



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 12.11.2008
SEC(2008) 2746

DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE

che accompagna

la proposta di

REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO

relativo alle agenzie di rating del credito

SINTESI DELLA VALUTAZIONE D'IMPATTO

{COM(2008) 704 definitivo}
{SEC(2008) 2745}

1. INTRODUZIONE

Le agenzie di rating del credito (CRA) emettono pareri sul merito di credito che aiutano a superare l'asimmetria informativa tra coloro che emettono strumenti di debito e coloro che investono in tali strumenti. Le CRA hanno un impatto importante sui mercati finanziari, poiché i loro rating sono strettamente seguiti da investitori, emittenti, mutuatari e governi. È pertanto essenziale che esse forniscano rating indipendenti, obiettivi e di qualità primaria.

Dall'agosto del 2007 i mercati finanziari mondiali risentono di una grave crisi di fiducia. Si tratta di un fenomeno complesso, in cui sono coinvolti molteplici soggetti. Le CRA non possono essere considerate le uniche colpevoli delle attuali turbolenze finanziarie, che sono imputabili anche ad altri soggetti e a circostanze particolari. La crisi ha avuto origine nel mercato delle ipoteche residenziali *subprime* statunitense e si è diffusa successivamente ad altri settori dei mercati finanziari. Le CRA erano tuttavia vicine all'origine dei problemi con il mercato dei *subprime*: hanno infatti emesso pareri eccessivamente favorevoli sugli strumenti strutturati che erano congegnati finanziariamente in modo da suscitare un'elevata fiducia negli investitori. La valutazione dell'impatto esamina le risposte più appropriate ai problemi identificati.

Essa presenta una serie di soluzioni possibili per rimediare alla situazione a livello della UE. La Commissione propone una serie di misure aventi per oggetto i conflitti di interesse, la trasparenza delle attività delle CRA e aspetti qualitativi specifici del processo di rating. Queste misure dovrebbero essere supportate da un sistema di registrazione e di vigilanza introdotto dalla legislazione della UE da applicarsi alle CRA operanti nella UE.

2. QUESTIONI PROCEDURALI E CONSULTAZIONE PUBBLICA

Sulla scia degli scandali finanziari verificatisi negli USA e nell'UE all'inizio di questo secolo e a seguito della risoluzione sulle CRA adottata dal Parlamento europeo nel febbraio del 2004¹, la Commissione valutò molto attentamente se fosse o meno necessario emanare una nuova legislazione per regolamentare le attività delle CRA. In linea con il parere ricevuto dal comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) nel marzo 2005², la Commissione decise di non presentare nuove proposte sulle CRA, considerando che le direttive esistenti sui servizi finanziari applicabili alle CRA già fornivano una risposta alle principali preoccupazioni sollevate dal Parlamento europeo.

Le agenzie di rating del credito sono soggette a varie direttive sui servizi finanziari, in particolare alla direttiva sugli abusi di mercato³ e alla direttiva sui requisiti patrimoniali; esse applicano inoltre su base volontaria il codice di condotta della International Organization of Securities Commissions (IOSCO) "*Fundamentals for credit rating agencies*". Nel 2006 la

¹ Risoluzione del Parlamento europeo sul ruolo ed i metodi delle agenzie di rating (2003/2081(INI)).

² *CESR technical advice to the European Commission on possible measures concerning credit rating agencies*, CESR/05/139b, marzo 2005. Il CESR è un gruppo consultivo indipendente che assiste la Commissione europea, composto dalle autorità nazionali di vigilanza dei mercati mobiliari della UE, costituito nel giugno del 2001.

³ Direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 gennaio 2003, relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), GU L 96 del 12.4.2003, pag. 16.

Commissione europea ha emanato una comunicazione sulle agenzie di rating del credito⁴, nella quale concludeva che questo approccio le imponeva di controllare gli sviluppi in questo settore. Essa ha inoltre chiesto al comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari di controllare il rispetto del codice della IOSCO e di presentare una relazione annuale in materia.

La Commissione indicava che avrebbe considerato l'opportunità di proporre un atto normativo se fosse risultato che il rispetto delle norme dell'UE o del codice della IOSCO era insoddisfacente o se fossero emerse nuove circostanze – tra cui gravi problemi di fallimento di mercato o modifiche significative nel modo in cui le CRA sono regolamentate in altre parti del mondo.

Alla luce dei recenti eventi verificatisi nei mercati finanziari, la Commissione ha chiesto al CESR e al gruppo di esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (ESME)⁵ nell'autunno del 2007 di fornire una consulenza su vari aspetti dell'attività e del ruolo delle CRA nei mercati finanziari ed in particolare nella finanza strutturata. Essa ha seguito l'intero processo dei lavori di entrambi i gruppi, i quali hanno consultato ampiamente le parti interessate, in particolare in merito al ruolo della finanza strutturata nelle turbolenze nel mercato dei *subprime*. Il CESR ha presentato una relazione il 13 maggio 2008 e l'ESME il 4 giugno 2008.

Oltre a seguire attentamente l'andamento dei lavori del CESR e dell'ESME, la Commissione ha tenuto discussioni con le principali agenzie di rating ed altre parti interessate (associazioni di categoria dei settori assicurativo, mobiliare e bancario, fornitori di informazioni, ecc.). Essa ha inoltre ricevuto contributi scritti di un'ampia gamma di associazioni, operatori del mercato e parti interessate. In ambito internazionale ha seguito attentamente altri sviluppi internazionali, come ad esempio la revisione del codice di condotta delle CRA approvata dalla IOSCO il 26 maggio, la relazione del forum per la stabilità finanziaria (FSF)⁶ pubblicata il 7 aprile 2008 e le proposte di modifica della legge americana sulle CRA presentate l'11 giugno e il 1° luglio 2008. La Commissione ha inoltre seguito le consultazioni svolte sia dalla IOSCO sia dall'FSF. Ha preso in considerazione le varie iniziative proposte e/o attuate dalle CRA, individualmente o a livello settoriale, ed ha beneficiato di un intenso dialogo informale con le agenzie di rating. Essa ha inoltre invitato le parti interessate a prendere posizione in una consultazione pubblica iniziata il 31 luglio 2008 nell'ambito della quale ha ricevuto 82 contributi: 13 da agenzie di rating del credito, 52 da organizzazioni delle parti interessate (banche, associazioni, fondi di investimento, casse di risparmio, ecc.) e 17 da autorità di regolamentazione dei valori mobiliari e ministri delle finanze nazionali.

3. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA

I dati dimostrano che le CRA hanno fornito prestazioni decisamente peggiori quando hanno assegnato i rating a prodotti strutturati innovativi piuttosto che ai prodotti tradizionali.

⁴ GU C 59 dell'11.3.2006, pag. 2.

⁵ Il gruppo di esperti dei mercati europei dei valori mobiliari (ESME) è un organo consultivo che assiste la Commissione, composto da operatori ed esperti dei mercati mobiliari. È stato costituito nell'aprile del 2006.

⁶ Il forum per la stabilità finanziaria è stato convocato nell'aprile del 1999 e riunisce su base regolare le autorità nazionali responsabili della stabilità finanziaria in centri finanziari significativi, istituzioni finanziarie internazionali, raggruppamenti settoriali di autorità di regolamentazione e di vigilanza e comitati degli esperti delle banche centrali.

L'analisi della Commissione si concentra pertanto sulle questioni che sono emerse in relazione ai rating dei prodotti finanziari strutturati. Occorre tuttavia tenere presente che, a causa dei progressi in materia di innovazione finanziaria, problemi analoghi potrebbero verificarsi in futuro in altre aree in cui l'esperienza delle agenzie di rating del credito è nulla o limitata. Inoltre, talune deficienze emerse in rapporto ai rating della finanza strutturata hanno attinenza alla struttura, al modello aziendale ed ai processi interni delle entità, in altri termini possono avere un effetto anche sui settori più tradizionali di attività delle CRA.

3.1. Carenze nell'integrità delle CRA: conflitti di interesse nell'attività di rating

Tutti gli autori di contributi, le istituzioni e le parti interessate consultate hanno espresso il parere unanime che non sono stati evitati o gestiti in modo soddisfacente i potenziali conflitti di interesse al momento della valutazione dei prodotti strutturati da parte delle CRA.

3.2. Mancanza di qualità nella metodologia e nei rating

Il numero significativo di riduzioni di rating verificatesi nella seconda metà del 2007 e nel primo trimestre di quest'anno rispetto al primo semestre del 2007 indica chiaramente che i rating emessi prima dell'inizio delle turbolenze erano eccessivamente ottimisti e non riflettevano le condizioni di mercato delle attività sottostanti. Una delle ragioni di questa carenza è molto probabilmente la scarsa qualità delle metodologie utilizzate dalle CRA per l'emissione dei rating.

3.3. Mancanza di trasparenza nell'attività delle CRA

Le CRA non comunicano le caratteristiche ed i limiti dei rating per i prodotti finanziari strutturati con sufficiente precisione, né forniscono informazioni adeguate sulle principali ipotesi sottese ai modelli. Questa mancanza di informazione impedisce ai partecipanti al mercato di comprendere il significato dei rating. Le CRA forniscono informazioni sulla performance dei rating, ma tali informazioni non agevolano i raffronti tra le varie CRA.

4. OBIETTIVI

Per affrontare i problemi illustrati in precedenza occorre tradurre in requisiti sostanziali tre obiettivi specifici:

- 1) garantire che le CRA gestiscano qualsiasi conflitto di interessi in modo appropriato;
- 2) garantire che le CRA sorveglino la qualità della metodologia di rating e dei rating;
- 3) accrescere la trasparenza delle CRA.

Vi è inoltre un obiettivo più ampio prioritario, consistente nel garantire che le CRA rispettino maggiormente, in tutta l'Unione europea, le misure adottate per porre rimedio ai problemi individuati.

5. OPZIONI ALTERNATIVE

Alla luce degli obiettivi menzionati in precedenza sono state analizzate una serie di opzioni alternative.

5.1. Opzioni per quanto riguarda i requisiti sostanziali

5.1.1. "Garantire che le CRA gestiscano qualsiasi conflitto di interessi in modo appropriato"

Occorre affrontare una serie di questioni:

1. approccio generale in materia di conflitti di interesse;
2. conflitti di interesse innescati dall'attività di consulenza delle CRA;
3. dialogo tra gli analisti preposti al rating e l'entità valutata;
4. indipendenza delle persone partecipanti al processo di rating;
5. "shopping for ratings";
6. analisti che passano a lavorare per gli emittenti che hanno valutato.

5.1.2. "Garantire che le CRA sorveglino la qualità della metodologia di rating e dei rating"

Occorre affrontare una serie di questioni:

1. qualità delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi fondamentali di rating;
2. sorveglianza dei rating;
3. impatto delle modifiche delle metodologie;
4. qualità delle informazioni utilizzate nei rating;
5. questioni inerenti al personale;
6. impatto degli sviluppi di mercato e delle prospettive macroeconomiche.

5.1.3. "Aumentare la trasparenza delle agenzie di rating del credito"

Occorre affrontare una serie di questioni:

1. trasparenza dei processi e delle procedure interne;
2. contenuto dei rating;
3. differenziazione dei rating per la finanza strutturata;
4. statistiche in merito al rendimento delle CRA.

5.2. Strumenti per l'attuazione delle opzioni

Per quanto riguarda l'obiettivo globale di garantire che le CRA rispettino maggiormente in tutta l'Unione europea le misure adottate per rimediare ai problemi identificati, vengono esaminate le seguenti opzioni.

Opzione 1: autoregolamentazione, inclusi:

- a) il codice di condotta della IOSCO;
- b) il libro bianco del settore – si parte dal presupposto che le stesse agenzie possano trovare soluzioni appropriate ai problemi e alle preoccupazioni citate in precedenza⁷;
- c) le iniziative aggiuntive di singole CRA – diverse CRA hanno presentato alle autorità di regolamentazione e al mercato una serie di proposte di miglioramenti e si sono impegnate individualmente ad incorporarle nelle loro pratiche e procedure interne.

Opzione 2: un codice europeo per le CRA con il quale i membri del settore si impegnerebbero ad applicare volontariamente una serie di standard e ad accettare e seguire le raccomandazioni di un organo di controllo che verificherebbe l'osservanza dei codici da parte dei firmatari.

Opzione 3: una raccomandazione della Commissione che definisca gli standard che le CRA dovrebbero rispettare per operare nell'UE – gli stessi standard di cui all'opzione 4 (legislazione). Essa si baserebbe sul codice rivisto della IOSCO e sulle raccomandazioni del CESR e dell'ESME e includerebbe standard aggiuntivi considerati essenziali dalla Commissione.

Opzione 4: un atto normativo dell'UE che stabilisca un quadro di regolamentazione globale applicabile a tutte le CRA esistenti (e future) con attività in Europa i cui rating sono utilizzati per fini regolamentari, quali ad esempio la direttiva sui requisiti patrimoniali⁸. La proposta fisserebbe le condizioni per l'emissione di rating, introducendo una procedura di registrazione ed un regime di vigilanza esterna da parte delle autorità di regolamentazione dell'UE.

6. ANALISI DELL'IMPATTO

Dati il carattere ed i dettagli tecnici delle opzioni riguardanti gli obiettivi da 1 a 3, il loro particolare impatto non è riepilogato qui bensì nella relazione. In questa sede analizziamo soltanto i vari mezzi di applicazione della normativa.

Autoregolamentazione

Il codice della IOSCO non riesce a raggiungere gli obiettivi prefissati: la gestione dei conflitti di interesse da parte delle CRA resterebbe identica e pertanto inappropriata; le CRA non sarebbero obbligate a migliorare la qualità della loro metodologia di rating e dei loro rating; la trasparenza delle CRA non risulterebbe rafforzata; e non vi sarebbe alcun meccanismo di vigilanza e di applicazione coercitiva a disposizione delle autorità competenti. Il libro bianco dell'industria ed altre iniziative consentono grande flessibilità alle CRA, in quanto esse avrebbero la facoltà di adattarsi o meno ai nuovi requisiti, i quali avrebbero carattere

⁷ Nel gennaio del 2008 le cinque CRA principali hanno indirizzato congiuntamente un libro bianco alle autorità di regolamentazione contenente 12 proposte per migliorare il codice di condotta della IOSCO in relazione all'indipendenza, alla qualità e alla trasparenza dei rating del credito.

⁸ Direttiva 2006/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi ed al suo esercizio (rifusione).

volontario. Questi regimi non sarebbero tuttavia efficaci, in quanto non prevedono un forte meccanismo per il controllo del rispetto degli standard fissati. Inoltre non sarebbe garantito alcun quadro comune. L'opzione dell'autoregolamentazione è sperimentata dal 2006 ed il risultato è lungi dall'essere accettabile.

Un codice di condotta europeo

Questa soluzione sarebbe altamente flessibile, in quanto le CRA sarebbero in grado di applicare il principio "*comply or explain*" ("rispetta o spiega il mancato rispetto"). Essa ha il vantaggio di includere un organo di monitoraggio privo però di potere coercitivo, cosicché la sua efficacia sarebbe limitata. Essa garantirebbe un quadro comune affidabile, ma non potrebbe assicurare alcuna certezza giuridica significativa. Il risultato non sarebbe sufficiente a garantire il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Una raccomandazione della Commissione europea

Questa soluzione aiuterebbe a stabilire in certa misura un quadro comune, quanto meno per quanto riguarda i criteri di riferimento che le CRA dovrebbero soddisfare; tuttavia non potrebbe includere un meccanismo di applicazione coercitiva e pertanto avrebbe un'efficacia limitata quanto al raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Legislazione

Questa soluzione garantirebbe condizioni operative uniformi all'interno della Comunità per tutti gli operatori di mercato, ed eviterebbe la frammentazione del quadro giuridico in ordinamenti di 27 Stati membri, che potrebbe prodursi qualora la UE decidesse di non agire e di mantenere l'attuale regime di autoregolamentazione basato sul codice della IOSCO. Una proposta legislativa includerebbe un sistema di "vigilanza diligente" ed un meccanismo di applicazione coercitiva robusto e pertanto sarebbe efficace nel garantire il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Essa garantirebbe che il quadro proposto per l'emissione dei rating venga debitamente attuato e diligentemente vigilato e ne garantisce saldamente il rispetto.

7. RAFFRONTO DELLE OPZIONI – CONCLUSIONI

Dopo avere debitamente considerato gli impatti di tutte le opzioni specifiche e i loro vantaggi e svantaggi rispetto allo scenario di base, è possibile trarre le conclusioni seguenti.

Per raggiungere l'obiettivo 1 (garantire che le CRA gestiscano in modo appropriato qualsiasi conflitto d'interesse), le CRA dovranno garantire che tutti i conflitti d'interesse esistenti e potenziali siano identificati e/o eliminati o gestiti e comunicati in modo adeguato. Sarà indispensabile porre in atto disposizioni specifiche in materia di *governance* interna, in modo da favorire un cambiamento della cultura aziendale e delle politiche interne. Alle CRA sarà fatto divieto di prestare servizi di consulenza. Gli analisti preposti ai rating dovranno essere isolati dagli aspetti commerciali delle attività delle CRA e saranno soggetti a regole più rigorose per quanto riguarda il dialogo con il cliente. Prima che gli analisti possano essere impiegati da un ex cliente, dovrebbero applicarsi misure specifiche di salvaguardia. Infine, i clienti delle CRA dovrebbero essere scoraggiati dal ricorrere ad un dannoso "*shopping for ratings*".

Per raggiungere l'obiettivo 2 (garantire che le CRA restino vigili sulla qualità della metodologia di rating e dei rating), le CRA dovranno utilizzare metodologie che siano

rigorose, sistematiche, continuative e che possano essere convalidate sulla base delle esperienze storiche. Le metodologie, i modelli e le principali ipotesi di rating dovranno essere mantenuti aggiornati e saranno soggetti ad una revisione globale e periodica. Sarà stabilita una funzione di revisione interna per monitorare il rispetto della normativa in questo settore. Le modifiche alle metodologie di rating innescheranno un immediato adeguamento di tutti i rating esistenti interessati. Le CRA dovranno inoltre controllare ed aggiornare i singoli rating su base continuativa. Sarà necessario garantire maggiore trasparenza per aiutare gli utenti dei rating a comprendere la diligenza dovuta svolta sui dati a livello di attivi e integrata nei rating. Le CRA dovranno comunicare i livelli di personale per permettere un controllo più attento da parte del mercato.

Per raggiungere l'obiettivo 3 (aumentare la trasparenza delle CRA) occorre imporre alle CRA un obbligo generale di trasparenza per quanto riguarda il funzionamento dei loro processi e procedure interni, abbinato all'obbligo di pubblicare una relazione di trasparenza annuale. Sarà indispensabile fornire agli utenti dei rating informazioni sulle analisi svolte, sui limiti e sui rischi specifici esistenti. Le CRA dovrebbero inoltre utilizzare diverse categorie di rating per il debito strutturato ed il debito tradizionale, o fornire agli investitori informazioni aggiuntive quando valutano prodotti finanziari strutturati. Le statistiche sui rendimenti storici dovranno essere preparate utilizzando un sistema di misure che ne garantisca la comparabilità tra i diversi operatori di mercato.

La legislazione istituirà una procedura di registrazione per le CRA, al fine di garantire che i loro rating possano essere utilizzati da enti creditizi, imprese d'investimento, imprese di assicurazione vita e non vita, organismi di investimento collettivo e fondi pensione all'interno della Comunità. Il monitoraggio efficiente ed effettivo del rispetto dei requisiti sarà garantito in tutta la UE (**obiettivo globale**). La registrazione sarà effettuata dall'autorità competente di uno Stato membro, ma le autorità di regolamentazione di tutti gli Stati membri dovrebbero poter esprimere il loro parere attraverso il CESR. La vigilanza quotidiana sarà esercitata dalle autorità competenti degli Stati membri. La stretta collaborazione tra le autorità nazionali di regolamentazione e il coordinamento da parte del CESR sono prerequisiti per garantire una cultura comune di vigilanza ed un approccio di rete efficace. Le autorità di regolamentazione nazionali dovrebbero avere la facoltà di agire ed applicare sanzioni efficaci nei casi in cui le CRA non rispettino le norme. Anche in questo caso il CESR dovrebbe svolgere un ruolo importante nella creazione di una cultura comune del rispetto delle norme.