competente per tali finalità, nonché per l'esercizio dei poteri e l'adozione delle misure di vigilanza uniformate in sede europea.

L'attuale modello di vigilanza, incentrato sull'Autorità del paese di origine, tuttavia mal si attaglia alla natura internazionale delle agenzie di rating.

In concomitanza con l'istituzione della *European Securites and Markets Authority* – ESMA, destinata a sostituire il CESR, si è deciso di centralizzare in sede europea la vigilanza. La proposta di revisione del Regolamento sulle agenzie di rating attualmente in discussione al Consiglio e al Parlamento Europeo ha, pertanto, l'obiettivo di trasferire le competenze e i poteri di vigilanza dalle Autorità nazionali all'ESMA.

In particolare, sarebbero attribuiti all'ESMA poteri e competenze in materia di registrazione iniziale delle agenzie (registration) (4), vigilanza su base continuativa (on going supervision) ed enforcement lasciando, peraltro, alla Commissione Europea il compito di irrogare sanzioni.

I poteri di vigilanza dell'ESMA e i rapporti con le Autorità nazionali

Una volta adottata la proposta di regolamento l'ESMA risulterebbe titolare dei poteri, attualmente attribuiti alle Autorità competenti nazionali, informativi, di indagine e ispettivi nei confronti delle agenzie di rating, delle persone che partecipano alle attività di rating, delle entità sottoposte a rating e terzi collegati, di eventuali soggetti

⁽⁴⁾ Con riferimento al processo di esame delle domande di registrazione, la nuova proposta di Regolamento al momento in discussione include una norma transitoria che prevede che, per le agenzie di rating che hanno presentato domanda entro il 7 settembre 2010 (quindi incluse le tre grandi agenzie di rating internazionali), l'esame della domanda e quindi la decisione finale sulla concessione o meno della registrazione sarebbe presa dagli attuali Collegi di autorità competenti nazionali. Tale previsione appare opportuna, al fine di salvaguardare la continuità del processo di esame delle domande di registrazione.

cui siano state esternalizzate funzioni rilevanti e di tutte le altre persone diversamente collegate o connesse con le agenzie di rating o le attività di rating.

L'ESMA potrà, pertanto, esaminare e ottenere copia di documenti, procedere ad audizioni personali o richieste di chiarimenti, richiedere registrazioni telefoniche e dati relativi al traffico telefonico, apporre sigilli su locali, libri o sigilli nel corso di un'ispezione. Nell'ipotesi in cui le informazioni o i documenti forniti risultassero incompleti, inesatti o fuorvianti o di rifiuto di sottoporsi ad un'ispezione, la Commissione Europea, su proposta dell'ESMA, potrà infliggere, per ciascun giorno di ritardo, penalità di mora (penalty payment).

L'ESMA dovrà, tuttavia, collaborare con le Autorità nazionali.

L'esercizio dei poteri ispettivi prevede un obbligo di consultazione dell'Autorità dello Stato Membro nel cui territorio è prevista l'ispezione, mentre per il semplice svolgimento di un'indagine l'ESMA sarebbe soltanto tenuta ad informare in via preventiva l'Autorità dello Stato Membro. Detta Autorità potrebbe richiedere di assistere alle attività ispettive ovvero di indagine. Tuttavia l'ESMA potrebbe specificamente richiedere l'assistenza dell'Autorità nazionale competente, che avrebbe pertanto l'obbligo di fornire la cooperazione richiestale. Inoltre l'ESMA, oltre a chiedere assistenza, potrebbe delegare alle Autorità nazionali il compimento di attività specifiche.

La delega non comporterebbe, in ogni caso, alcun esonero di responsabilità per l'ESMA, che manterrebbe il potere di emanare istruzioni all'Autorità cui è conferita la delega.

I poteri esercitabili dalle Autorità di vigilanza nello svolgimento di un'indagine o ispezione per conto dell'ESMA sarebbero i medesimi attribuiti dalla proposta di Regolamento all'Autorità europea.

Nella proposta al momento in discussione, è previsto, come accennato, che tale potere di delega riguardi compiti di vigilanza « specifici », che debbono costituire oggetto di consultazione con l'Autorità competente nazionale prima dell'attribuzione della delega, con specifico riferimento a: (a) l'ambito dei compiti da delegare; (b) la tempistica per il loro svolgimento; (c) la trasmissione delle informazioni necessarie da e all'ESMA.

Si tratta di norme di particolare rilevanza che consentono, tra l'altro, di utilizzare l'esperienza delle Autorità nazionali che, per la prossimità ai soggetti e al mercato vigilato, possono essere a conoscenza di aspetti, derivanti ad esempio dal monitoraggio degli emittenti o dei titoli coinvolti, tali da consentire di individuare con maggiore precisione ed efficacia gli ambiti su cui indirizzare l'attività di vigilanza, e quindi l'oggetto e la tempistica della delega degli specifici compiti.

Al riguardo, potrebbe valutarsi l'opportunità di prevedere espressamente nell'articolato che, per le attività di vigilanza che richiedono un contatto più diretto con l'ambito locale (quali le attività di richiesta di informazioni o di indagine generale relative ai rating emessi o ai meccanismi e alle procedure interne adottati dall'agenzia di rating), le Autorità nazionali possano formulare anche direttamente richieste di informazioni e documenti alle agenzie di rating. In alternativa, tali attività potrebbero essere espressamente previste tra quelle oggetto di eventuale delega.

XVI LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 23 SETTEMBRE 2010

La possibilità di svolgere direttamente tali azioni di vigilanza faciliterebbe e renderebbe più efficace, peraltro, l'attività di segnalazione delle Autorità nazionali all'ESMA, in merito a possibili casi su cui procedere con ulteriori indagini, ai fini dell'irrogazione finale, da parte dell'ESMA stessa, di misure di vigilanza o di sanzioni pecuniarie (queste ultime eventualmente per il tramite della Commissione Europea).

La proposta prevede inoltre obblighi di cooperazione tra l'ESMA, le Autorità competenti degli Stati Membri e le Autorità competenti in ambito settoriale e responsabili per l'utilizzo dei rating nella normativa di settore (ad esempio quella sui requisiti patrimoniali degli intermediari), ai fini dell'esercizio delle funzioni loro assegnate ai sensi del Regolamento.

* * *

L'interazione tra Autorità nazionali e ESMA funziona anche in senso ascendente (c.d. *bottom up approach*) in virtù del quale le Autorità nazionali segnalano possibili violazioni che abbiano identificato o di cui siano venute a conoscenza.

L'ESMA è tenuta ad adottare le azioni opportune informando l'Autorità dell'esito intermedio della segnalazione.

L'Autorità competente può altresì richiedere espressamente all'ESMA – nel caso in cui valuti che l'attività di una agenzia di rating costituisca una violazione seria e persistente, tale da avere un impatto significativo sulla protezione degli investitori o sulla stabilità del sistema finanziario del Paese membro – di sospendere l'utilizzo per scopi regolamentari dei rating emessi da detta agenzia da parte delle istituzioni finanziarie o delle altre entità che utilizzano i rating per fini regolamentari.

La decisione ultima rimane tuttavia di esclusiva competenza dell'ESMA che deve informare l'Autorità competente qualora ritenga che la richiesta sia ingiustificata.

Tale potere di segnalazione all'ESMA da parte di un'Autorità competente può riguardare anche il venir meno delle condizioni per la registrazione; in questo caso, qualora l'ESMA decida di non dar corso alla richiesta dell'Autorità competente di ritirare la registrazione, dovrà fornire a quest'ultima piena motivazione di tale decisione.

I poteri di enforcement dell'ESMA

In materia di *enforcement*, la proposta di Regolamento, nell'ottica di accentramento a livello europeo di tutte le competenze in materia di vigilanza sulle agenzie di rating, sottrae agli Stati Membri la facoltà di prevedere ed applicare sanzioni a carico delle agenzie di rating che abbiano commesso violazioni.

Tuttavia, la perdita della potestà sanzionatoria da parte degli Stati Membri non si traduce in un'attribuzione *tout court* dei poteri di *enforcement* all'ESMA.

XVI LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 23 SETTEMBRE 2010

La proposta di Regolamento, infatti, ripartisce le competenze in materia di *enforcement* tra l'ESMA e la Commissione Europea, operando una distinzione tra misure cautelari e interdittive (divieto temporaneo di emissione di nuovi rating; sospensione dell'uso dei rating in questione finché non si è posto fine all'infrazione; revoca della registrazione; ordine di porre fine ad una violazione; pubblicazione della notizia della commessa violazione) e sanzioni, suddivise in « ammende » e « penalità di mora ». Tanto le misure cautelari e interdittive quanto le ammende possono essere applicate solo in ipotesi di violazioni tassativamente previste in un apposito allegato della proposta.

In materia di sanzioni, l'ESMA avrebbe, nelle intenzioni della Commissione Europea, solo il compito di proporre l'applicazione delle stesse mentre la competenza ad assumere le relative decisioni rimarrebbe nella disponibilità di quest'ultima.

La scelta di attribuire la potestà sanzionatoria alla Commissione Europea piuttosto che all'ESMA non appare condivisibile ed è contraddittoria rispetto alla disciplina comunitaria di settore: mentre quest'ultima tende a rafforzare l'autonomia ed indipendenza dei regolatori nazionali dagli organi di indirizzo politico, la misura in parola affida importanti funzioni di *enforcement* – fulcro della vigilanza – alla Commissione Europea, ovvero all'organo che può essere assimilato all'interno dell'Unione all'organo esecutivo.

Tale argomento è oggetto di ampio dibattito all'interno del gruppo di lavoro del Consiglio che sta esaminando la proposta mentre non è dato di conoscere allo stato gli orientamenti del Parlamento Europeo.

L'attribuzione di un potere sanzionatorio diretto all'ESMA sembrerebbe possibile, pur nel rispetto dei vincoli imposti dal Trattato, a condizione che l'ambito discrezionale dell'autorità sia definito rigidamente, ad esempio stabilendo dei criteri che consentano almeno di stabilire degli intervalli (range) all'interno dei quali l'importo della sanzione deve essere individuato.

Peraltro, la proposta della Commissione di definire un « catalogo » tassativo di violazioni passibili di misure di vigilanza o sanzioni costituisce, essa stessa, un profilo problematico, in quanto espone al rischio – comune a tutte le elencazioni tassative – ovvero quello di creare possibili « vuoti » normativi che rendano non possibile procedere ad *enforcement* (5) pur in presenza di comportamenti non corretti o illeciti.

6) I RIFLESSI SULL'ATTIVITÀ DELLA CONSOB

L'attività di vigilanza della Consob sulle agenzie di rating si è svolta sin qui nell'ambito della più generale attività di vigilanza sull'informativa societaria e finanziaria diffusa quotidianamente sugli

⁽⁵⁾ Nel dettaglio, l'allegato alla proposta elenca espressamente soltanto violazioni di specifici obblighi connessi a: (i) conflitti di interesse; (ii) funzione di controllo interno; (iii) requisiti operativi; (iv) ostacoli alle attività di vigilanza; e (v) disposizioni in materia informativa.

emittenti e sui titoli quotati. Non esistevano, infatti, nell'ordinamento interno norme specifiche in materia di regolamentazione e vigilanza sulle agenzie di rating.

Salvo che nel caso di indagini in materia di abusi di mercato (manipolazione del mercato e/o *insider trading*), gli interventi effettuati dalla Consob nei confronti delle agenzie di rating hanno avuto, pressoché esclusivamente, la forma di azioni di *moral suasion*.

La Consob è pertanto intervenuta in quei casi in cui l'emissione di giudizi di rating è apparsa – per il loro contenuto e/o per la loro tempistica – turbare il regolare andamento del mercato o di singoli titoli; tali interventi si sono normalmente caratterizzati nella segnalazione alle agenzie di rating coinvolte, in un'ottica come detto di moral suasion, delle criticità riscontrate nell'attività di elaborazione dei rating (in primis relative alla tempistica della produzione e diffusione degli stessi) o delle carenze organizzative rilevate in tali circostanze. In taluni casi, la Consob ha svolto anche accertamenti in materia di abusi di mercato che non hanno tuttavia fatto emergere elementi tali da ritenere opportuno il proseguimento delle indagini.

L'attività svolta più di recente, con riferimento a tali finalità, ha riguardato gli eventi verificatisi il 6 maggio scorso, quando il mercato azionario ha reagito negativamente a un rapporto diffuso da Moody's, a mercati aperti, che esprimeva forti dubbi sulla tenuta del sistema finanziario italiano, essenzialmente a causa del forte peso del debito pubblico, che, secondo il report dell'agenzia di rating, poteva produrre delle ripercussioni appunto sul sistema bancario, pur fino a quel momento piuttosto solido. Il giorno successivo, peraltro, Moody's è sembrata in parte correggere il tiro, evidenziando sia la stabilità del sistema bancario italiano, sia la buona capacità della politica economica nel far fronte ai problemi di debito pubblico.

In questo caso, l'intervento della Consob, concretizzatosi nell'invio di tre lettere a Moody's e alle altre due grandi agenzie di rating internazionali (Standard and Poors e FitchRatings), ha avuto come obiettivo quello di rappresentare l'esigenza che, specialmente nel caso di rapporti che non presentano esigenze di estrema urgenza nella loro diffusione, come è apparso quello in questione, l'agenzia di rating valuti con attenzione l'opzione di diffondere gli stessi a mercati chiusi, al fine di minimizzare gli effetti in termini di volatilità dei mercati e di tutelare nel miglior modo possibile gli investitori.

Anche in questo caso, gli interventi svolti hanno quindi avuto la forma di azioni di *moral suasion*. La Consob ha peraltro svolto anche ulteriori accertamenti sull'operatività sul mercato nelle giornate in cui si sono verificati tali eventi, anche per il tramite della cooperazione internazionale, al fine di individuare comportamenti, da parte di taluni operatori del mercato, riconducibili a fattispecie di abusi di mercato. Allo stato, tali indagini non hanno evidenziato elementi tali da configurare ipotesi di questo tipo.

* * *

Il Regolamento comunitario n. 1060/2009, prevedendo, come descritto in precedenza, un obbligo di registrazione per le agenzie di rating che intendono operare all'interno dell'Unione Europea – sulla base dell'accertamento, da parte delle Autorità competenti

riunite in un Collegio, di una serie di informazioni previste dal Regolamento stesso – nonché una serie di poteri in materia di azioni di vigilanza e di misure di *enforcement* e sanzionatorie, ha messo a disposizione delle Autorità di vigilanza degli strumenti piuttosto efficaci ai fini del concreto esercizio di una vigilanza *on-going* sulle agenzie di rating.

Nella fase attuale, la Consob sta esaminando, insieme con le altre Autorità competenti europee, le domande presentate dalle varie agenzie di rating in ambito europeo ai fini dell'ottenimento della registrazione. L'esame delle domande implica l'accertamento di una serie di requisiti, descritti dal Regolamento, che devono essere soddisfatti sia formalmente che sostanzialmente, affinché la richiesta di registrazione possa essere accolta.

Tale esame riguarda sia le domande presentate dalle grandi agenzie di rating internazionali, in primo luogo Standard and Poor's, Moody's e FitchRatings, sia le domande presentate da varie agenzie di rating avente carattere locale, i cui rating si riferiscono prevalentemente, se non esclusivamente, ad emittenti di un unico Paese, e sono normalmente utilizzati solo da intermediari di quel Paese.

L'esame delle domande presentate dalle agenzie di rating internazionali è svolto tramite l'attività di un Collegio di Autorità competenti, cui la Consob partecipa insieme ad altre Autorità europee. Tali agenzie di rating presentano in Europa una struttura di gruppo – caratterizzata dalla presenza di varie società avente sede legale in diversi Paesi dell'Unione Europea.

Tutte e tre le grandi agenzie di rating internazionali, Standard and Poor's, Moody's e FitchRatings, hanno una propria sede legale in Italia; di conseguenza, la Consob risulta Autorità competente del Paese membro d'origine (Home Competent Authority) (6) per ognuna di tali agenzie, insieme alle Autorità competenti degli altri principali Paesi membri.

Come in precedenza evidenziato, i poteri in materia di registrazione, vigilanza ongoing ed enforcement, attualmente attribuiti alle Autorità competenti nazionali, tra cui la Consob per l'Italia, sono destinati ad essere attribuiti all'ESMA (l'European Securities and Markets Authority), una volta approvata la nuova proposta di Regolamento comunitario in discussione. Al riguardo, una norma transitoria prevista da tale proposta stabilisce, in ogni caso, che per le domande di registrazione presentate entro il 7 settembre 2010, quindi incluse quelle delle tre grandi agenzie, il processo di registrazione sarà portato a termine dagli attuali Collegi di Autorità nazionali.

Una volta adottato il nuovo regime, il ruolo e le funzioni della Consob nei confronti delle agenzie di rating cambieranno, nuovamente, in modo radicale.

Infatti, la Consob eserciterà, essenzialmente, le proprie funzioni all'interno dell'ESMA, partecipando al relativo processo decisionale, riferito sia alle future richieste di registrazione, sia alle azioni di vigilanza, sia alle misure di *enforcement* e sanzionatorie.

⁽⁶⁾ Secondo il vigente regolamento è *Home Competent Authority* quella del Paese nel quale la società ha la sua sede sociale.

XVI LEGISLATURA - VI COMMISSIONE - SEDUTA DEL 23 SETTEMBRE 2010

Inoltre, la nuova proposta di Regolamento prevede, per le Autorità nazionali, un obbligo di segnalazione all'ESMA di eventuali infrazioni al Regolamento, commesse sia all'interno della propria giurisdizione sia in altre giurisdizioni. L'ESMA deve, al riguardo, adottare le opportune azioni di vigilanza e tenere informata l'Autorità nazionale dell'esito delle stesse. Inoltre, l'Autorità nazionale può anche richiedere all'ESMA, ove dovesse riscontrarne i presupposti, la sospensione dell'utilizzo per scopi regolamentari dei rating emessi dalla specifica agenzia e, anche in questo caso, l'ESMA deve informare l'Autorità nazionale dell'esito di tale richiesta.

Di conseguenza, anche con il nuovo Regolamento la Consob sarà chiamata a svolgere un'attività di vigilanza nei confronti delle agenzie di rating, finalizzata, come detto, all'adozione di decisioni consapevoli e motivate all'interno dell'organo decisionale dell'ESMA – cui partecipano i Presidenti delle varie Autorità nazionali – nonché alla segnalazione alla stessa di eventuali criticità nell'attività di rating.

Peraltro, il ruolo della Consob, così come delle altre Autorità nazionali, appare particolarmente importante in quanto, pur nel contesto di una vigilanza di carattere centralizzato, può ritenersi che le stesse abbiano « il polso » del mercato finanziario nazionale, derivante anche dall'attività di vigilanza svolta quotidianamente sullo stesso e avente ad oggetto l'informazione societaria, l'operatività sui titoli e gli eventuali profili di abuso di mercato, tale da consentire di individuare più efficacemente le eventuali violazioni del Regolamento comunitario e quindi indirizzare la successiva attività di vigilanza e di *enforcement* da parte dell'ESMA.

Al riguardo, sembra quindi opportuno che la collaborazione tra l'ESMA e le Autorità nazionali sia piena e continuativa. Il modello definitivo secondo il quale questa collaborazione verrà strutturata dovrà essere definito una volta formalizzata l'istituzione dell'ESMA.

In tale contesto la Consob intende operare in modo « attivo », svolgendo appieno le proprie funzioni di tutela del mercato, segnalando all'ESMA i casi di potenziali anomalie nel processo di produzione e diffusione dei rating che potrebbero fare presagire violazioni delle norme dettate dal Regolamento comunitario.

I segnali di anomalie tali da innescare concrete azioni di vigilanza potranno nascere, ad esempio, dall'osservazione di specifici casi di rating che appaiono non coerenti con altri flussi informativi a disposizione delle Autorità (ad esempio, un'eccessiva inerzia del rating a fronte di forti variazioni dei *credit default swap*, dei corsi azionari o dei dati contabili). Questi « segnali » potranno infatti rappresentare degli indicatori che l'ESMA potrà valutare al fine di adottare specifiche iniziative di vigilanza utilizzando i poteri di indagine e ispettivi di cui essa solo è titolare.



€ 4,00

Stampato su carta riciclata ecologica

16STC0012890