

*Università degli Studi  
di Brescia*



*Dipartimento di  
Economia Aziendale*

*Francesca GENNARI - Luisa BOSETTI*

***LA GOVERNANCE DELLE AGENZIE DI RATING:  
PRIME CONSIDERAZIONI  
ALLA LUCE DELLE RIFORME***

*Paper numero 111*

*Dicembre 2010*

LA GOVERNANCE DELLE AGENZIE DI RATING:  
PRIME CONSIDERAZIONI ALLA LUCE  
DELLE RIFORME

di

Francesca GENNARI  
Ricercatore confermato di Economia Aziendale  
Università degli Studi di Brescia

e

Luisa BOSETTI  
Assegnista di ricerca in Economia Aziendale  
Università degli Studi di Brescia

*La ricerca è frutto della riflessione congiunta dei due autori.  
Tuttavia, le singole parti possono essere così attribuite:  
a Francesca Gennari i paragrafi 12, 14 e 15; a Luisa Bosetti gli altri paragrafi.*

## Indice

1. Introduzione .....	1
2. L'attività di rating e i modelli di business.....	2
3. Gli utilizzatori dei rating .....	6
4. Il processo di rating.....	8
5. L'assegnazione del rating e le azioni di sorveglianza.....	11
6. Le esigenze di riforma nel settore del rating.....	13
7. I principi e il codice IOSCO per le agenzie di rating.....	16
8. La disciplina sulle agenzie di rating nell'Unione Europea .....	18
9. I controlli e la trasparenza nella disciplina sulle ECAI.....	19
10. Il regolamento comunitario 1060/2009.....	22
11. La disciplina statunitense .....	32
12. L'analisi comparata degli interventi normativi.....	37
13. Gli interventi delle autorità di vigilanza per l'attuazione delle riforme.....	42
14. La governance di un gruppo significativo di agenzie di rating: metodologia e risultati di un'indagine empirica .....	44
15. Conclusioni, limiti e sviluppi futuri .....	52
Bibliografia .....	55

## 1. Introduzione

Il rating è un giudizio sul rischio di credito che caratterizza un emittente o uno strumento finanziario ed è formulato da agenzie specializzate. I rating influiscono in misura rilevante sulle scelte di investimento nei mercati finanziari, portando così a riflettere su questioni quali: la qualità delle opinioni espresse dalle agenzie; l'indipendenza di queste ultime rispetto agli emittenti valutati; l'opportunità di favorire la concorrenza in un settore altamente concentrato, dove la quasi totalità dei giudizi sul merito creditizio è attualmente espressa, in ambito mondiale, da tre agenzie (Standard & Poor's Ratings Services, Moody's Investors Service e Fitch Ratings).

L'interesse per la tematica in oggetto si correla al ruolo che, innegabilmente, il rating svolge nei mercati dei capitali, trattandosi di un giudizio professionale, sintetico e motivato sull'affidabilità di emittenti e prodotti finanziari. In effetti, il rating può essere utilizzato dagli emittenti, dagli intermediari finanziari e dagli investitori.

Da tempo gli studiosi e i *regulators* si interrogano sui rischi di conflitto di interesse impliciti nel modello di business *issuer-pay*, impiegato dalle agenzie per la formulazione della maggior parte dei rating, e sulla necessità di migliorare la governance delle agenzie, i processi di assegnazione dei rating e la trasparenza verso i mercati, gli investitori e gli stakeholder in generale.

Le crisi che si sono susseguite nei mercati finanziari di tutto il mondo dall'inizio di questo secolo – alimentate da gravi scandali societari – hanno fatto emergere l'esigenza di una riforma sostanziale nel settore del rating, comportando l'apertura di un confronto tra istituzioni nazionali e sovranazionali investite di funzioni di vigilanza, di regolamentazione e consultive nell'ambito dei mercati dei capitali, agenzie di rating, imprese, banche e altri operatori finanziari. In particolare, alle agenzie di rating è stato spesso attribuito un ruolo pesantemente negativo nella propagazione delle crisi a livello mondiale, a causa di opinioni che si sono rivelate eccessivamente favorevoli per gli emittenti che le avevano in precedenza richieste e pagate, ma anche di ingiustificabili ritardi nell'aggiornamento dei rating e della scarsa qualità dei processi di valutazione. Nel complesso, si è pertanto venuto a creare un generalizzato clima di sfiducia nei confronti delle agenzie di rating, che ha imposto interventi sostanziali da parte dei legislatori e delle autorità di vigilanza sui mercati nelle principali aree economiche del mondo.

Sulla base delle premesse delineate, il paper persegue due obiettivi conoscitivi, il cui sviluppo si basa su fasi di ricerca distinte ma strettamente integrate.

In primo luogo, il paper illustra le caratteristiche operative delle agenzie di rating, proponendo un'analisi economico-aziendale di: i modelli di business impiegati; i soggetti che utilizzano i rating; le modalità di assegnazione dei rating ed il relativo monitoraggio ed aggiornamento (par. 2 – 5). Ciò permette di individuare ed approfondire le debolezze del sistema esistente con specifico riferimento alla governance, ai controlli e alla trasparenza delle agenzie di rating nei confronti dei mercati, concentrando l'attenzione sui fattori che hanno maggiormente stimolato il processo di riforma a livello internazionale (par. 6).

Il paper presenta successivamente un'approfondita analisi dei provvedimenti normativi e autodisciplinari vigenti in materia di rating (par. 7 – 11). Più precisamente si considerano: le raccomandazioni della IOSCO con validità mondiale; la normativa e linee guida sulle ECAI nell'ambito dell'Unione Europea; il regolamento comunitario 1060/2009; la disciplina statunitense delle NRSRO. L'analisi in oggetto si conclude con la formulazione di tavole sinottiche atte a facilitare l'espressione di un giudizio di efficacia sui differenti interventi normativi (par. 12).

Da ultimo, la ricerca assume carattere empirico focalizzandosi su due aspetti. Dapprima si descrive lo stato di attuazione delle riforme per quanto attiene alle autorità di vigilanza europee e statunitensi (par. 13). Successivamente si presentano e si discutono i risultati di un'indagine tesa a verificare i contenuti e la qualità della *disclosure* di un gruppo significativo di agenzie di rating, con l'obiettivo di evidenziare, allo stesso tempo, gli ambiti maggiormente lacunosi e le *best practices* internazionali (par. 14).

Sono formulate infine alcune considerazioni sui risultati emersi e sulle possibilità di sviluppo futuro della ricerca (par. 15).

## 2. L'attività di rating e i modelli di business

Le agenzie di rating sono imprese specializzate nella valutazione del rischio di credito. Esse esprimono opinioni sul merito creditizio di emittenti, privati e pubblici, e di loro specifici strumenti finanziari, manifestando così il proprio parere sull'eventualità che l'emittente possa fallire o che non sia in grado – integralmente e puntualmente – di pagare gli interessi e rimborsare i debiti – contratti sotto forma di mutui, obbligazioni e strumenti finanziari complessi (titoli strutturati)<sup>1</sup>.

I giudizi in oggetto, denominati rating, sono espressi sulla base delle informazioni a disposizione delle agenzie, che in molti casi le raccolgono direttamente presso gli emittenti avvalendosi della loro collaborazione. Più raramente le agenzie di rating fanno ricorso soltanto ad informazioni pubbliche, note a tutti gli operatori del mercato finanziario. Tuttavia, le agenzie di rating non hanno l'obbligo di verificare la veridicità delle informazioni fornite dall'emittente e, pertanto, non possono esserne ritenute responsabili<sup>2</sup>.

L'attività di valutazione condotta dalle agenzie di rating contribuisce a ridurre l'asimmetria informativa tra chi offre e chi domanda strumenti finanziari<sup>3</sup>, favorendo pertanto l'incontro tra le parti. In effetti, chi dispone di risorse da investire è spesso frenato dalla scarsa trasparenza da parte di coloro che manifestano fabbisogni finanziari, o dalla limitata capacità di interpretare le informazioni disponibili nel mercato. Peraltro, gli emittenti tendono a mantenere riservate talune informazioni sulle proprie strategie e sulle connesse prospettive di sviluppo, ma possono acconsentire a trasferirle alle agenzie di rating in forma confidenziale, affinché esse ne possano tenere conto nella formulazione dei pareri sul merito creditizio che sono successivamente resi noti al pubblico.

Il servizio di valutazione prestato dalle agenzie di rating presenta un valore economico, che dipende dai costi che esse sostengono per l'elaborazione e la pubblicazione dei pareri, nonché dai benefici di cui godono gli emittenti e gli investitori in termini di riduzione dell'asimmetria informativa e di incontro tra domanda e offerta di capitali. Tali considerazioni giustificano l'attribuzione di compensi alle agenzie di rating, la cui attività può essere richiesta e pagata da differenti soggetti. In tal senso si individuano quattro modelli di business per le agenzie di rating: due trovano oggi un effettivo impiego sul mercato, talvolta anche da parte delle stesse agenzie che ne realizzano un'opportuna combinazione (modello *issuer-pay* e modello *investor-pay*); altri due sono

---

<sup>1</sup> Comunicazione della Commissione europea 2006/C 59/02; *Credit Rating Agency Act*, 2006; Antenbrink e De Haan, 2009.

<sup>2</sup> Negli Stati Uniti, la SEC (*Securities and Exchange Commission*) ha tuttavia proposto che le società di rating effettuino controlli tesi a verificare l'integrità delle informazioni su cui fondano i propri rating, senza per questo operare come revisori esterni. Cfr. Champsaur A., 2005. Il ruolo della SEC rispetto agenzie di rating è affrontato nel paragrafo 11 del presente lavoro.

<sup>3</sup> Codice IOSCO, 2008; Listokin Y. e Taibleson B., 2010.

stati proposti dalla letteratura, ma non se ne riscontra l'utilizzo (modello cooperativo e modello BOCRA, *Buyer Owned and Controlled Rating Agencies*).

Nel modello *issuer-pay* l'emittente (*issuer*) assume un ruolo propositivo ai fini della pubblicazione del rating: tale soggetto, infatti, si rivolge ad una o più agenzie di rating per ottenere la valutazione della propria affidabilità complessiva come prenditore di fondi (rating dell'emittente), o della rischiosità di uno specifico strumento finanziario che ha collocato o che intende collocare sul mercato (rating dello strumento finanziario). A fronte del servizio di valutazione e indipendentemente dal suo risultato, l'emittente paga un compenso all'agenzia di rating (solitamente su base annuale): in questo caso, quindi, i ricavi dell'agenzia sono originati dalla cessione dei rating ai soggetti valutati.

L'emittente richiede esplicitamente di essere valutato da una o più agenzie di rating per assicurare il mercato sulla propria serietà come debitore. Un buon rating tranquillizza gli investitori effettivi e potenziali in relazione all'ottenimento degli interessi periodici e al recupero del credito a scadenza, agevolando la raccolta di mezzi finanziari da parte dell'emittente e consentendo a quest'ultimo di pagare tassi di interesse bassi a creditori e investitori. Infatti, i rating sono resi noti all'intero sistema finanziario e contribuiscono a determinare le condizioni alle quali avvengono le operazioni di credito e di investimento.

Il modello di business *issuer-pay* si basa sulla collaborazione tra l'emittente e l'agenzia in termini di circolazione delle informazioni rilevanti per la valutazione. Tale rapporto costituisce il punto di forza del modello, se questo è applicato secondo correttezza e responsabilità, ma al tempo stesso rischia di trasformarsi in un fattore di debolezza qualora prevalgano pratiche collusive per effetto delle quali l'agenzia di rating diffonde pareri eccessivamente positivi sul soggetto valutato, a fronte di compensi diretti o indiretti (ad esempio, giustificati da attività di consulenza) pagati da quest'ultimo.

L'applicazione virtuosa del modello *issuer-pay* prevede che l'agenzia di rating possa beneficiare di un accesso privilegiato alle informazioni (economico-finanziarie, ma non solo) sull'emittente, nello svolgimento delle analisi da cui scaturisce il rating. Infatti, l'impresa che ha richiesto la valutazione ha convenienza ad operare con la massima trasparenza e a fornire tutti gli elementi che consentono all'agenzia di rating di pervenire ad un giudizio soddisfacente.

La possibilità che l'agenzia di rating sia troppo accondiscendente nei confronti dell'emittente che paga la valutazione e il rischio che quest'ultimo nasconda informazioni lesive della propria immagine per ottenere un rating migliore, tuttavia, rappresentano i principali problemi del modello *issuer-pay*, che è stato spesso criticato in ambito internazionale anche dai *regulators*.

Al modello descritto si contrappone il modello *investor-pay* o *subscriber-pay*, in cui è l'investitore (una banca, un'impresa di assicurazione, un investitore istituzionale o talvolta individuale) a richiedere e pagare il rating per potersi avvalere, nelle proprie scelte di investimento, di giudizi professionali e obiettivi sul rischio di insolvenza dell'emittente. In particolare, l'investitore ricerca elementi che gli consentano di stabilire a priori se l'operazione finanziaria sia coerente o meno con la propria propensione al rischio.

Per effettuare una valutazione con il modello *investor-pay*, l'agenzia di rating impiega tutte le informazioni disponibili alla comunità finanziaria e rilascia un parere che l'investitore faticherebbe a formulare in autonomia.

A differenza dei rating *issuer-pay*, che sono pubblicati apertamente, i rating *investor-pay* hanno carattere riservato, essendo comunicati soltanto al soggetto che ne ha fatto domanda e che ha diritto alla tutela del servizio per il quale ha pagato<sup>4</sup>.

Quanto sopra affermato porta a riconoscere che l'attività delle agenzie di rating è ampiamente indotta dall'esplicita richiesta di pareri da parte di emittenti o investitori; la maggior parte dei rating è cioè "sollecitata" da soggetti portatori di specifici interessi. Tuttavia, le agenzie di rating possono attivare processi di valutazione anche in autonomia, determinando e comunicando agli operatori finanziari i cosiddetti *unsolicited ratings*, ossia giudizi non sollecitati. Tali rating sono promossi soprattutto dalle agenzie di minori dimensioni mosse da finalità competitive, intenzionate cioè ad espandere la propria quota di mercato assumendo l'iniziativa nel processo di rating.

Per esprimere rating non sollecitati, le agenzie utilizzano esclusivamente le informazioni diffuse al mercato, senza la possibilità di acquisirne ulteriori mediante un rapporto diretto con gli emittenti. I rating non sollecitati, pertanto, rischiano di essere meno affidabili rispetto a quelli originati dal modello *issuer-pay*, seppure svolgano una importante funzione di valutazione che risulta utile per gli investitori soprattutto in presenza di emittenti che ritardano o evitano la richiesta di pareri sulla propria meritevolezza creditizia, o che viceversa ricorrono ampiamente al fenomeno del "rating shopping". Tale espressione si riferisce al caso in cui l'emittente si rivolge all'agenzia di rating più compiacente, ovvero quella che sembra orientata a formulare i giudizi più congeniali alle attese dell'emittente per effetto dei criteri e dei metodi di valutazione da essa applicati: in altri termini, è come se l'emittente effettuasse un "acquisto premeditato" di rating<sup>5</sup>. L'intervento di altre agenzie che – in assenza di un pagamento specifico e, dunque, di potenziali conflitti di interesse – rilasciano autonomamente il rating sul medesimo emittente o strumento finanziario, costituisce una forma di protezione per gli investitori, che beneficiano di rilevanti elementi di comparazione. I rating non sollecitati operano, pertanto, come un meccanismo di difesa del mercato contro il rating shopping.

---

<sup>4</sup> Storicamente, l'attività di rating ha adottato dapprima un particolare modello *investor-pay*, a cui si è affiancato in seguito il modello *issuer-pay*. Nella prima metà del secolo scorso, infatti, le principali agenzie di rating erano solite pubblicare manuali contenenti i rating delle grandi società; tali manuali erano messi in vendita e acquistati tipicamente dalle banche e dalle biblioteche a beneficio dei potenziali investitori. Di fatto, chi acquistava il manuale finanziava l'attività dell'agenzia che lo aveva curato: i ricavi delle agenzie di rating dipendevano in larga misura proprio dalla vendita dei manuali, che erano stampati una volta all'anno.

Il modello descritto entrò in crisi per molteplici fattori. In primo luogo, molti rating erano resi noti alla comunità finanziaria con pesante ritardo, essendo inseriti nel manuale annuale, e al momento dell'utilizzo rischiavano pertanto di non essere più appropriati ad orientare le decisioni di investimento. A questo limite strutturale che metteva in seria discussione l'utilità per il mercato delle valutazioni condotte dalle agenzie di rating, si aggiungeva un problema di *free riding*: la diffusione delle fotocopiatrici, infatti, favoriva la divulgazione dei rating tra gli operatori, seppur in modo illegale, ma ledeva la capacità di reddito delle agenzie, in quanto riduceva sensibilmente le vendite di manuali.

Le circostanze descritte stimolarono la ricerca di un modello di business alternativo, che riuscisse a tutelare le attese economiche delle agenzie di rating e, al contempo, a garantire un idoneo grado di informazione alla comunità finanziaria in relazione ai rischi di insolvenza delle imprese richiedenti fondi. Si affermò così il modello *issuer-pay*, mediante il quale le agenzie di rating potevano trasferire sugli emittenti una quota significativa dei costi sostenuti per la produzione dei giudizi di affidabilità creditizia.

Si veda in proposito: Fons J.S., 2008.

<sup>5</sup> Per un'analisi del fenomeno del rating shopping si rinvia a Spreta V. e Veldkamp L., 2009.

In ogni caso, le agenzie di rating che emettono giudizi non sollecitati devono chiaramente avvisare la comunità finanziaria sulla natura di tali opinioni e sulle politiche che contraddistinguono le iniziative di valutazione intraprese in autonomia.

Le debolezze che possono manifestarsi nei modelli *issuer-pay* e *investor-pay*, nonché le difficoltà insite nell'emissione di rating non sollecitati, hanno portato gli studiosi a ricercare modelli di business alternativi. La letteratura ha proposto, in particolare, il modello cooperativo e il modello BOCRA, fondati entrambi sulla combinazione di elementi caratterizzanti quelli già effettivamente impiegati nel mercato del rating. Si tratta di modelli di business che non hanno ancora trovato un effettivo impiego da parte delle agenzie di rating, ma in relazione ai quali è stata evidenziata la capacità di migliorare l'oggettività dei rating e di accrescere l'efficienza e la trasparenza del mercato finanziario. Tuttavia, i due modelli alternativi possono dare luogo anche a fenomeni distortivi.

Nel modello di business *cooperativo*, la proprietà dell'agenzia di rating sarebbe detenuta dai suoi clienti (banche, fondi comuni, fondi pensione e altri investitori istituzionali)<sup>6</sup>. Nell'organizzazione cooperativa, i soci-clienti conferirebbero il capitale e acquisterebbero il servizio di rating a fronte di un dato compenso per l'agenzia, che successivamente potrebbe rendere disponibili i giudizi anche alla comunità finanziaria, senza far gravare su quest'ultima i relativi costi. L'utile eventualmente realizzato dall'agenzia sarebbe reinvestito nella stessa o distribuito tra i soci-clienti (che, allo stesso modo, sopporterebbero le perdite d'esercizio).

Nel modello cooperativo sembra che i soci dell'agenzia possano essere emittenti o investitori, o possano ricoprire l'una o l'altra posizione in circostanze differenti (ad esempio, una banca socia dell'agenzia di rating può richiedere il suo giudizio per collocare sul mercato un proprio prestito obbligazionario, oppure può necessitare di pareri su strumenti finanziari di aziende in cui è intenzionata ad investire).

Ad evidenza, il modello cooperativo può favorire la collaborazione tra l'agenzia di rating e il socio-cliente, vantaggiosa per entrambi quando quest'ultimo opera come investitore: infatti, il socio-cliente ottiene un servizio a condizioni economiche mutualistiche (ossia più vantaggiose rispetto al mercato), mentre l'agenzia di rating è certa di avere clientela. Resta tuttavia il problema tipico del modello *investor-pay*, ossia la impossibilità di accedere ad informazioni riservate sull'emittente, poiché non è sempre questo a richiedere il rating.

I limiti intrinseci del modello cooperativo emergono altresì quando il socio-cliente si presenta come emittente di strumenti finanziari: in tal caso il rapporto con l'agenzia lascia spazio alla formazione di conflitti di interesse dovuti ai condizionamenti psicologici o economici che l'agenzia può subire ad opera del socio-cliente, analogamente a quanto può verificarsi nel modello *issuer-pay*. Il rischio che il rating sia poco oggettivo, provocando distorsioni nell'allocazione delle risorse da parte degli investitori, costituisce probabilmente il maggiore ostacolo all'adozione del modello cooperativo di business nel settore del rating. D'altra parte, vale la pena di sottolineare come i rischi di conflitto di interessi in capo alle agenzie di rating abbiano da tempo allertato le autorità del mercato finanziario, generando importanti riforme che interessano soprattutto il modello *issuer-pay* ma che investono quindi, di riflesso, anche l'eventuale adozione del modello cooperativo.

---

<sup>6</sup> Sul modello cooperativo si veda Fons J.S., 2008.

Il modello BOCRA<sup>7</sup> suggerisce, invece, che la proprietà di un certo numero di agenzie di rating sia detenuta dagli investitori più rilevanti e sofisticati operanti nel mercato finanziario. Tali agenzie sarebbero sostanzialmente controllate dalla comunità finanziaria e, agendo nell'interesse di quest'ultima, sarebbero incentivate ad emettere rating prudenti, se non addirittura scettici. Queste agenzie – per le quali la letteratura ha coniato la denominazione di *Buyer Owned and Controlled Rating Agencies* (BOCRA) – non impiegherebbero tuttavia un modello di tipo *buyer-pay*: l'elemento di originalità della proposta in oggetto consiste infatti nella previsione in base alla quale l'attività delle BOCRA dovrebbe essere “trainata” dalle agenzie i cui rating sono pagati dagli emittenti. Per ogni rating emesso su richiesta di un emittente e, quindi, pagato da quest'ultimo presso una qualsiasi agenzia, dovrebbe essere pubblicato un rating anche da parte di una BOCRA a spese dello stesso emittente. In questo modo, il mercato disporrebbe sistematicamente di due pareri che, seppur pagati entrambi dall'emittente, rifletterebero la differente posizione ricoperta dalle agenzie intervenute nel processo: le BOCRA potrebbero così allertare il mercato in relazione a rating eccessivamente premianti per l'emittente e, allo stesso tempo, stimolerebbero maggiore obiettività anche da parte delle agenzie operanti secondo il modello *issuer-pay*.

Anche il modello BOCRA ha suscitato la perplessità degli studiosi. Infatti, esso si basa sulla condizione che la sua adozione sia promossa dalle autorità di vigilanza sui mercati, tramite un riconoscimento ufficiale della sua validità. Ciò ha portato i critici ad affermare che il modello BOCRA non potrebbe risultare del tutto efficace, essendo privo di un'origine spontanea nel mercato. Inoltre, la sua introduzione potrebbe essere evitata tramite un più intenso ricorso al modello *investor-pay*, già utilizzato da alcune agenzie di rating ufficialmente registrate e attive nel mercato internazionale<sup>8</sup>.

### 3. Gli utilizzatori dei rating

I modelli di business descritti pongono enfasi su due tipologie di utilizzatori dei rating, ossia gli emittenti e gli investitori. Due ulteriori categorie di utenti sono rappresentate dagli intermediari finanziari e dai prestatori di fondi in generale.

Gli emittenti privati (imprese e istituzioni finanziarie) e pubblici (Stati, Regioni e municipalità) favoriscono la circolazione di rating indipendenti come segnale della propria meritevolezza creditizia e della qualità del credito sottesa ai titoli che hanno collocato o stanno per collocare sul mercato. Così facendo, gli emittenti cercano di sensibilizzare nuovi investitori e di evitare che i possessori dei titoli decidano di cederli, soprattutto se si tratta di soggetti poco propensi al rischio.

Dal punto di vista dell'emittente, la determinazione del rating corrente può offrire altresì indicazioni sui tassi di interesse da praticare nei periodi successivi: il tasso di interesse è inversamente proporzionale alla rischiosità dell'emittente o dello strumento finanziario, la cui valutazione è sintetizzata nel rating. Inoltre, il rating dell'emittente è talvolta obbligatorio<sup>9</sup>.

---

<sup>7</sup> Il modello BOCRA è stato elaborato da Grundfest e Petrova, che lo hanno sottoposto alla SEC (*Securities and Exchange Commission*) come alternativa ai modelli già utilizzati dalle agenzie di rating. I due studiosi, in particolare, propongono che la SEC riconosca formalmente il modello, favorendone così l'impiego. Cfr.: Grundfest J.A. e Petrova E., 2009.

<sup>8</sup> Sulle critiche al modello BOCRA, si vedano: Ponce J., 2009; Rousseau S., 2009.

<sup>9</sup> Ad esempio, in Italia devono essere sottoposti a valutazione del merito di credito i titoli oggetto di operazioni di cartolarizzazione, che sono offerti ad investitori non professionali (L. 130/1999).

Generalmente, gli investitori si avvalgono dei rating in fase di composizione e di modificazione del proprio portafoglio, nonostante tali opinioni costituiscano soltanto uno tra gli elementi alla base delle effettive scelte di investimento<sup>10</sup>.

Agli investitori individuali, i rating consentono perlopiù di comparare gli emittenti o gli strumenti finanziari. Gli investitori istituzionali, invece, tendono ad utilizzare i rating in forma più articolata e professionale, ad esempio per completare o verificare le analisi che hanno condotto direttamente nei confronti degli emittenti, oppure per stabilire se un dato strumento finanziario sia compatibile con le soglie di rischiosità contemplate dalle linee guida d'investimento dei fondi comuni<sup>11</sup>, dai contratti stipulati con i clienti o, talvolta, dalla legge.

Gli intermediari finanziari che agevolano il trasferimento di risorse dagli investitori agli emittenti impiegano i rating per confrontare gli strumenti finanziari esistenti, ma anche per strutturare nuovi strumenti e determinare il tasso di interesse associato al loro collocamento sul mercato.

In certi casi, il ricorso al rating è determinato dalla possibilità di ottenere vantaggi economici. Ad esempio, nel caso dei broker e dei dealer, l'acquisto di strumenti finanziari che hanno ricevuto un rating "investment grade" (ossia positivo) è una condizione per poter applicare procedure contabili più favorevoli<sup>12</sup>.

Un'ulteriore categoria di utilizzatori dei rating è composta dai prestatori di fondi, che hanno interesse a valutare il rischio di controparte intrinseco nei contratti di mutuo. Questo è tipicamente il caso di imprese e banche che, concedendo un prestito, erogano oggi le risorse finanziarie alla controparte, ma non hanno certezze sulla controprestazione che riceveranno in futuro. In tali circostanze, il datore di fondi può chiedere ad una o più agenzie di rating di esprimere un'opinione sull'affidabilità del prenditore di fondi, per decidere se finanziarlo.

Il ricorso al rating appare ulteriormente giustificato in presenza di un terzo in posizione di garante: il datore di fondi, infatti, è parimenti interessato alla solvibilità del garante quanto a quella del prenditore di fondi, dato il ruolo sussidiario che il primo si impegna ad assumere qualora il secondo non adempia l'obbligazione contratta. Per il datore di fondi, pertanto, è importante procurarsi una valutazione del merito creditizio non solo dell'obbligato principale, ma anche del garante. Il monitoraggio costante e l'aggiornamento di tali rating nel tempo possono peraltro giustificare una variazione delle condizioni di prestito: ad esempio, un peggioramento del rating può allertare la banca che ha concesso un mutuo, portandola ad aumentare il tasso di interesse, a contrarre le linee di credito aperte o ad estinguere anticipatamente il prestito.

---

<sup>10</sup> Le scelte di investimento dipendono dalla propensione individuale al rischio e dalla connessa attesa di remunerazione (in termini di tasso di interesse), fattori che si correlano entrambi al rating. Tuttavia, altri elementi sono normalmente presi in considerazione dall'investitore: ad esempio, l'importo minimo che l'operazione impone di investire, la durata minima dell'investimento e quindi la possibilità di recuperare il capitale senza sostenere costi di uscita, l'incidenza delle spese di gestione sul reddito prodotto dall'investimento.

Lo sviluppo della finanza etica e l'istituzione di indici di sostenibilità nelle borse valori stanno dimostrando, da alcuni anni, che gli investitori prestano crescente attenzione anche ai valori etici, alla responsabilità, alle scelte di governance e all'orientamento alla sostenibilità che contraddistinguono le imprese. Nelle valutazioni condotte dagli investitori, gli elementi prettamente qualitativi assumono pertanto rilievo a fianco di quelli economici.

<sup>11</sup> Cfr.: SEC, 2008.

<sup>12</sup> Cfr.: Justensen P.J., 2009.

Una specifica tipologia di utilizzatori dei giudizi sintetici emessi dalle agenzie di rating è costituita dalle banche in applicazione degli Accordi di Basilea. Questi prevedono, infatti, che le banche accantonino una specifica quota di capitale di riserva, a fronte di ogni esposizione verso la clientela; l'accantonamento è calcolato in funzione di parametri fissati dagli Accordi di Basilea e dalla connessa direttiva 2006/48/CE ed è pari all'8% dell'ammontare del prestito corretto per predefiniti coefficienti di ponderazione del rischio associati alla classe di rating in cui si colloca il prenditore di fondi.

Le banche possono utilizzare differenti approcci per il calcolo della quota da accantonare, a seconda che siano autorizzate dall'autorità di vigilanza (ad esempio, la Banca d'Italia) ad elaborare internamente i rating (metodo dei rating interni o IRB<sup>13</sup>) o che utilizzino quelli emessi da agenzie di rating riconosciute a tale scopo, denominate ECAI (*External Credit Rating Institutions*) (metodo standardizzato<sup>14</sup>). L'importanza assunta dalle ECAI alla luce dell'evoluzione della normativa bancaria è uno dei fattori che enfatizzano la necessità di approfondire lo studio della governance delle agenzie di rating.

È opportuno precisare fin d'ora che, negli ultimi anni, si è assistito non di rado ad utilizzi impropri dei rating e a criticabili fenomeni di collaborazione tra le agenzie di rating e le imprese appositamente costituite dalle banche allo scopo di cartolarizzare i crediti in portafoglio (società veicolo o *special purpose vehicles*, SPV). In estrema sintesi, tali imprese operano come intermediari tra le banche e gli investitori, collocando sul mercato strumenti finanziari che spesso presentano una struttura complessa, difficilmente interpretabile dal mercato che tende pertanto a fidarsi dei rating assegnati a tali prodotti. In simili circostanze, il rating è utilizzato dalla banca e dalla SPV come elemento per accrescere l'interesse e la fiducia degli investitori; in tal senso, lo strumento finanziario è "costruito e corretto" con la cooperazione di una o più agenzie di rating, per avere la certezza che esso risulti compatibile con le metodologie di rating maggiormente premianti.

L'ultima situazione illustrata evidenzia indubbiamente un utilizzo inopportuno del rating, che si scontra con la funzione di tutela degli investitori che la procedura di valutazione dovrebbe garantire. L'impiego distorto dei rating in relazione alle operazioni di cartolarizzazione è proprio uno degli elementi principali che hanno alimentato il dibattito sulla necessità di riformare il settore del rating<sup>15</sup>, soprattutto alla luce della crisi economica dell'ultimo triennio.

#### 4. Il processo di rating

L'assegnazione del rating è il risultato di un processo complesso, che prevede l'intervento attivo di differenti soggetti appartenenti all'agenzia di rating e, in molti casi,

---

<sup>13</sup> Esistono due approcci basati sulla formulazione interna dei rating (*Internal Rating Based*, IRB):

- il metodo base, che impiega rating determinati dalla banca e parametri fissati negli Accordi di Basilea;
- il metodo avanzato, che utilizza rating e parametri elaborati autonomamente dalla banca.
- L'implementazione dei due metodi citati comporta maggiori investimenti per la banca rispetto al metodo standardizzato, ma le assicura maggiore discrezionalità. Per questo, l'uso dei metodi interni è condizionato all'ottenimento di una specifica autorizzazione.

<sup>14</sup> Il metodo standardizzato dovrebbe essere adottato dalle banche che non dispongono ancora di risorse umane e finanziarie idonee a garantire un'efficace applicazione del metodo IRB.

<sup>15</sup> Si veda in proposito il paragrafo 6.

all'emittente che viene valutato. Analogamente, il processo di rating si avvale di un variegato insieme di informazioni provenienti da molteplici fonti.

La formulazione del parere sulla solvibilità di un emittente o sulla affidabilità di uno strumento finanziario si basa su due metodologie principali: le agenzie di rating, infatti, possono adottare un approccio “relazionale” fondato sull'interazione tra gli analisti e il soggetto da valutare (*analyst-driven rating*), oppure possono utilizzare specifici modelli matematici e statistici (*model-driven rating*). È altresì possibile impiegare una metodologia mista.

Il modello di business di volta in volta messo in atto dall'agenzia di rating (in particolare, *issuer-pay* o *investor-pay*) può condizionare la scelta della metodologia per l'attribuzione del giudizio sintetico.

L'approccio relazionale si associa al modello *issuer-pay* posto che, quando il processo è originato dall'emittente, generalmente quest'ultimo si impegna a collaborare con l'agenzia di rating per metterle a disposizione tutte le informazioni utili alla valutazione. L'agenzia nomina pertanto un analista responsabile del processo (*lead analyst* o *primary analyst*) che, assistito da un gruppo di collaboratori, conduce interviste e colloqui con il management dell'emittente. Le informazioni quantitative e qualitative pubblicate dall'emittente nei documenti obbligatori e volontari di comunicazione esterna (bilancio d'esercizio e consolidato, relazioni infrannuali, documenti inviati ad organismi di vigilanza, bilancio sociale, ambientale, di sostenibilità e del capitale intellettuale, relazione sulla corporate governance e sulle remunerazioni degli amministratori, ecc.) possono essere così integrate da ulteriori elementi conoscitivi, spesso di carattere riservato; questi contribuiscono a delineare le prospettive future di sviluppo dell'emittente e, quindi, possono influenzare il giudizio sulla sua affidabilità creditizia nel breve e nel lungo periodo.

La metodologia *model-driven* si presta, invece, ad essere utilizzata quando il rating è richiesto e pagato da un investitore o quando è di tipo *unsolicited*. Poiché l'agenzia non ha la possibilità di interagire con il soggetto valutato, il rating dipende essenzialmente dalle informazioni economico-finanziarie divulgate al mercato nei documenti obbligatori. Tali informazioni vengono inserite in modelli quantitativi predeterminati per la realizzazione di analisi di bilancio e portano l'agenzia di rating a formulare un parere che riflette principalmente le condizioni di solidità, liquidità e redditività dell'emittente.

La metodologia *model-driven* può eventualmente essere impiegata nell'ambito di un processo di rating più ampio; in particolare, l'analisi matematico-statistica può costituire una fase dell'indagine svolta dall'agenzia di rating per pervenire al giudizio, facendola però precedere o seguire da incontri di approfondimento tra l'analista e l'emittente. In tali casi l'agenzia di rating utilizza un approccio ibrido, in cui la metodologia *model-driven* si combina con l'approccio relazionale.

Ad evidenza, l'approccio relazionale – anche nella sua forma elementare – tende ad essere più articolato e dispendioso rispetto a quello *model-driven*, poiché presuppone la frequente collaborazione tra il team di analisti e l'emittente. La notevole quantità e varietà di informazioni che possono essere raccolte e trattate, anche mediante l'accesso a fonti interne privilegiate, rende senz'altro più complesso il processo di rating, ma allo stesso tempo ne migliora l'efficacia. Più precisamente, gli analisti possono fare affidamento su:

- le informazioni pubbliche che l'emittente divulga alla comunità finanziaria e agli stakeholder in generale;

- le informazioni sul settore di appartenenza dell'emittente o sul suo mercato geografico di riferimento, che l'agenzia può avere già a propria disposizione qualora le abbia elaborate in corrispondenza della valutazione di imprese concorrenti;
- tutte le altre informazioni ritenute importanti per l'assegnazione del rating, anche di carattere preventivo e ipotetico; la richiesta di tali informazioni da parte degli analisti può essere programmata in anticipo o decisa sulla base delle esigenze che si manifestano durante gli incontri con l'emittente: i colloqui e le interviste devono garantire, infatti, un dialogo costruttivo tra il management del soggetto valutato e gli analisti, ma senza ledere l'indipendenza e l'autonomia di giudizio di questi ultimi.

Dal lato dell'emittente, gli incontri con gli analisti vedono la partecipazione dei massimi dirigenti con responsabilità finanziarie. Nel caso di emittenti privati, il team di analisti interagisce solitamente con il direttore finanziario dell'impresa (ed eventualmente anche con il responsabile finanziario del gruppo), nonché con il direttore generale e l'amministratore delegato; per acquisire specifiche informazioni, gli analisti possono rivolgersi ai direttori di funzione o di divisione e al risk manager<sup>16</sup>.

Il dialogo tra il team di analisti e il management dell'emittente deve chiarire le prospettive di durabilità aziendale, che si correlano alle strategie pianificate e intraprese per il raggiungimento degli obiettivi di medio e lungo termine, ma anche alle strutture e ai processi di governance, ai sistemi di controllo e alla cultura d'impresa. Assumono pertanto rilievo le informazioni su: storia ed evoluzione aziendale; trend settoriali; ambiente politico, economico e regolamentare; posizione competitiva dell'impresa; strategie di sviluppo; relazioni di comakership e partnership; relazioni con il sistema bancario e precedenti utilizzi di linee di credito; sistema di amministrazione e controllo; composizione degli organi di governance e di gestione; preparazione ed esperienza dei manager; propensione al rischio dei membri degli organi di governo e di gestione; organi e processi di orientamento comportamentale (controllo di gestione); strutture e politiche di risk management; controlli di efficacia ed efficienza sulle operazioni di gestione; verifiche di attendibilità dell'informativa; tutela dell'integrità del patrimonio aziendale; sistemi di prevenzione delle frodi; sistemi di revisione interna (internal audit)<sup>17</sup>.

Se gli elementi citati sono importanti per valutare un emittente, il rating di uno strumento finanziario si avvale anche di informazioni tecniche, che si riferiscono ad esempio a: struttura del titolo; termini e condizioni di pagamento degli interessi e di restituzione del prestito; esistenza di garanzie; priorità di rimborso rispetto ad altri strumenti dello stesso emittente.

Qualora l'analista responsabile del rating giudichi insufficienti le informazioni fornite dall'emittente, è tenuto a pretenderne l'integrazione; in presenza di informazioni incomplete o di dubbia attendibilità, l'assegnazione del rating dovrebbe essere rifiutata.

L'analista responsabile del processo giunge, di regola, alla formulazione di una proposta di rating, da sottoporre ad un comitato appositamente istituito dall'agenzia. Tale

---

<sup>16</sup> Se l'emittente è un ente pubblico, sono interlocutori dell'agenzia di rating i soggetti investiti di incarichi istituzionali o politici nella finanza dell'ente (ad esempio, il ministro dell'Economia, se l'emittente è lo Stato), spesso affiancati da soggetti con funzioni di sorveglianza o indirizzo (come la banca centrale).

<sup>17</sup> Si veda in proposito: Camera di commercio industria artigianato e agricoltura di Trieste, 2006.

Sul processo di costruzione del rating e sul loro impiego per l'erogazione dei fondi, si rinvia inoltre a: Gandini G., 2008.

comitato – la cui dimensione dipende dalla complessità dell'emittente o dello strumento da valutare, soprattutto quando questo è di nuova introduzione nel mercato – ha il compito di ripercorrere il processo condotto dall'analista principale, considerando in particolare la completezza delle informazioni qualitative e quantitative da questi impiegate. L'analista principale è generalmente uno dei componenti del comitato, per consentire una efficace illustrazione delle considerazioni formulate fino a quel momento e da cui è scaturita la proposta di rating. Del comitato fanno parte, inoltre, un analista senior di comprovata esperienza e altri analisti che hanno valutato emittenti comparabili a livello patrimoniale e finanziario od operativo (appartenenti, cioè, al medesimo settore o area geografica). Ai lavori del comitato possono generalmente assistere altri analisti, in particolare quelli che non hanno ancora maturato l'esperienza necessaria per effettuare valutazioni in autonomia e per i quali, pertanto, le riunioni del comitato rappresentano un'importante occasione formativa.

Il comitato di rating vota la proposta avanzata dall'analista responsabile, accogliendola o sospendendola per insufficienza di elementi. Nel primo caso il rating è comunicato all'emittente e al mercato, mentre nel secondo caso – se è stato adottato l'approccio relazionale – il comitato richiede al soggetto valutato di fornire informazioni integrative; in attesa di riceverle, il rating è comunicato come “atteso” (*expected rating*) e potrà essere confermato sulla base delle ulteriori informazioni trasmesse dall'emittente all'agenzia di rating.

Il processo di rating dura solitamente da due a tre mesi, dai primi incontri tra il team di analisti e l'emittente fino alla comunicazione ufficiale del rating. Le caratteristiche dell'emittente o dello strumento finanziario influiscono sulla durata del processo: ad esempio, la valutazione di uno strumento strutturato impiega tempi più lunghi rispetto a quella di un titolo tradizionale. La predisposizione di informazioni supplementari su richiesta del comitato di rating, in fase di revisione, presuppone invece che l'emittente risponda in pochi giorni: ciò dovrebbe garantire la stabilità di tutte le altre condizioni rispetto alle quali gli analisti hanno elaborato la proposta di rating.

## 5. L'assegnazione del rating e le azioni di sorveglianza

Il rating si compone di una parte sintetica e di una descrittiva: il giudizio elaborato dal team di analisti e approvato dal comitato di rating si sintetizza in una sigla alfabetica o alfanumerica<sup>18</sup>, accompagnata dalle motivazioni del parere stesso. Questo contribuisce a chiarire il significato del giudizio, anche in considerazione del fatto che ciascuna agenzia di rating utilizza una propria simbologia.

I rating sono ordinati secondo una scala decrescente, lungo la quale è possibile distinguere due macro-aree di giudizio, definite rispettivamente *investment grade* e *speculative grade*. I rating compresi nell'area di *investment grade* esprimono un rischio di credito debole e, pertanto, la meritevolezza dell'emittente o la buona qualità di credito

---

<sup>18</sup> A titolo esemplificativo, si riportano i simboli impiegati dalle principali agenzie mondiali per assegnare i rating di lungo termine agli emittenti, in ordine decrescente di qualità del credito:

- Standard & Poor's Ratings Services utilizza i simboli AAA, AA, A, BBB (*investment grade*), BB, B, CCC, R (“regulatory supervision”), SD (“selective default”), D (“default”) (*speculative grade*);
- Fitch Ratings impiega i simboli AAA, AA, A, BBB (*investment grade*), BB, B, CCC, CC, C, RD (“restricted default”), D (“default”) (*speculative grade*);
- Moody's Investors Service usa i simboli Aaa, Aa, A, Baa (*investment grade*), Ba, B, Caa, Ca, C (*speculative grade*).

associata ad uno strumento finanziario: è probabile, quindi, che l'investitore riscuoterà gli interessi e recupererà il capitale alle scadenze prefissate. Quando il rating di un emittente o di un titolo si colloca nell'ambito dello *speculative grade* (associato ad un rischio elevato), significa invece che al momento della valutazione l'emittente è in grado di far fronte agli impegni assunti nei confronti dell'investitore, ma in futuro potrà trovarsi in difficoltà, anche grave, in seguito a variazioni del contesto aziendale o dell'ambiente esterno. L'investitore che decide di finanziare un emittente o di sottoscrivere o acquistare uno strumento a fronte di un rating speculativo, è disposto a rischiare in cambio di tassi di interesse elevati.

La valutazione dell'affidabilità creditizia può essere effettuata per strumenti a lunga, media o breve scadenza; del pari, il rating degli emittenti può riferirsi a differenti orizzonti temporali<sup>19</sup>. L'utilità dei rating, tuttavia, dipende dalla loro attitudine a riflettere l'evoluzione del rischio di insolvenza, che può variare per cause endogene (in seguito a modificazioni nella struttura e nell'attività dell'emittente) ed esogene (collegabili a fenomeni di mercato, macroeconomici e politici). In tal senso il processo di rating non può esaurirsi con la comunicazione del giudizio, ma deve necessariamente proseguire nel tempo, mediante un monitoraggio dell'emittente o dello strumento finanziario che può portare l'agenzia di rating a confermare, migliorare, peggiorare o ritirare il parere inizialmente espresso.

L'aggiornamento periodico dei rating deve fondarsi sugli stessi criteri di indipendenza, trasparenza e accuratezza che il mercato pretende in occasione del parere iniziale: in particolare, le agenzie di rating devono mantenersi distaccate dai gestori di fondi, che potrebbero esercitare pressioni tese alla pubblicazione di rating elevati per gli strumenti finanziari che essi hanno precedentemente sottoscritto o acquistato, in modo tale da non trovarsi costretti a venderli o a subire un deprezzamento del portafoglio titoli.

Le agenzie di rating effettuano specifiche azioni di sorveglianza sui rating per confermarli o modificarli alla luce di eventi che potrebbero influire sulla capacità dell'emittente di rimborsare il capitale o di pagare gli interessi. Le azioni di sorveglianza sono avviate a fronte di probabili variazioni del merito di credito nel breve o nel medio periodo: in attesa che il rating sia confermato o modificato, esso è indicato come in stato di *watch* o di *outlook*.

Lo stato di *watch* (sorveglianza) segnala che il rating è in fase di riesame in vista di un suo possibile cambiamento nel breve periodo (in genere, nell'arco di tre mesi) per effetto di:

- un evento imprevisto che impone all'agenzia di rating di acquisire nuove informazioni (ad esempio, in caso di fusione, ricapitalizzazione, privatizzazione di una impresa pubblica, o inaspettato sviluppo delle attività operative);
- una significativa variazione nella performance dell'emittente o dello strumento valutato, che l'agenzia di rating fatica ancora a stimare;

---

<sup>19</sup> I simboli utilizzati per i rating di lungo e di breve termine sono parzialmente differenti. Ad esempio, in ordine crescente di rischiosità nel breve termine e con riferimento all'emittente:

- Standard & Poor's utilizza i simboli A-1, A-2, A-3, B-1, B-2, B-3, C, R, SD, D e NR ("not rated");
- Moody's utilizza i simboli P-1, P-2, P-3 (dove P sta per "prime") e NP ("not prime");
- Fitch utilizza i simboli F-1, F-2, F-3, B, C, RD e D.

Inoltre, le agenzie sono tenute a distinguere i rating dei prodotti finanziari strutturati adottando una diversa simbologia: in tal senso, le principali agenzie aggiungono la sigla "sf" per gli strumenti di finanza strutturata (*structured finance*).

- una modifica nei modelli di valutazione impiegati dall'agenzia di rating con riferimento a settori, tipologie di emittenti o di transazioni.

Quando un rating è posto sotto osservazione nel breve periodo, l'agenzia deve precisare la probabile evoluzione che il giudizio subirà: lo stato di *watch* può essere *positivo* (se l'agenzia prevede di migliorare il rating), *negativo* (se prevede di peggiorarlo) o *in evoluzione* (se non riesce a precisare l'andamento atteso)<sup>20</sup> e può concludersi con una variazione pari a uno o più gradi sulla scala dei rating.

Lo stato di *outlook* (prospettiva) evidenzia la possibile evoluzione del rating nel medio periodo: solitamente, l'*outlook* è espresso rispetto a due anni per i rating *investment grade* e rispetto ad un anno per quelli *speculative grade*, che sono più volatili e suscettibili. L'*outlook* può essere *positivo*, *negativo*, *stabile* o *in evoluzione*.

Lo stato di *watch* o di *outlook* non è vincolante ai fini dell'aggiornamento dei rating. L'azione di sorveglianza non implica necessariamente la modifica del rating, che può rimanere invariato se l'analisi condotta dall'agenzia porta quest'ultima a confermare il giudizio esistente. Allo stesso modo, l'agenzia può aggiornare un rating che non sia stato dichiarato sotto osservazione, qualora acquisisca informazioni che giustificano il cambiamento.

## 6. Le esigenze di riforma nel settore del rating

L'interesse per la governance delle agenzie di rating si è decisamente affermato in questo decennio, caratterizzato da due importanti ondate di crisi nei mercati finanziari che hanno imposto l'adozione di interventi correttivi nei confronti delle società, delle borse e delle agenzie di rating stesse.

Nella prima metà del decennio si è assistito a clamorosi scandali societari che hanno coinvolto imprese leader dei rispettivi settori e affermate a livello mondiale (Enron, WorldCom, Vivendi, Cirio, Parmalat, ecc.); nel 2007, con il fallimento della banca statunitense Lehman Brothers, ha avuto inizio la crisi che è tuttora in atto e che ha colpito la finanza e l'economia reale di tutti i Paesi avanzati.

In occasione dei crac finanziari di inizio millennio, le agenzie di rating sono state accusate di avere attribuito giudizi eccessivamente positivi agli emittenti, contribuendo ad illudere gli investitori sullo stato di salute delle imprese. Le agenzie si sono spesso difese da tale accusa sostenendo di essere state ingannate, a propria volta, dalle manipolazioni dell'informativa economico-finanziaria realizzate dal management degli emittenti, talvolta anche con intenti fraudolenti. In aggiunta, le agenzie hanno evidenziato le palesi debolezze dei sistemi di controllo interno e l'inefficacia della revisione esterna<sup>21</sup>, condotta in certi casi con un approccio troppo permissivo nei confronti delle imprese. Tutto ciò non pare sufficiente, comunque, a giustificare il comportamento delle agenzie di rating, che sono state poco tempestive nell'aggiornamento dei giudizi a fronte di situazioni in rapido peggioramento.

L'attuale crisi economica ha portato nuovamente a riflettere sul ruolo delle agenzie di rating nei mercati finanziari, posto che i giudizi da esse espressi orientano le scelte della maggior parte degli investitori. La crisi dei mutui *subprime* ha amplificato il dibattito sulle agenzie di rating, che sono state da più parti considerate tra i principali re-

<sup>20</sup> Gli aggettivi possono variare: quelli citati sono utilizzati da Standard & Poor's e da Fitch, mentre Moody's impiega i termini *upgrade* (innalzamento), *downgrade* (declassamento) e *uncertain* (incerto).

<sup>21</sup> Cfr.: Conti V., 2010.

sponsabili della crisi, avendo sovente espresso pareri eccessivamente positivi su taluni emittenti (tra cui la già citata Lehman Brothers) e strumenti finanziari strutturati. In particolare, il frequente coinvolgimento delle agenzie nella preparazione di prodotti strutturati, da esse stesse successivamente valutati, ha alimentato i dubbi sulla obiettività dei rating pubblicati.

In effetti, le agenzie di rating hanno spesso prestato consulenze per la costruzione di strumenti finanziari strutturati, contribuendo a illudere il mercato sulla affidabilità di prodotti derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui *subprime* e alimentando al contempo il fenomeno del rating shopping.

Il processo di cartolarizzazione è avviato generalmente da una banca – definita *originator* – che vanta un significativo portafoglio crediti comprensivo di mutui. Al fine di smobilizzare i crediti prima della scadenza, la banca costituisce una società veicolo (*special purpose vehicle*, SPV), ossia un'impresa ad hoc indipendente alla quale trasferisce un selezionato pool di crediti mediante una cessione pro soluto.

I crediti che la banca cede alla SPV costituiscono gli *asset* (attività) di quest'ultima, mentre la controprestazione che grava sulla SPV nei confronti della banca consiste nel pagamento di tali crediti. Per acquisire le risorse necessarie al pagamento, la SPV emette strumenti finanziari garantiti dagli *asset* ricevuti e denominati, pertanto, *asset-backed securities* (ABS). Gli ABS sono obbligazioni strutturate di varia complessità e articolate in tranche; queste sono collocate presso gli investitori che, a fronte della sottoscrizione, acquisiscono il diritto all'ottenimento degli interessi periodici e al rimborso del capitale. Alle scadenze stabilite, i flussi di cassa dalla SPV ai sottoscrittori sono coperti mediante le entrate associate alle prestazioni dei debitori ceduti dalla banca alla SPV<sup>22</sup>.

Poiché l'oggetto sociale della SPV è limitato alla emissione di ABS, la società veicolo opera come un mero emittente di obbligazioni e necessita di assistenza e consulenza da parte di differenti soggetti. Ai fini del presente lavoro è utile citare l'*arranger*, ossia l'organizzatore del processo, che svolge un ruolo attivo e propositivo a fianco dell'*originator* e della società veicolo. L'*arranger* delinea la struttura degli ABS dopo avere studiato i modelli di valutazione adottati dalle agenzie di rating e resi noti al mercato: in questo modo il prodotto finanziario tende a presentare tutti i requisiti necessari a ottenere un rating elevato. Successivamente, l'*arranger* avvia un confronto con le agenzie stesse, finalizzato a correggere gli elementi che possono incidere negativamente sul giudizio di rating in fase di emissione e collocamento dei titoli: giudizio che sarà chiesto e pagato dalla SPV in qualità di emittente<sup>23</sup>.

Il processo illustrato enfatizza il rapporto collaborativo che viene a crearsi tra l'*arranger* – che agisce per conto dell'*originator* e dell'*issuer* – e una o più agenzie di rating. Esiste pertanto anche una relazione, seppure mediata, tra l'emittente e le agenzie, che ingigantisce il conflitto di interessi tipico del modello di business *issuer-pay*; si fa ancora più pressante, infatti, il rischio che le agenzie di rating formulino giudizi ecces-

---

<sup>22</sup> L'efficacia del meccanismo descritto è subordinata alle caratteristiche degli *asset* ceduti alla società veicolo e al coordinamento tra i flussi in entrata e i flussi in uscita per quest'ultima. In effetti:

- il pool di crediti ceduto dalla banca deve essere omogeneo per durata, piano di rimborso e tassi di interesse; deve inoltre produrre flussi di cassa periodici;
- le quote di capitale e gli interessi riscossi dalla SPV, nonché la distribuzione temporale di tali riscossioni, devono essere coerenti con i rimborsi e gli interessi da pagare ai titolari degli ABS: il rischio di mancata coerenza, che ricade sui possessori dei titoli, costituisce il rischio di struttura.

<sup>23</sup> Fender e Mitchell, 2005; Financial Stability Forum, 2008; Conti, 2010.

sivamente positivi sugli strumenti finanziari emessi dalla società veicolo, non soltanto perché è questa a pagare il rating, ma anche perché le agenzie hanno contribuito attivamente alla strutturazione dei titoli e quindi non hanno beneficiato a smentire la qualità del proprio operato assegnando rating bassi.

Nel 2007, la crisi dei mutui *subprime* – esplosa quando i clienti delle banche non sono più riusciti né a rimborsare il capitale avuto in prestito tramite contratti di mutuo, né a pagare gli interessi – ha determinato il fallimento di grandi banche e ha destabilizzato la finanza strutturata, che su quegli stessi mutui era stata sostanzialmente costruita. In tale situazione, pesanti responsabilità sono state imputate alle agenzie di rating a causa della loro collaborazione con gli emittenti di strumenti strutturati, così intrinsecamente complessi da non poter essere capiti e adeguatamente valutati dal mercato, che si è così fidato dei rating disponibili. Le medesime agenzie sono peraltro diventate le uniche “depositarie” delle informazioni necessarie a valutare quegli specifici strumenti, data la loro complessità: di fatto, per le altre agenzie di rating – soprattutto se di piccole dimensioni – è risultato impossibile emettere rating non sollecitati, che avrebbero potuto essere più obiettivi.

La diffusione della crisi ha quindi enfatizzato le debolezze del modello di business *issuer-pay*, il più utilizzato dalle agenzie di rating, e ha sovente sottolineato i ritardi nell’aggiornamento dei rating emessi, con la conseguente perdita di validità dei giudizi (“inerzia” del rating)<sup>24</sup>: è ciò che si è verificato, ad esempio, nella vicenda Lehman Brothers, il cui rating è rimasto elevato praticamente fino alla dichiarazione di fallimento della società. Del pari, le agenzie hanno trascurato l’aggiornamento e la modifica delle metodologie impiegate, utilizzando a lungo quelle tradizionali anche per strumenti innovativi e sofisticati. Inoltre, hanno sopravvalutato le prospettive economiche internazionali, trasferendo questa eccessiva fiducia nei rating, il cui ribasso è stato talvolta evitato per non rischiare di creare panico e di peggiorare situazioni già delicate.

Le critiche emerse di recente in relazione alle agenzie di rating hanno considerato anche la struttura del settore, che è contraddistinto da un’elevata concentrazione: Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch detengono oltre il 90% del mercato mondiale del rating, raggiungendo il 97% nell’area statunitense<sup>25</sup>. La struttura oligopolistica disincentiva l’ingresso di nuove agenzie, che faticerebbero ad acquisire una quota di mercato sufficiente per sopravvivere in economicità: la reputazione e la notorietà delle tre grandi agenzie hanno a lungo costituito una pesante barriera all’entrata in un settore dominato dal modello di business *issuer-pay*. Similmente, sarebbe alquanto dispendioso per le piccole agenzie pubblicare rating non sollecitati (e quindi non remunerati) senza poter accedere ad informazioni riservate sull’emittente.

In mancanza di una effettiva concorrenza, la qualità dei rating emessi dalle agenzie consolidate è probabilmente peggiorata; tuttavia, l’apertura del mercato ad altri operatori non costituisce di per sé una soluzione sicura, poiché almeno all’inizio potrebbe tradursi in maggiori opportunità di rating shopping per gli emittenti presso le agenzie più accomodanti alla ricerca di una rapida affermazione<sup>26</sup>.

I fenomeni illustrati sono maturati in un contesto di ampia fiducia nei meccanismi di autoregolamentazione dei mercati che – secondo un approccio di tipo *outsider* – sareb-

---

<sup>24</sup> Conti, 2010.

<sup>25</sup> In base ai dati pubblicati dalla SEC nel suo ultimo rapporto annuale sulle agenzie di rating registrate come NRSRO, le quote di mercato di Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch sono pari rispettivamente a 40%, 35,5% e 21,5%. Cfr.: SEC, 2009.

<sup>26</sup> The World Bank, 2009; Conti, 2010.

bero in grado di sanzionare automaticamente i comportamenti scorretti. La forte opacità che, negli anni passati, ha caratterizzato l'attività di rating e la governance delle agenzie (generalmente non quotate e pertanto non soggette a vincoli rigorosi di comunicazione esterna, fino alle più recenti riforme) ha però fatto fallire questo meccanismo.

Nonostante i pesanti segnali della necessità di un cambiamento forte e condiviso a livello mondiale, l'intervento delle autorità politiche è stato a lungo rimandato, confidando peraltro nel rispetto, da parte delle agenzie di rating, delle raccomandazioni formulate dalla IOSCO (*International Organizations of Securities Commissions*) a partire dal 2003.

L'attuale crisi economica ha imposto una sostanziale inversione di tendenza, che si è realizzata tramite l'emanazione di provvedimenti vincolanti tesi a:

1. individuare specifiche autorità per il settore del rating, investendole di poteri di vigilanza e di intervento nei confronti delle agenzie;
2. imporre alle agenzie l'adozione di strutture e procedure interne di governance e di controllo basate sull'indipendenza, sulla prevenzione dei conflitti di interesse e sulla trasparenza.

Nei successivi paragrafi si presentano le iniziative autoregolamentari e legislative che, in questo secolo, hanno impresso una significativa svolta nel settore del rating, con implicazioni sia per la governance e il funzionamento delle agenzie, sia per il riconoscimento formale di queste ultime. L'attenzione è posta dapprima sui provvedimenti della IOSCO, che hanno natura autodisciplinare e sono rivolti alle agenzie di rating di tutto il mondo; successivamente ci si concentra sulla disciplina adottata nelle due aree economiche più avanzate del pianeta (Unione Europea e Stati Uniti). L'analisi mira ad individuare raccomandazioni e norme in tema di corporate governance, di controllo esterno e interno, nonché di comunicazione alle autorità di vigilanza e ai mercati. Lo studio teorico è completato da considerazioni di carattere comparativo tra i provvedimenti esaminati, quale necessaria premessa all'indagine empirica illustrata nella parte successiva del lavoro.

## 7. I principi e il codice IOSCO per le agenzie di rating

In ambito internazionale, il primo intervento significativo diretto a delineare norme di condotta per le agenzie di rating e per il loro staff è costituito dalle pubblicazioni della IOSCO. In particolare, nel settembre del 2003 e nel dicembre del 2004, tale organismo ha predisposto rispettivamente un insieme di principi e un codice (rivisto nel maggio del 2008) che dovrebbero contribuire a migliorare la protezione degli investitori che fanno affidamento sui rating, nonché ad accrescere la correttezza, l'efficienza e la trasparenza dei mercati finanziari<sup>27</sup>.

I documenti della IOSCO garantiscono ampia flessibilità e discrezionalità di implementazione in modo tale da poter essere adottati dalle agenzie di rating di qualsiasi Pa-

---

<sup>27</sup> I principi e il codice sono considerati dalla IOSCO come documenti complementari, anche se i principi sono ripresi e specificati all'interno del codice. Per approfondimenti si vedano: IOSCO, 2003; OICV – IOSCO, 2004 (documento rivisto in maggio 2008).

La IOSCO ha curato numerose altre pubblicazioni in tema di agenzie di rating, tra cui si ricordano una nota sul coordinamento internazionale della sorveglianza sulle agenzie (marzo 2009) e alcuni rapporti sul grado di adesione delle agenzie al codice di condotta (l'ultimo in marzo 2009). Inoltre, l'organismo ha promosso consultazioni pubbliche per raccogliere pareri sulle esigenze di aggiornamento dei principi e del codice di condotta, nonché sul ruolo delle agenzie nel mercato degli strumenti strutturati (maggio 2008).

ese, indipendentemente dalla legislazione e dalla regolamentazione nazionale, che devono comunque prevalere<sup>28</sup>. In effetti, le regole proposte dalla IOSCO non hanno carattere obbligatorio per le agenzie; tuttavia, l'organismo auspica che queste ultime le incorporino nei propri codici di condotta. In particolare, ciascuna agenzia dovrebbe pubblicare sul proprio sito internet il codice di condotta di cui si è dotata, descrivendo le eventuali deviazioni rispetto al modello suggerito dalla IOSCO e precisando come sia ugualmente garantito il raggiungimento degli obiettivi esplicitati dall'organismo sovranazionale (principio *comply or explain*).

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:

1. la qualità e l'integrità del processo di rating;
2. l'indipendenza e la prevenzione dei conflitti di interesse;
3. la responsabilità dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori e degli emittenti, che comporta:
  - nel primo caso, la trasparenza e la tempestività nella comunicazione dei rating;
  - nel secondo caso, il trattamento confidenziale delle informazioni ricevute per la formulazione dei giudizi.

Ai temi menzionati si dovrebbero associare, secondo le raccomandazioni della IOSCO, specifici processi di controllo interno e di comunicazione agli stakeholder. Viceversa, l'organismo non prevede regole in materia di corporate governance e di vigilanza esterna da parte di specifiche autorità.

### ***Il controllo interno***

Il controllo interno comprende tutti i processi di orientamento, verifica e ispezione realizza da uno o più organi aziendali allo scopo di migliorare l'efficacia, l'efficienza e la correttezza della governance. Con riferimento alle agenzie di rating e secondo l'impostazione privilegiata dalla IOSCO, il controllo interno dovrebbe includere le procedure finalizzate a garantire la pubblicazione di rating obiettivi, in quanto supportati da adeguate informazioni e formulati da soggetti che non presentano legami (personali, familiari, lavorativi o riconducibili al possesso di strumenti finanziari) con l'emittente valutato. Inoltre, l'agenzia di rating dovrebbe tenere separate le unità preposte alla emissione dei rating e quelle impegnate in attività di consulenza, allo scopo di prevenire i conflitti di interesse connessi alla determinazione e al pagamento dei compensi da parte del soggetto valutato.

Il codice IOSCO suggerisce altresì l'istituzione di una funzione di revisione da affidare ad analisti senior, responsabili di valutare la possibilità che l'agenzia emetta rating su soggetti e strumenti diversi da quelli di cui si è interessata fino a quel momento. Con

---

<sup>28</sup> Si osservi che i principi e il codice della IOSCO sono intervenuti in un settore che, in svariati Paesi, era generalmente privo di una specifica normativa o regolamentazione. Le agenzie di rating, inoltre, godevano talvolta di ingiustificabili esoneri dagli obblighi imposti agli altri operatori del mercato finanziario.

Al riguardo, è interessante citare il caso dell'Italia, dove il Testo unico della finanza (d.lgs. 58/1998) – modificato dalla Legge sul risparmio (L. 262/2005) – esclude espressamente le società di rating dall'elenco dei soggetti che, producendo o diffondendo ricerche e valutazioni su strumenti finanziari, sono tenuti a «presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce» (art. 114 c. 8).

riferimento ai rating più complessi, un'unità di revisione indipendente dovrebbe altresì rivedere le metodologie e i modelli impiegati dall'agenzia, nonché i loro cambiamenti.

Un soggetto indipendente, infine, dovrebbe verificare il rispetto del codice di condotta, della normativa e della regolamentazione da parte dell'agenzia di rating e del suo staff (controllo di *compliance*).

### ***La comunicazione esterna***

La comunicazione agli stakeholder dovrebbe riguardare sia le procedure e gli output dell'attività di rating, sia la gestione dei conflitti di interesse, al fine di generare fiducia nei confronti dell'agenzia.

Sotto il primo profilo, il codice di condotta della IOSCO raccomanda alle agenzie di rating di rendere pubblici i giudizi formulati, descrivendo le metodologie e gli assunti della valutazione.

Con riferimento ai conflitti di interesse, le agenzie dovrebbero comunicare con completezza e tempestività sia quelli effettivi sia quelli potenziali, nonché le procedure di prevenzione implementate. A tali informazioni dovrebbero aggiungersi la generale descrizione delle politiche di remunerazione concordate con gli emittenti valutati e l'indicazione degli eventuali compensi pagati da questi ultimi per servizi di consulenza. La *disclosure* dovrebbe riguardare, inoltre, l'esistenza di clienti da cui derivi almeno il 10% del fatturato annuale dell'agenzia, in modo tale che gli stakeholder possano identificare il rischio di conflitti di interesse.

### ***I limiti dell'approccio autodisciplinare***

L'esplosione della crisi economica e le contestuali accuse alle società di rating hanno evidenziato i limiti dell'approccio autodisciplinare<sup>29</sup>: in primo luogo, il codice IOSCO – seppure progressivamente migliorato nei contenuti a seguito di un processo di rivisitazione – appare talvolta eccessivamente astratto e generico; inoltre, l'adozione volontaria del codice non offre sufficienti garanzie al mercato e agli investitori, lasciando alle agenzie di rating la possibilità di discostarsi dalle raccomandazioni a fronte di adeguate motivazioni; infine, il documento stesso rimanda più volte alla normativa nazionale propria di ciascun Paese in cui operano le agenzie, sottolineando altresì l'opportunità che siano pubblicati leggi e regolamenti coercitivi sulle materie affrontate anche dalla IOSCO.

In Europa e negli Stati Uniti hanno preso avvio, pertanto, processi di riforma tesi ad introdurre o a rafforzare le norme obbligatorie in tema di rating, determinando un crescente avvicinamento legislativo tra le due macro-aree. Ciò tende peraltro a confermare il fatto che, a fronte di una crisi economica di portata globale, si rendono necessari interventi fondati su logiche condivise e convergenti.

## **8. La disciplina sulle agenzie di rating nell'Unione Europea**

L'Unione Europea ha affrontato la disciplina sulle agenzie di rating in alcuni provvedimenti, caratterizzati da un diverso grado di approfondimento sul tema.

La direttiva 2003/6/CE – che si concentra sull'abuso di informazioni privilegiate e sulla manipolazione del mercato – impone alle agenzie di rating l'obbligo di riserva-

---

<sup>29</sup> Si veda in proposito la relazione che accompagna la proposta di regolamento comunitario relativo alle agenzie di rating del credito, pubblicata il 12 novembre 2008.

tezza sulle informazioni privilegiate a cui hanno avuto accesso, su autorizzazione dell'emittente, nell'ambito del processo di rating. La collegata direttiva 2003/125/CE chiarisce che i rating non costituiscono raccomandazioni all'investimento; ad ogni modo, invita le agenzie di rating a valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne volte a garantire che la presentazione dei rating avvenga in modo corretto e che tali giudizi siano obiettivi, indipendenti e affidabili. Inoltre, la direttiva in oggetto obbliga le agenzie a comunicare al pubblico gli eventuali conflitti di interesse, effettivi e potenziali, in relazione agli emittenti e agli strumenti valutati.

Le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE sui requisiti patrimoniali degli enti creditizi e delle imprese d'investimento introducono la definizione di "agenzia esterna per la valutazione del merito di credito" (*External Credit Assessment Institution*, ECAI), in seguito agli Accordi di Basilea. Inizia così a delinearsi l'interesse della Commissione Europea per una particolare tipologia di agenzie di rating, la cui attività rende necessarie azioni di controllo esterno preventivo finalizzate al riconoscimento ufficiale dello status di ECAI.

L'esigenza di definire norme obbligatorie per tutte le agenzie di rating operanti all'interno dell'Unione Europea ha successivamente portato alla stesura del regolamento 1060/2009, attualmente in fase di modifica per quanto riguarda le autorità di vigilanza competenti. Il regolamento si inserisce in un contesto comunitario affidato in prevalenza ancora all'autodisciplina, per effetto soprattutto di una esplicita scelta della Commissione Europea che – nella Comunicazione 2006/C 59/02 sulle agenzie di rating del credito – ha raccomandato l'adozione del codice volontario della IOSCO.

Tenuto conto della specificità e dell'importanza in ambito comunitario della disciplina sulle ECAI e del regolamento 1060/2009, di seguito se ne presenta un'analisi focalizzata sui controlli e sulla comunicazione esterna.

## **9. I controlli e la trasparenza nella disciplina sulle ECAI**

Come osservato in precedenza, la rilevanza delle ECAI è riconducibile agli Accordi di Basilea, per effetto dei quali i rating formulati da tali istituzioni possono essere utilizzati dalle banche – nell'ambito del metodo standardizzato e del metodo IRB (limitatamente alle posizioni verso cartolarizzazioni) – per la determinazione dei coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito.

In questa sede, pare pertanto opportuno richiamare i requisiti necessari per il riconoscimento di un'agenzia di rating come ECAI, alla luce dei seguenti provvedimenti:

- le direttive comunitarie 2006/48/CE e 2006/49/CE<sup>30</sup>, emendate dalle direttive 2009/27/CE, 2009/83/CE e 2009/111/CE, attualmente in corso di recepimento dai Paesi membri dell'Unione Europea per consentire l'entrata in vigore delle disposizioni nazionali entro il 31 dicembre 2010;
- le linee guida pubblicate dal CEBS (*Committee of European Banking Supervisors*) nel 2006 e in corso di revisione per garantirne la coerenza con l'evoluzione delle citate direttive comunitarie<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Ai fini del presente lavoro, assume rilievo soprattutto l'Allegato VI (*Metodo standardizzato*), Parte 2, della direttiva 2006/48/CE.

<sup>31</sup> La procedura per il riconoscimento delle ECAI è precisata nella Parte II delle *Guidelines on the recognition of External Credit Assessment Institutions* (20 gennaio 2006). All'inizio del 2010, tale documento è stato rivisto dal CEBS sulla base delle modifiche imposte dalle direttive comunitarie 27, 83 e 111

Per il nostro Paese, ulteriori precisazioni provengono dalla Banca d'Italia<sup>32</sup>, quale autorità di vigilanza nazionale responsabile della procedura di riconoscimento delle ECAI i cui rating possono essere impiegati da istituzioni creditizie italiane. Più precisamente, la Banca d'Italia adegua le proprie Disposizioni di vigilanza prudenziale alla disciplina comunitaria e alle linee guida del CEBS, precisandone le modalità di applicazione.

I provvedimenti citati definiscono un sistema di controlli esterni ed interni alle ECAI e impongono a queste ultime uno specifico regime di trasparenza, come si evince dall'analisi della procedura di riconoscimento. Al riguardo, è opportuno precisare che la procedura introdotta nel 2006 è stata recentemente modificata allo scopo di ridurre le verifiche – poste in capo all'autorità di vigilanza nazionale sul settore bancario – nel caso in cui l'agenzia di rating abbia già conseguito la registrazione ai sensi del regolamento 1060/2009: in tale situazione, infatti, il legislatore comunitario mira a snellire la procedura di riconoscimento e la connessa comunicazione all'autorità competente, continuando tuttavia a garantire la necessaria tutela del mercato e degli investitori.

La procedura di riconoscimento evidenzia il ruolo delle autorità bancarie nazionali come organismi di controllo esterno sulle ECAI, dotati di poteri di vigilanza informativa e supportati dal CEBS quale soggetto responsabile della produzione di linee guida in materia (funzione di indirizzo).

Il riconoscimento della status di ECAI ha validità nello Stato UE in cui è richiesto e ottenuto. La domanda di riconoscimento è presentata dall'agenzia di rating interessata<sup>33</sup> o da una banca intenzionata ad utilizzarne i giudizi; tale domanda è indirizzata all'autorità di vigilanza nazionale<sup>34</sup>, che verifica l'esistenza di specifici requisiti (procedimento diretto) effettuando così un controllo esterno preventivo sulle strutture e sui processi delle ECAI. Se l'agenzia in oggetto è già stata riconosciuta come ECAI in un altro Stato UE, l'autorità di vigilanza può limitarsi a convalidare tale riconoscimento anche per il proprio territorio (procedimento indiretto), secondo logiche di contenimento dei costi e di semplificazione delle procedure. A tale scopo, tutte le autorità di vigilanza nazionali operanti all'interno dell'Unione Europea sono invitate ad adottare le procedure identificate dal CEBS, affinché si realizzi una effettiva convergenza di valutazione in ambito comunitario<sup>35</sup>.

Per consentire all'autorità di vigilanza competente di formulare le valutazioni necessarie al conferimento dello status di ECAI, la domanda di riconoscimento deve essere ac-

---

del 2009. Il CEBS ha pertanto pubblicato un *consultation paper* (11 marzo 2010) per raccogliere pareri sulla bozza di documento elaborata in preparazione della versione definitiva.

<sup>32</sup> Si veda al riguardo il Titolo II, Capitolo 1, Sezione VIII delle *Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche* contenute nella Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, che è stata più volte aggiornata. Attualmente è in fase di valutazione una versione comprensiva delle recenti modifiche introdotte a livello comunitario in tema di ECAI: si rinvia in proposito al documento per la consultazione pubblica promossa dalla Banca d'Italia nel giugno del 2010.

<sup>33</sup> Qualora un'agenzia di rating sia a capo di un gruppo di agenzie operanti in diversi Paesi UE, essa può chiedere e ottenere il riconoscimento anche per le controllate, a patto che tutto il gruppo utilizzi le stesse metodologie di rating. In caso contrario, ciascuna agenzia è tenuta a presentare la propria domanda di riconoscimento.

<sup>34</sup> Con riferimento al nostro Paese, la Banca d'Italia ha riconosciuto la qualità di ECAI a quattro agenzie di rating: Fitch Ratings, Moody's Investors Service, Standard & Poor's Rating Services, Cerved Group (già Lince). Per le prime tre, il riconoscimento si estende anche alle controllate.

<sup>35</sup> Del pari, il CEBS raccomanda che le domande di riconoscimento presentate per la medesima agenzia alle autorità di vigilanza di diversi paesi siano oggetto di una valutazione congiunta e condivisa, al termine della quale ciascuna autorità assumerà tuttavia una decisione individuale.

compagnata da una presentazione complessiva dell'agenzia di rating e da informazioni di dettaglio sugli elementi di rilievo per la verifica dei requisiti tecnici. In tal senso, il CEBS ha predisposto un questionario che può essere integrato per decisione dell'autorità nazionale in relazione alle agenzie che sono, di volta in volta, oggetto di valutazione<sup>36</sup>.

In linea di principio, la presentazione dell'agenzia di rating deve comprendere:

- un inquadramento della struttura legale dell'agenzia di rating e del gruppo a cui appartiene, con indicazione – tra gli altri – dell'assetto proprietario, delle principali controllate e dei servizi accessori prestati; in particolare, è richiesto un elenco dei soggetti che detengono quote significative di capitale sociale (generalmente superiori al 10%)<sup>37</sup>;
- il numero di dipendenti full-time;
- l'elenco dei principali clienti e la percentuale di fatturato ad essi associato (solitamente almeno pari al 5%)<sup>38</sup>;
- i bilanci degli ultimi tre esercizi e le previsioni per i tre anni successivi;
- informazioni sull'adozione di un codice di condotta conforme alla *best practice* riconosciuta in ambito internazionale.

Le informazioni di dettaglio devono consentire all'autorità competente di verificare i requisiti tecnici che attengono a: la metodologia di rating impiegata dall'agenzia; le singole valutazioni di merito creditizio.

Con riferimento alla metodologia, l'autorità di vigilanza nazionale è tenuta a verificare: l'obiettività; l'indipendenza; la revisione costante; la trasparenza e la comunicazione.

La metodologia di rating è considerata obiettiva se è rigorosa, sistematica, continua e sottoposta a convalida sulla base dell'esperienza storica. In altri termini, essa:

- deve basarsi su tutte le informazioni disponibili;
- deve concludersi con la formulazione di rating equivalenti per soggetti che presentano le medesime caratteristiche e indipendentemente dagli analisti che intervengono nel processo;
- deve essere supportata da evidenze statistiche sulla sua adeguatezza in precedenti occasioni;
- deve essere corretta in base a test retrospettivi (*back-testing*) sui risultati effettivi.

L'indipendenza della metodologia di rating presuppone che la sua applicazione non sia inficiata né da pressioni esterne di tipo politico o economico, né da conflitti di interesse riconducibili, ad esempio, a: l'appartenenza dell'agenzia di rating ad organizzazioni (governative, politiche, economiche) interessate ad ottenere giudizi favorevoli per i propri associati; l'esistenza di un'impresa controllante che ricerchi rating positivi sfruttando la propria posizione rispetto all'agenzia; la dipendenza economica dell'agenzia da uno o più clienti principali; l'esistenza di rapporti commerciali o di consulenza tra l'agenzia e il soggetto valutato.

La valutazione in merito all'indipendenza deve tenere conto, pertanto, sia dell'adozione di misure tese a prevenire o gestire i conflitti di interesse (come la separazione dell'unità preposta alla formulazione dei rating da quelle incaricate di svolgere attività

---

<sup>36</sup> Il questionario è allegato alle *Guidelines* del 2006 (*Annex 1: Common Basis Application Pack*).

<sup>37</sup> A seconda delle dimensioni aziendali, la soglia di capitale sociale in relazione alla quale è richiesta la comunicazione può essere modificata.

<sup>38</sup> La percentuale di fatturato rilevante è modificabile in funzione delle dimensioni aziendali.

di consulenza o di marketing), sia dell'implementazione di processi di controllo interno ad opera di soggetti diversi da coloro che hanno formulato i rating.

Il requisito di revisione costante della metodologia sottintende l'adeguamento della stessa alle mutate condizioni finanziarie del soggetto valutato. La revisione della metodologia deve essere effettuata almeno una volta all'anno e va completata, se necessario, dalla revisione dei rating emessi in precedenza.

Il riconoscimento dell'agenzia quale ECAI è altresì subordinato alla verifica – da parte dell'autorità di vigilanza – della trasparenza sulle metodologie di valutazione impiegate, in modo che gli utilizzatori dei rating possano ragionevolmente giudicare la fondatezza dei giudizi diffusi. A tale scopo, le metodologie devono essere descritte in termini facilmente comprensibili e comunicate con mezzi appropriati (ad esempio, tramite il sito internet dell'agenzia di rating) che non comportino costi per i soggetti interessati.

L'autorità competente per la procedura di riconoscimento è tenuta ad appurare, inoltre, l'esistenza di requisiti tecnici relativi alle singole valutazioni di merito creditizio: rilevano in tal senso la credibilità e l'accettazione dei rating da parte del mercato, nonché la trasparenza e la pubblicità delle informazioni.

La credibilità e l'accettazione dei rating dipendono dall'affidabilità che gli utilizzatori riconoscono a tali valutazioni e sono associate a fattori quali: la quota di mercato dell'agenzia; l'impiego dei rating da parte di più enti creditizi, riscontrabile in ambito internazionale<sup>39</sup>; l'utilizzo dei rating come base per la determinazione di qualche tipo di prezzo.

La trasparenza e la pubblicità dei rating presuppongono che le valutazioni siano a disposizione di tutti gli enti creditizi, nazionali ed esteri, alle medesime condizioni, ossia senza discriminazioni di prezzo per l'accesso ai rating stessi. Come per le metodologie, tale requisito può tradursi nella pubblicazione dei rating sul sito web dell'agenzia.

Gli emendamenti alle direttive sui requisiti patrimoniali hanno semplificato la verifica dei requisiti tecnici per le agenzie già registrate in conformità al regolamento 1060/2009, considerando implicitamente soddisfatti i criteri focalizzati sulla metodologia di rating. Con riferimento alle agenzie registrate ai sensi del regolamento e che presentano anche domanda di riconoscimento come ECAI, l'autorità di vigilanza competente deve quindi verificare soltanto l'esistenza dei requisiti connessi alle singole valutazioni di merito creditizio. Al riguardo, la riforma in atto rafforza peraltro il requisito di trasparenza sui rating di prodotti strutturati, pretendendo che le agenzie spieghino pubblicamente in che modo le performance delle attività sottostanti incidono sul rating degli strumenti di finanza strutturata.

## **10. Il regolamento comunitario 1060/2009**

La disciplina comunitaria sulle agenzie di rating non può esaurirsi nei provvedimenti relativi alle ECAI, posto che non tutte le agenzie chiedono o ottengono il riconoscimento di tale status. Inoltre, la normativa sulle ECAI rischia di trovare differente appli-

---

<sup>39</sup> Il legislatore comunitario stabilisce che almeno due enti creditizi utilizzino il rating per l'emissione di obbligazioni e/o per l'analisi del rischio di credito. La Banca d'Italia distingue, invece, tra accettazione del rating a livello internazionale e nazionale: solo nel secondo caso, l'autorità precisa che il rating debba essere utilizzato da almeno cinque banche che abbiano sede in almeno tre regioni diverse e che appartengano a differenti gruppi bancari.

cazione nei vari Paesi dell'UE, in considerazione del fatto che il riconoscimento presenta validità nazionale.

La delicata situazione che si è venuta a creare nei mercati finanziari di tutto il mondo nell'ultimo triennio ha enfatizzato il generale fabbisogno di riforma nel settore del rating. In un contesto dominato dalla crisi economica, da una generale sfiducia nei confronti delle agenzie di rating e dalla conseguente esigenza di ripristinare un sistema credibile e affidabile di garanzie per gli investitori, nelle istituzioni comunitarie si è rafforzata la consapevolezza di dover introdurre un complesso coordinato di norme vincolanti orientate a:

- identificare specifiche autorità competenti con funzioni di supervisione e di vigilanza (preventiva e continuativa, diretta o indiretta) sulle agenzie di rating;
- incidere in misura sostanziale sulla struttura e sui meccanismi di governo e di controllo nelle agenzie di rating, nonché sui processi di comunicazione da queste realizzati a beneficio degli investitori e degli altri stakeholder;
- garantire una ampia uniformità sul piano internazionale per quanto concerne sia le modalità operative adottate delle agenzie, sia i poteri di vigilanza attribuiti alle autorità competenti.

In ambito comunitario, le finalità generali citate sono declinate dalla Commissione negli obiettivi espliciti<sup>40</sup> del regolamento 1060/2009, ossia: prevenzione e gestione dei conflitti di interesse in capo alle agenzie; miglioramento della qualità delle metodologie di valutazione e dei rating emessi; miglioramento della trasparenza per effetto di obblighi di comunicazione; introduzione di un sistema di registrazione e di vigilanza efficiente, idoneo a contrastare i fenomeni di *forum shopping* e di arbitraggio regolamentare tra i Paesi dell'UE<sup>41</sup>.

Il regolamento 1060/2009 si applica ai rating emessi dalle agenzie di rating del credito registrate nella Comunità Europea e che sono comunicati al pubblico o distribuiti previo abbonamento<sup>42</sup>.

Il regolamento introduce un articolato sistema di controlli sulle agenzie di rating, che comprende svariati processi riconducibili a tre livelli via via più penetranti:

1. i controlli esterni, attualmente coordinati dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*) e affidati alle autorità di vigilanza dei Paesi membri, che de-

---

<sup>40</sup> Cfr.: Proposta di regolamento, 12 novembre 2008, p. 4.

L'art. 1 del regolamento 1060/2009 afferma inoltre che il provvedimento mira a «migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle attività di rating del credito, contribuendo alla qualità dei rating emessi nella Comunità contribuendo così al buon funzionamento del mercato interno e realizzando nel contempo un grado elevato di protezione degli investitori».

<sup>41</sup> In altri termini, la Commissione intende eliminare il rischio che le agenzie di rating possano "selezionare preventivamente" il complesso normativo a cui sottoporsi: ad evidenza, quello per loro più conciliante. Ciò sarebbe invece possibile alla luce delle sostanziali differenze tra i sistemi adottati nei vari Paesi UE, qualora non ne fosse introdotto uno comune ed efficace in tutto il territorio della Comunità.

<sup>42</sup> Sono invece esclusi dall'applicazione della disciplina (art. 2 c. 2):

- a) i rating privati destinati esclusivamente al soggetto che li ha richiesti;
- b) i "credit scores" (punteggi sull'affidabilità creditizia);
- c) i rating per il credito all'esportazione, emessi in conformità alla direttiva 2006/48/CE;
- d) i rating prodotti dalle banche centrali, che non sono pagati dal soggetto valutato, non sono divulgati al pubblico, sono formulati secondo principi di integrità e indipendenza e non riguardano strumenti finanziari emessi dalle banche centrali dei rispettivi Stati membri.

- terminano l'accesso e la permanenza dell'agenzia nel settore e la sua operatività nel territorio europeo;
2. il controllo di corporate governance esercitato dal consiglio di amministrazione o di sorveglianza dell'agenzia, in particolare per mezzo di membri indipendenti;
  3. i controlli interni finalizzati alla revisione di metodologie, modelli e ipotesi su cui si basano i rating (*review*) e quelli di conformità legislativa (*compliance*): controlli in relazione ai quali ciascuna agenzia deve istituire due apposite funzioni aziendali, indipendenti dalle unità operative.

I tre livelli di controllo sono strettamente interrelati e partecipano congiuntamente allo sviluppo di una governance efficace e trasparente nelle agenzie di rating, idonea a tutelare le attese di correttezza comportamentale e informativa proprie del mercato. In particolare, il regolamento subordina la registrazione dell'agenzia di rating da parte delle autorità competenti all'esistenza di specifiche condizioni operative, su cui sono tenuti a vigilare i responsabili della *compliance* e della revisione, nonché i consiglieri di amministrazione o di sorveglianza (in primo luogo, quelli indipendenti) a cui essi riferiscono.

Il regolamento, inoltre, enfatizza l'importanza della comunicazione per il mantenimento di efficaci relazioni fra le agenzie di rating e gli stakeholder esterni. Accanto ad un'informativa obbligatoria a contenuto minimale è auspicabile, infatti, l'assunzione di un atteggiamento positivo in termini di *voluntary disclosure*, in un progetto complessivo di trasparenza comportamentale e comunicazionale.

### ***La vigilanza esterna***

Ai sensi del regolamento 1060/2009, la vigilanza esterna è finalizzata a garantire l'adeguatezza delle strutture, dell'attività e dei controlli nelle agenzie di rating che diffondono valutazioni di merito creditizio nel territorio della Comunità Europea.

La vigilanza (sulle agenzie, sulle persone che vi operano, sui terzi a cui sono esternalizzate funzioni e su altri soggetti collegati) si realizza tuttavia in modo differente a seconda che l'agenzia abbia sede legale in uno Stato membro o in un Paese extra-UE: nel primo caso, il processo trova attuazione a partire dall'analisi della domanda di registrazione presentata dall'agenzia di rating; nel secondo caso, può svilupparsi secondo le modalità associate alle procedure di certificazione o di avallo.

#### ***a) Il controllo sulle agenzie di rating registrate nella Comunità***

Con riferimento alle agenzie di rating che hanno sede legale in un Stato dell'UE, il controllo esterno consiste in un'attività di vigilanza affidata alle autorità competenti dei Paesi membri, assistite dal CESR: non si tratta pertanto di un controllo centralizzato, in quanto il potere decisionale è attribuito alle autorità nazionali, che coincidono generalmente con le Commissioni di vigilanza sui mercati finanziari (ad esempio Consob, AMF, FSA e BaFin rispettivamente per Italia, Francia, Regno Unito e Germania).

Nel complesso, si può affermare che il CESR eserciti funzioni di coordinamento e consultive, nonché di indirizzo. Alle autorità nazionali – in particolare a quella del Paese d'origine dell'agenzia – spettano invece funzioni di vigilanza informativa e ispettiva.

Le funzioni di coordinamento, consultive e di vigilanza informativa attribuite al CESR trovano attuazione, innanzitutto, nel processo di registrazione delle agenzie di rating. Il CESR, infatti, costituisce il cosiddetto "punto unico di accesso" al quale le agenzie con sede nella Comunità Europea devono presentare la propria domanda di re-

gistrazione. Al riguardo, è importante precisare che la registrazione è necessaria – ma non sufficiente – per acquisire la qualifica di ECAI.

Entro 5 giorni lavorativi dal ricevimento della domanda di registrazione<sup>43</sup>, il CESR ne trasmette copia a tutte le autorità competenti dei Paesi UE (funzione di coordinamento) mentre, entro 10 giorni, fornisce il proprio parere sulla completezza del documento all'autorità competente dello Stato membro d'origine dell'agenzia (funzione consultiva): tale autorità assume il ruolo operativo principale nel processo di controllo esterno, ma condivide con altre autorità nazionali le funzioni valutative e decisorie rispetto all'agenzia.

In considerazione, infatti, della portata sovranazionale dell'attività di rating, il regolamento prevede l'istituzione di un collegio di autorità competenti composto dalla autorità dello Stato membro d'origine e, se lo desiderano, da quelle degli altri Paesi UE che esercitano la propria giurisdizione su una filiale dell'agenzia di rating che ha richiesto la registrazione, o nel cui ambito di giurisdizione l'utilizzo dei rating emessi dall'agenzia sia diffuso o possa avere un'incidenza significativa. Ad ogni modo, anche le autorità nazionali che non presentano i citati requisiti possono partecipare alle riunioni e alle attività del collegio, senza esserne membri.

Il collegio è permanente, nonostante la sua composizione possa modificarsi per l'ingresso di nuove autorità, ed è coordinato da un facilitatore che ne presiede le riunioni e garantisce la circolazione delle informazioni tra i membri. Il facilitatore è designato dai membri – eventualmente sentito il CESR in caso di mancanza di accordo (funzione consultiva) – ed è scelto in base a: la relazione tra l'autorità competente e l'agenzia di rating; il territorio in cui l'agenzia opererà e in cui i rating saranno impiegati; considerazioni di natura organizzativa ed economica (snellimento amministrativo, ottimizzazione degli oneri e distribuzione dei carichi di lavoro). La modifica di tali fattori può giustificare la scelta di un nuovo facilitatore: a tal fine il collegio deve riesaminare la selezione iniziale almeno ogni cinque anni.

Il collegio esercita una funzione di vigilanza preventiva e continuativa sull'agenzia di rating, essendo incaricato di valutarne la domanda di registrazione e, successivamente, di verificare che persistano nel tempo le condizioni che hanno giustificato la concessione della registrazione stessa. La domanda è completa se contiene un insieme di informazioni previste dal regolamento<sup>44</sup>, che attengono a:

- l'anagrafica dell'agenzia di rating e del responsabile per la *compliance*;
- la governance (struttura proprietaria e di governo societario, procedure di prevenzione, gestione e comunicazione dei conflitti di interesse, sistema di valutazione e remunerazione);
- l'organizzazione (personale impiegato, compresi gli analisti, e rete di succursali);
- le risorse finanziarie disponibili;
- la classe di rating per cui è richiesta la registrazione, le procedure e le metodologie impiegate per la produzione e la revisione dei rating, nonché i servizi diversi dal rating che l'agenzia intende fornire;

---

<sup>43</sup> In base al regolamento, la presentazione delle domande ha avuto inizio l'8 giugno 2010. Per le agenzie di rating "esistenti" (ossia già operanti nella Comunità) prima di tale data, il regolamento fissa anche il termine ultimo per la presentazione della domanda di registrazione (7 settembre 2010): la Commissione Europea pare preoccuparsi, quindi, di definire con chiarezza e nel più breve tempo possibile la composizione del settore del rating, nel primario interesse degli investitori.

<sup>44</sup> Per l'elenco dettagliato si rinvia all'Allegato I, sezione E, parte III del regolamento 1060/2009.

- l'avallo<sup>45</sup>;
- l'esternalizzazione di funzioni operative<sup>46</sup>.

Se il collegio reputa incompleta la domanda, l'autorità competente dello Stato membro di origine dell'agenzia richiede le informazioni mancanti (vigilanza informativa), che devono pervenire all'autorità stessa e al CESR; quest'ultimo le trasmette prontamente alle altre autorità (funzione di coordinamento)<sup>47</sup>. La valutazione della domanda è condotta dal collegio di autorità competenti, coordinato dal facilitatore, e dovrebbe concludersi con una decisione condivisa e motivata di concessione o di rifiuto della registrazione, a seconda che gli elementi comunicati dall'agenzia di rating siano o meno conformi ai requisiti di governance, organizzativi e operativi previsti dal regolamento.

In caso di disaccordo all'interno del collegio, il CESR fornisce il proprio parere non vincolante (funzione consultiva). Se il disaccordo tra le autorità persiste, la registrazione deve essere rifiutata: l'atto formale è una decisione assunta dall'autorità competente dello Stato di origine, in cui sono precisate le autorità dissenzienti e le rispettive motivazioni. La stessa autorità è responsabile di notificare la decisione (di accettazione o di rifiuto) all'agenzia, al CESR, alla Commissione Europea e alle altre autorità competenti. Il mercato e gli stakeholder sono invece informati dalla Commissione, che nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea e nel proprio sito internet pubblica l'elenco delle agenzie registrate<sup>48</sup>. La registrazione è efficace in tutta la Comunità Europea.

L'attività di sorveglianza sulle agenzie registrate deve essere svolta con continuità. In tal senso, le autorità competenti sono investite anche di poteri di vigilanza ispettiva, esercitabili direttamente, in collaborazione con altre autorità competenti o richiedendo l'intervento di autorità giudiziarie. La funzione ispettiva si può concretizzare principalmente in: acquisizione di documenti e di informazioni, anche tramite convocazione e interrogazione di persone; ispezioni in loco con o senza preavviso; ottenimento delle registrazioni telefoniche. Le attività ispettive possono riguardare le agenzie di rating, le persone che partecipano ai processi di rating, i soggetti valutati e coloro ai quali l'agenzia abbia esternalizzato processi o funzioni.

Qualora le autorità competenti accertino violazioni del regolamento, l'agenzia di rating può subire una "misura di vigilanza": si tratta di un provvedimento cautelare assunto nell'interesse del mercato o di una sanzione. L'autorità del Paese membro

---

<sup>45</sup> L'avallo è trattato nel proseguimento del paragrafo.

<sup>46</sup> Le agenzie di rating possono esternalizzare parte della propria attività, a patto che ciò non costituisca un mezzo per sottrarla alla vigilanza delle autorità competenti o ai processi di controllo interno.

<sup>47</sup> Si osservi che il CESR non può richiedere informazioni alle agenzie, ma è il soggetto deputato a riceverle in risposta alla sollecitazione da parte dell'autorità competente: il CESR opera come punto di raccolta e di smistamento delle informazioni.

Il CESR è anche responsabile di un registro telematico (CEREP: *Central Repository*) introdotto in applicazione del regolamento 1060/2009, nel quale le agenzie devono inserire specifiche informazioni sulla propria attività di rating. Periodicamente, il CESR è tenuto ad analizzare e rielaborare questo complesso di informazioni, allo scopo di pubblicare un resoconto statistico. Tutti gli stakeholder interessati possono accedere al CEREP per acquisire le informazioni di sintesi e quelle relative a ciascuna agenzia, mentre non è consentito l'accesso ai singoli rating da questa emessi.

<sup>48</sup> Il regolamento permette anche che la domanda di registrazione sia presentata da una agenzia in rappresentanza del proprio gruppo. Tale agenzia ha il compito di inviare al CESR tutte le domande, complete delle informazioni su ciascun membro del gruppo. Anche in questo caso è istituito un collegio competente – composto dalle autorità nazionali delle varie agenzie e da altre eventualmente interessate – ed è nominato un facilitatore. L'esame delle domande avviene congiuntamente, ma per ogni agenzia è adottata una decisione motivata.

d'origine che riscontri violazioni può, sentito il collegio e pur senza averne necessariamente ottenuto il consenso<sup>49</sup>:

- revocare la registrazione<sup>50</sup>;
- vietare temporaneamente l'emissione di rating efficaci in tutta la Comunità;
- sospendere l'uso – a fini regolamentari – dei rating già emessi, con efficacia in tutta l'UE;
- adottare misure tese a garantire il rispetto degli obblighi;
- emanare una comunicazione pubblica;
- promuovere azioni legali.

Anche le autorità degli altri Paesi UE possono adottare misure di vigilanza, dopo aver consultato il collegio; nemmeno in questo caso, tuttavia, è richiesto l'accordo per procedere nei confronti dell'agenzia di rating mediante:

- comunicazione pubblica e promozione di azioni legali;
- misure tese al rispetto degli obblighi nel territorio di competenza dell'autorità che si è attivata;
- sospensione dell'uso dei rating da parte di specifici soggetti (imprese bancarie, di investimento, di assicurazione o di riassicurazione, OICVM, ecc.) che hanno sede legale nel territorio posto sotto la giurisdizione dell'autorità in questione;
- richiesta di intervento del collegio, affinché valuti l'opportunità di vietare – in tutta l'UE – l'emissione di nuovi rating o l'utilizzo di quelli esistenti.

#### *b) Il controllo in caso di certificazione*

Quando un rating è emesso da un'agenzia con sede legale in un Paese non appartenente all'UE, il suo impiego a fini regolamentari è subordinato al compimento di una procedura di certificazione o di avallo.

La certificazione può essere richiesta dalle agenzie di rating extra-UE i cui giudizi «non rivestano un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri»: la norma si riferisce, in altri termini, alle agenzie di dimensioni relativamente piccole, la cui attività ha un'influenza limitata nei mercati finanziari della Comunità. Inoltre, tali agenzie devono essere autorizzate o registrate nel Paese d'origine, dove devono essere sottoposte ad un quadro giuridico e di vigilanza “equivalente” a quello previsto dal regolamento 1060/2009. L'equivalenza è deliberata dalla Commissione Europea dopo una valutazione delle norme su autorizzazione o registrazione, vigilanza, emissione dei rating (gestione dei conflitti di interesse, rotazione degli analisti, revisione, ecc.) e divieto per le autorità del Paese di interferire con il contenuto dei rating e con le metodologie impiegate dalle agenzie. Infine, devono sussistere accordi di cooperazione con le autorità del Paese terzo tesi a regolare lo scambio di informazioni con le autorità comunitarie ed a condividere azioni di vigilanza.

---

<sup>49</sup> In caso di disaccordo, qualsiasi componente del collegio può chiedere il parere del CESR, non vincolante. Se il disaccordo permane, l'autorità dello Stato membro d'origine può adottare ugualmente il provvedimento fornendo un'articolata motivazione.

<sup>50</sup> La revoca può aversi anche in seguito a: la scoperta di false dichiarazioni rilasciate dall'agenzia nella domanda di registrazione; il venire meno delle condizioni cui è subordinata la registrazione; gravi o ripetute violazioni del regolamento; mancata emissione di rating negli ultimi sei mesi o espressa rinuncia dell'agenzia.

In presenza dei requisiti indicati, l'agenzia di rating può presentare domanda di certificazione al CESR, che la trasmette a tutte le autorità nazionali della Comunità promuovendo così la costituzione di un collegio competente. Tale organo – coordinato da un facilitatore – è liberamente costituito da tutte le autorità interessate e gestisce la procedura di certificazione in modo analogo alla registrazione di un'agenzia con sede legale in uno Stato UE.

La procedura di certificazione, pertanto, si caratterizza per l'esistenza di due livelli di controllo esterno strettamente coordinati: in primo luogo è richiesto un efficace sistema di vigilanza nel Paese extra-UE dove ha sede l'agenzia di rating; in presenza di tale condizione, è attivata anche la procedura di controllo preventivo in ambito comunitario, mediante analisi della domanda di certificazione. In caso di accettazione, diventano altresì efficaci nei confronti dell'agenzia le norme sulle misure di vigilanza continuative e sulle sanzioni (compresa la revoca della certificazione) già descritte in relazione alle agenzie registrate nell'UE.

È opportuno osservare come il ricorso alla certificazione possa favorire la cooperazione tra le autorità di vigilanza e possa al contempo incentivare la diffusione di regole condivise a livello mondiale, contribuendo a creare un quadro giuridico più definito e più facilmente comprensibile per gli investitori, anche al di fuori dei confini nazionali o comunitari.

#### *c) Il controllo in caso di avallo*

L'avallo (o *endorsement*) consente l'utilizzo di rating emessi da agenzie che hanno sede in Paesi extra-UE, coinvolgendo nel processo di controllo un'agenzia stabilita e registrata nella Comunità Europea: tale agenzia si fa carico delle necessarie verifiche e della piena responsabilità per il rating da avallare, che generalmente è stato emesso da un'altra agenzia del suo stesso gruppo o da una con cui ha strettamente collaborato nella formulazione del giudizio.

In sintesi, l'agenzia avallante verifica che: il processo di rating abbia rispettato le condizioni in tema di emissione previste dal regolamento comunitario; esistano ragioni oggettive per le quali il rating debba essere emesso in un Paese terzo; l'agenzia che ha emesso il rating da avallare sia registrata e sottoposta ad un quadro giuridico e di vigilanza rigoroso almeno quanto quello comunitario, o che la Commissione Europea abbia già formalmente riconosciuto l'equivalenza di tale sistema ed esistano accordi di cooperazione tra le autorità dei due Paesi interessati.

Le autorità comunitarie esercitano un controllo preventivo sull'avallo in fase di valutazione della domanda di registrazione presentata dall'agenzia avallante; questa deve infatti comunicare il previsto utilizzo del meccanismo in oggetto. Una analoga procedura, gestita dal collegio competente, si applica anche alle agenzie già registrate che optano successivamente per l'avallo<sup>51</sup>.

#### *d) La funzione di indirizzo del CESR*

Ai sensi del regolamento 1060/2009, il CESR è responsabile di emanare linee guida su particolari materie al fine di completare o dettagliare le disposizioni contenute nel re-

---

<sup>51</sup> La scelta di avallo successiva alla registrazione è prevista nelle linee guida che il CESR ha emanato come previsto dal regolamento comunitario.

golamento stesso. Destinatari delle linee guida sono le autorità competenti degli Stati UE e le agenzie di rating.

### ***Il controllo di corporate governance***

Per quanto riguarda la struttura delle agenzie di rating e i loro processi interni, la principale preoccupazione del legislatore comunitario è eliminare i fattori che originano conflitti di interesse, o quanto meno delineare un modello di governance virtuoso e fondato sulla trasparenza, che consenta agli interlocutori esterni di comprendere gli elementi rilevanti delle metodologie, delle ipotesi e delle informazioni sottostanti ai rating per formulare, in autonomia, valutazioni sulla attendibilità di questi ultimi.

Il regolamento 1060/2009 persegue l'obiettivo citato mediante la previsione di norme in tema di comunicazione e di indipendenza dei soggetti preposti ai controlli in seno alle agenzie di rating<sup>52</sup>. In tal senso si individuano distintamente due livelli: il controllo di corporate governance e il controllo interno.

Come in tutte le imprese, il controllo di corporate governance è esercitato – su mandato dei soci – da soggetti non partecipanti alla gestione e in grado pertanto di formulare giudizi obiettivi sulla stessa, nell'interesse della proprietà (in particolare, dei soci di minoranza) e degli altri stakeholder.

A seconda del modello di corporate governance adottato dall'agenzia (dualistico o monistico), il controllo di corporate governance compete al consiglio di sorveglianza o ai membri non esecutivi del consiglio di amministrazione. Al riguardo, il regolamento 1060/2009 impone vincoli alla composizione dell'organo di riferimento affinché siano assicurate:

- a) la piena separazione tra gli interessi dell'agenzia e di almeno alcuni tra i consiglieri;
- b) l'esperienza e la competenza dei consiglieri in tema di mercati e strumenti finanziari;
- c) l'efficace supervisione sulle principali attività di controllo interno attivate nell'agenzia.

La normativa stabilisce che almeno un terzo dei consiglieri di sorveglianza o di amministrazione, ma non meno di due, siano non esecutivi e indipendenti<sup>53</sup>. A garanzia di tale condizione, il regolamento disciplina:

- la remunerazione di tali soggetti, non collegata ai risultati economici dell'agenzia e strutturata in modo da non inficiare l'autonomia di giudizio;
- la durata del mandato (non superiore a cinque anni), non rinnovabile per evitare che l'autonomia di giudizio degli indipendenti venga meno al rafforzarsi della relazione con l'agenzia;
- la revoca, concessa solo per condotta scorretta o per scarso rendimento, in modo da impedire sostituzioni degli indipendenti con persone più accomodanti nell'esercizio dei controlli e maggiormente gradite ai soci di maggioranza o ai dirigenti.

Tutti i consiglieri indipendenti di un'agenzia di rating, così come la maggioranza dell'organo cui appartengono, devono possedere sufficienti conoscenze in tema di servizi finanziari; inoltre, almeno un indipendente e un altro membro devono avere matu-

---

<sup>52</sup> Le norme sono contenute nell'Allegato I del regolamento.

<sup>53</sup> Ai sensi del "Considerando" n. 32, le agenzie con meno di cinquanta dipendenti sono esentate da tale richiesta purché siano in grado di dimostrare che rispondono a condizioni specifiche (non definite, tuttavia, nel regolamento 1060/2009).

rato esperienza di alto livello in relazione agli strumenti strutturati. Tali condizioni sono essenziali per l'efficace svolgimento delle funzioni di controllo e consultive proprie dei consiglieri indipendenti, che nelle agenzie devono riguardare: le politiche e le metodologie di rating; il controllo di qualità in relazione all'attività di rating; le misure per la gestione dei conflitti di interesse; le procedure di governance, la *compliance* e la revisione.

I controlli citati si aggiungono, ovviamente, a quelli che gli indipendenti condividono con il proprio organo (ad esempio: verifiche di legalità, di corretta amministrazione e di equità nei processi decisionali; valutazione dei risultati rispetto agli obiettivi e alle risorse).

### **Il controllo interno**

L'attività di controllo interno si fonda su indirizzi e strutture definiti dagli organi di corporate governance ed implica interventi sui processi interni e sulle informazioni, realizzati da soggetti con differenti gradi di indipendenza<sup>54</sup>. Tra i differenti processi di controllo interno, il regolamento comunitario enfatizza<sup>55</sup>:

- 1) quelli preventivi, finalizzati ad evitare i conflitti di interesse nei processi di rating e ad appurare la qualità delle informazioni impiegate;
- 2) quelli di revisione indipendente connessi all'attività di rating;
- 3) quelli di conformità normativa.

I controlli interni preventivi consistono in misure idonee a garantire l'inesistenza di relazioni tra, da un lato, l'entità valutata e, dall'altro lato, l'agenzia di rating, gli analisti, i dipendenti e i collaboratori che partecipano al processo di rating. In sintesi, tali relazioni attengono a: possesso azionario; appartenenza agli organi di corporate governance dell'emittente; titolarità di strumenti finanziari; altre situazioni che possono originare conflitti di interesse (ad esempio, rapporti di parentela e di recente o prevista attività lavorativa dipendente). In caso contrario il rating non può essere emesso e, se già pubblicato, ne va comunicata la potenziale pericolosità.

Del pari, l'agenzia di rating deve adottare procedure per evitare il rischio che l'autonomia di giudizio dei propri analisti e dei soggetti che approvano i rating sia inficiata da rapporti con l'emittente valutato. In tal senso l'agenzia deve: prevedere la rotazione periodica nel team di analisti (da 4 a 7 anni, a seconda del ruolo di ciascuno)<sup>56</sup>; vietare consulenze all'emittente, soprattutto per la costruzione di strumenti strutturati destinati ad essere valutati dall'agenzia; escludere gli analisti coinvolti nel processo di rating dalle negoziazioni relative ai compensi che l'emittente deve pagare all'agenzia.

Tra i controlli preventivi che le agenzie di rating devono realizzare, rientrano altresì le verifiche sulle informazioni da utilizzare nel processo di rating, che devono essere adeguate dal punto di vista qualitativo e quantitativo. Inoltre, l'agenzia di rating deve adottare procedure di controllo interno e di protezione del proprio sistema di elaborazione elettronica dei dati.

A completamento dei controlli sull'attività di rating, le agenzie di rating sono tenute ad attivare una revisione periodica delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi impiegate, nonché delle connesse modifiche in relazione all'evoluzione degli strumenti finan-

---

<sup>54</sup> Salvioni D.M., 2009.

<sup>55</sup> Si veda in particolare l'Allegato I del regolamento.

<sup>56</sup> In base al "Considerando" n. 32, le agenzie con meno di cinquanta dipendenti possono essere esentate da tale richiesta a patto che dimostrino di possedere specifiche condizioni (non precisate dal regolamento comunitario). La medesima esenzione può applicarsi con riferimento alla funzione di *compliance*, di seguito descritta.

ziari. Si tratta di un controllo indipendente, affidato cioè ad una funzione aziendale separata dalle unità operative responsabili dei processi di rating e che riferisce direttamente ai consiglieri di amministrazione o di sorveglianza.

Infine, il legislatore comunitario pretende l'istituzione di un'unità indipendente preposta ai controlli di *compliance*, responsabile di assistere l'agenzia di rating nella applicazione del regolamento 1060/2009 e di valutare regolarmente la conformità delle strutture e delle procedure interne a quelle previste nella normativa. L'indipendenza di giudizio del *compliance officer*, che riferisce ai vertici aziendali (in particolare ai consiglieri indipendenti), è preservata mediante la previsione di un sistema di remunerazione slegato dai risultati economici dell'agenzia.

### **La comunicazione esterna**

Per rafforzare l'efficacia delle relazioni istituite fra le agenzie di rating ed i propri stakeholder, il regolamento impone l'attivazione di forme di comunicazione esterna finalizzate a: permettere la verifica della *compliance* alle norme da parte delle autorità preposte; acquisire la fiducia e il consenso dei principali conferenti di risorse; favorire la stabilità dei mercati finanziari in generale.

In tal senso, l'agenzia di rating è infatti tenuta a divulgare:

- a) a supporto della propria indipendenza di giudizio: gli eventuali servizi ausiliari all'attività di emissione dei rating; il fatturato proveniente dai principali clienti<sup>57</sup>; i conflitti di interesse attuali o potenziali; le politiche retributive del personale;
- b) a supporto della qualità dei rating emessi: la descrizione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi alla base delle proprie elaborazioni e di eventuali modifiche alle medesime; le politiche di *disclosure* dei report contenenti le valutazioni; i tassi di default delle categorie di rating.

L'agenzia è, inoltre, obbligata a pubblicare annualmente, entro tre mesi dalla data di chiusura di ciascun esercizio finanziario, una "relazione di trasparenza" che deve mantenere disponibile nel proprio sito internet per almeno cinque anni. Tale relazione include<sup>58</sup>:

- informazioni dettagliate sulla struttura giuridica e sugli assetti proprietari;
- la descrizione dei meccanismi di controllo interno;
- statistiche sull'allocazione del personale preposto all'attività di rating (emissione di nuovi rating, revisione dei rating esistenti, valutazione delle metodologie o dei modelli) e dell'alta dirigenza;
- la descrizione della politica di conservazione dei documenti;
- l'esito della revisione annuale interna in merito alla funzione indipendente di controllo della conformità;
- la descrizione della politica di rotazione del management e degli analisti;
- informazioni finanziarie sul fatturato dell'agenzia, distinguendo fra entrate derivanti da attività di rating e altre attività, con un'ampia definizione di entrambe;
- una dichiarazione sulla governance ai sensi dell'art. 46 della direttiva 78/660/CEE<sup>59</sup>.

---

<sup>57</sup> Ogni anno l'agenzia dovrebbe fornire un elenco dei 20 principali clienti in base al fatturato da essi generato, nonché un elenco dei clienti il cui contributo al tasso di crescita del fatturato dell'agenzia nell'esercizio finanziario precedente abbia superato il tasso di crescita del fatturato totale dell'agenzia stessa in tale esercizio di un fattore pari a 1,5 volte. Ciascuno di tali clienti è incluso nell'elenco solo se in tale esercizio ha rappresentato oltre lo 0,25% del fatturato complessivo dell'agenzia a livello mondiale.

<sup>58</sup> I contenuti della relazione di trasparenza sono definiti nell'Allegato II al regolamento 1060/2009.

## 11. La disciplina statunitense

Negli Stati Uniti, la prima disciplina importante per il settore del rating è coincisa con il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA) del 29 settembre 2006, emanato in risposta agli scandali societari che, nel quinquennio precedente, avevano generato perplessità sull'operato delle agenzie. In effetti, il CRARA perseguiva il miglioramento della qualità dei rating per proteggere gli investitori e l'interesse pubblico rafforzando l'accountability, la trasparenza e la concorrenza nel settore.

Fino a quel momento le agenzie di rating avevano goduto di una sostanziale autonomia nello svolgimento della propria attività, poiché questa – consistendo nella pubblicazione di giudizi – era da molti considerata una modalità di esercizio della libertà di stampa garantita dal primo emendamento della Costituzione americana. In tale contesto, si lasciava che fossero le forze esterne del mercato a decretare il successo o l'insuccesso delle agenzie, evitando di intervenire con strumenti legislativi o regolamentari.

Tuttavia, già dal 1975 la SEC (*Securities and Exchange Commission*) esercitava sulle agenzie di rating una funzione di controllo, più formale che sostanziale, essendo incaricata di gestirne la procedura di registrazione per il conferimento dello status di *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), necessario affinché i rating potessero essere impiegati da altri soggetti sottoposti a regolamentazione.

Fino all'entrata in vigore del CRARA (giugno 2007), la procedura di registrazione era sostanzialmente destrutturata e si avvaleva della cosiddetta “*no-action letter*”: il rilascio di tale lettera da parte della SEC significava che non esistevano motivi per respingere la richiesta dello status di NRSRO.

Ai fini della *no-action letter*, lo staff della SEC effettuava verifiche su aspetti individuati in base all'esperienza maturata nel corso degli anni<sup>60</sup>. Per attribuire la qualifica di NRSRO, la Commissione teneva generalmente in considerazione: la struttura organizzativa dell'agenzia di rating; le sue risorse finanziarie; la numerosità e la qualità dei dipendenti; l'indipendenza dai soggetti valutati; l'esistenza di procedure interne finalizzate a prevenire l'abuso di informazioni riservate; la reputazione di cui l'agenzia godeva in ambito nazionale presso la comunità finanziaria.

Di fatto, il requisito connesso alla reputazione originava un processo circolare dannoso per le piccole agenzie di rating, in quanto solamente le agenzie con una buona reputazione potevano diventare NRSRO, ma la comunità finanziaria riconosceva una buona reputazione soltanto alle agenzie che avevano già ottenuto tale status.

Il ruolo essenzialmente formale della SEC nei confronti delle NRSRO, l'elevata concentrazione del settore del rating per effetto del processo circolare fondato sulla reputazione delle agenzie, nonché l'esistenza di una legislazione che tendeva ad esonerare le agenzie di rating dagli obblighi di comunicazione ai mercati e alla SEC imposti invece alle altre imprese, costituiscono alcuni tra i fattori che hanno maggiormente contribuito all'avvio della riforma negli Stati Uniti, ancora prima che esplodesse la crisi economica internazionale del 2007.

---

<sup>59</sup> «La relazione sulla gestione deve contenere almeno un fedele resoconto dell'andamento degli affari e della situazione della società».

<sup>60</sup> Per approfondimenti sulle NRSRO e sulle *no-action letters* impiegate fino al 2006, si veda: Coskun D., 2008.

### **La definizione di NRSRO nella normativa vigente e gli obblighi di trasparenza**

Grazie al CRARA, il ruolo della SEC rispetto alle NRSRO si è notevolmente rafforzato, enfatizzando le funzioni di vigilanza regolamentare (ossia il potere di emanare regolamenti vincolanti), informativa e ispettiva proprie della Commissione.

In primo luogo, il CRARA ha definito con precisione lo status di NRSRO e i requisiti necessari al suo ottenimento. Le NRSRO sono agenzie di rating che:

- a) immediatamente prima della domanda di registrazione come NRSRO, hanno svolto l'attività di rating per almeno tre anni consecutivi;
- b) emettono rating certificati da "acquirenti istituzionali qualificati" (*qualified institutional buyers*)<sup>61</sup>, e tali rating riguardano uno o più tra le seguenti categorie di soggetti: istituzioni finanziarie, broker e dealer; imprese di assicurazione; altre imprese private; emittenti di *asset-backed securities*; emittenti pubblici (governi e municipalità, anche esteri);
- c) sono formalmente registrate in conformità alla legge.

La procedura di registrazione prende avvio mediante la presentazione di una domanda da parte dell'agenzia di rating interessata, che deve trasmettere alla SEC l'apposito "Form NRSRO" comprensivo di informazioni su:

- le agenzie affiliate;
- le modalità di diffusione gratuita (o a prezzi ragionevoli) dei rating;
- le statistiche sulla misurazione di performance dei rating nel breve, nel medio e nel lungo termine;
- le procedure e le metodologie per la determinazione dei rating;
- le politiche e le procedure tese a prevenire l'abuso di informazioni non disponibili al pubblico;
- la propria struttura organizzativa;
- l'adozione di un codice etico o le motivazioni della mancata adozione;
- i conflitti di interesse inerenti all'emissione di rating;
- le categorie di emittenti per i quali l'agenzia intende pubblicare i giudizi;
- gli analisti di rating e i supervisori;
- il *compliance officer* designato dall'agenzia.

Nell'ambito del Form NRSRO, l'agenzia di rating trasferisce altresì alla SEC informazioni e documenti di carattere confidenziale, ossia:

- l'elenco dei venti principali clienti (emittenti o sottoscrittori) selezionati in base al fatturato netto dell'esercizio immediatamente precedente la domanda di registrazione;
- le necessarie certificazioni scritte<sup>62</sup> in relazione a ciascuna categoria di soggetti per i quali l'agenzia chiede di poter emettere i rating;

---

<sup>61</sup> I *qualified institutional buyers* sono investitori professionali caratterizzati da una struttura finanziaria sofisticata, che acquistano una vasta quantità di titoli.

<sup>62</sup> Le certificazioni scritte dovrebbero essere fornite da almeno dieci *qualified institutional buyers* (nessuno dei quali affiliato all'agenzia di rating), dovrebbero riferirsi a più categorie di emittenti e, in particolare, dovrebbero essere almeno due per ciascuna categoria. Dalle certificazioni dovrebbe altresì risultare la natura di *qualified institutional buyers* dei soggetti che le rilasciano e l'utilizzo, da parte degli stessi, dei rating prodotti dall'agenzia almeno nei tre anni precedenti.

Sono esentate dalla presentazione delle certificazioni scritte le agenzie di rating che abbiano ricevuto una *no-action letter* prima del 2 agosto 2006.

- i bilanci degli ultimi tre esercizi, sottoposti a revisione;
- il fatturato dell'esercizio precedente a quello in cui è richiesta la registrazione;
- i compensi (totali e mediani) degli analisti.

Se lo ritiene opportuno, la SEC può pretendere anche altre informazioni e documenti sull'agenzia di rating e sulle persone a questa associate, in base ad esigenze di tutela degli investitori.

La SEC analizza la domanda di registrazione, valutando altresì l'adeguatezza delle risorse finanziarie e manageriali a disposizione dell'agenzia di rating rispetto alle esigenze di integrità nell'emissione dei giudizi e di conformità alle procedure e alle metodologie contemplate dalla legge. In caso di concessione della registrazione e del conseguente status di NRSRO, la SEC ordina all'agenzia di rating la divulgazione al pubblico di tutte le informazioni non confidenziali presentate congiuntamente alla domanda, ad esempio tramite la pubblicazione del Form NRSRO sul sito internet dell'agenzia stessa.

Successivamente, il medesimo documento deve essere compilato e sottoposto alla SEC, oltre che diffuso via web agli stakeholder, al termine di ciascun esercizio.

### ***La struttura dei controlli nella normativa sulle NRSRO***

Il CRARA ha imposto miglioramenti sostanziali nella governance delle agenzie e nella comunicazione esterna, ma ha anche cercato di preservare l'autonomia imprenditoriale delle agenzie di rating. A tale scopo, il CRARA ha espressamente vietato alla SEC e ad ogni altra autorità pubblica di porre vincoli in relazione a procedure e metodologie per la produzione dei rating.

La pericolosità e addirittura l'insensatezza della previsione citata sono apparse evidenti con la crisi economica iniziata alla fine del 2007, quando il rating di molti strumenti strutturati comprensivi di mutui *subprime* è improvvisamente precipitato dalla tripla A al grado *speculative*, rivelando la scarsa correttezza delle metodologie di rating adottate, l'esistenza di conflitti di interesse in capo agli analisti e una diffusa mancanza di trasparenza nei confronti degli investitori.

Forte del potere di vigilanza regolamentare, a febbraio e a novembre del 2009 la SEC ha introdotto modifiche e integrazioni alle proprie norme tese a garantire l'efficace applicazione del CRARA.

Solo nel luglio del 2010 si è però realizzato il passo avanti che potrebbe risultare decisivo per un concreto rafforzamento della disciplina statunitense in tema agenzie di rating e processi di valutazione del merito creditizio: una sezione del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* – finalizzato nel complesso a promuovere la stabilità finanziaria degli USA e a proteggere gli utilizzatori di servizi finanziari da pratiche abusive – ha infatti apportato rilevanti emendamenti al CRARA del 2006. In particolare, la legge del 2010 ha individuato nuovi organismi di vigilanza esterna e ha specificamente introdotto il controllo di corporate governance nelle agenzie di rating.

Di seguito si descrive sinteticamente l'attuale sistema normativo e regolamentare statunitense, prestando attenzione alla struttura dei controlli.

### ***La vigilanza esterna***

L'evoluzione normativa ha confermato il ruolo primario della SEC; il *Dodd-Frank Act* ha peraltro conferito le competenze in materia di rating e NRSRO ad una unità di nuova

istituzione – l'*Office of Credit Ratings*, interno alla Commissione – dotata di un proprio responsabile e di uno staff specializzato nel rating, anche di strumenti strutturati.

Con riferimento a ciascuna NRSRO e almeno una volta all'anno, l'Ufficio deve esaminare in particolare: l'aderenza di metodologie, politiche e procedure alla normativa; i conflitti di interesse; le condotte etiche implementate; i controlli interni; la governance; l'attività del *compliance officer* nominato dall'agenzia. I risultati delle analisi devono essere pubblicati dall'Ufficio, che ha anche la facoltà di comminare sanzioni (ammende) in caso di violazione del regolamento.

La SEC può altresì richiedere informazioni integrative alle NRSRO e imporne la divulgazione sul sito web; può infine revocarne la registrazione per inadeguatezza delle risorse finanziarie e manageriali o per violazione del regolamento vigente.

La SEC è incaricata, inoltre, di effettuare studi su problematiche cruciali in relazione alle agenzie di rating. In tal senso, il CRARA fa esplicito riferimento a concorrenza nel settore, trasparenza e conflitti di interesse, mentre il *Dodd-Frank Act* enfatizza l'indipendenza e il rating degli strumenti strutturati.

Un'analoga funzione di analisi tesa alla pubblicazione di rapporti e di proposte sulle agenzie di rating è attribuita al *Comptroller General* posto ai vertici del GAO (*Government Accountability Office*)<sup>63</sup>. In base al CRARA, tale soggetto deve approfondire l'impatto del provvedimento stesso sulla qualità dei rating, sui mercati finanziari e sui conflitti di interesse; il *Dodd-Frank Act* richiede invece uno studio su modelli alternativi di business e un altro sulla possibilità di introdurre un organismo indipendente a cui ricondurre gli analisti impiegati nelle NRSRO, oltre che sull'opportunità di definire standard per la pratica professionale.

#### *Il controllo di corporate governance*

A differenza del CRARA, che non contempla il controllo di corporate governance, la riforma del 2010 stabilisce che il consiglio di amministrazione delle agenzie di rating si componga, almeno per metà, di amministratori indipendenti (in numero non inferiore a due) la cui remunerazione non può essere connessa alle performance economiche dell'agenzia e deve assicurare autonomia di giudizio. Alcuni tra i membri indipendenti devono essere utilizzatori di rating emessi dalle NRSRO; tali soggetti, tuttavia, non possono prendere parte alle decisioni relative ai rating per i quali possono vantare un interesse personale, che rischierebbe di comprometterne l'imparzialità.

Insieme agli altri consiglieri, gli indipendenti (con mandato non superiore a 5 anni e non rinnovabile) assolvono compiti di supervisione su:

- politiche e procedure per la determinazione dei rating, nonché per la gestione e la comunicazione dei conflitti di interesse;
- l'efficacia dei controlli interni sulle procedure di rating;
- il sistema dei compensi adottato dalla NRSRO.

Particolari disposizioni sono indirizzate alle NRSRO appartenenti ad un gruppo e a quelle di piccole dimensioni. Nel primo caso, le funzioni sopra menzionate possono essere svolte, nella capogruppo, da un comitato interno al consiglio di amministrazione,

---

<sup>63</sup> Il GAO è un'agenzia indipendente ed imparziale che supporta il Congresso statunitense. Il GAO interviene per disposizione di legge o su richiesta dei comitati istituiti in seno al Congresso, fornendo consulenze su come rendere l'azione di governo più efficiente, efficace, etica, equa e responsabile. Ad ogni modo, la principale funzione del GAO consiste nel controllare le modalità d'impiego delle risorse pubbliche.

composto almeno per metà da membri indipendenti (incluso il presidente) e comprensivo di almeno un utilizzatore di rating emessi da una NRSRO. Con riferimento alle NRSRO di piccole dimensioni, i medesimi compiti possono essere svolti da un comitato che comprenda almeno un soggetto utilizzatore di rating emessi da NRSRO.

### *I controlli interni*

La normativa statunitense impone alle NRSRO di implementare un sistema di controllo interno focalizzato su politiche, procedure e metodologie di rating, in merito al quale, annualmente:

- l'agenzia deve pubblicare una relazione che chiarisca le responsabilità dei manager;
- il CEO deve produrre un'attestazione di efficace funzionamento.

La disciplina statunitense, come quella europea, prevede controlli preventivi, controlli di revisione e controlli di *compliance*. Mentre i controlli preventivi e la *compliance* sono contemplati dal 2006, la revisione interna è stata introdotta nel 2010.

Tra i controlli interni di carattere preventivo assumono rilievo quelli diretti a evitare l'abuso di informazioni non disponibili al pubblico e a gestire i conflitti di interesse. In relazione a questi ultimi, ad esempio, l'agenzia deve vietare che le stesse persone partecipino alla determinazione del rating e alla sua vendita, con il rischio che si lascino influenzare dal cliente. Sono invece consentite le consulenze rilasciate a clienti, se opportunamente comunicate, mentre è necessario rivedere i rating emessi nell'ultimo anno se uno o più analisti sono stati successivamente assunti dal soggetto valutato, informando al riguardo anche la SEC.

Nell'ultimo caso citato si individua una forma di revisione, anche se non è prevista l'istituzione di una funzione indipendente preposta a tale tipologia di controllo.

La disciplina statunitense richiede, infine, la nomina di un *compliance officer* responsabile di far applicare le norme sui conflitti di interesse e sull'uso delle informazioni, nonché di verificare la conformità di strutture e processi rispetto a leggi e regolamenti, riferendo in una relazione annuale quanto riscontrato. Il *compliance officer* non può prendere parte ai processi operativi (produzione di rating, vendita e marketing); inoltre, la sua remunerazione non può dipendere dai risultati dell'agenzia. In altri termini, tale soggetto deve essere indipendente.

### *La comunicazione esterna*

Le norme obbligatorie sulla comunicazione esterna delle NRSRO sono contenute principalmente nel CRARA. Come si è già osservato, le agenzie di rating registrate presso la SEC devono trasmettere a quest'ultima un rapporto annuale ("Form NRSRO") da rendere disponibile anche al mercato e agli stakeholder tramite pubblicazione sul proprio sito internet.

La riforma del 2010 ha introdotto un ulteriore documento, che ha ad oggetto l'efficacia del sistema di controllo interno e che deve essere certificato dal CEO dell'agenzia di rating: si tratta di un rapporto annuale destinato alla SEC, che può diffonderlo al pubblico soltanto con il consenso dell'agenzia.

## 12. L'analisi comparata degli interventi normativi

Di seguito si propone un'analisi comparata del dettame degli interventi normativi approfonditi nei paragrafi precedenti, con riguardo alle dimensioni della vigilanza esterna, del controllo di corporate governance, del controllo interno e della comunicazione esterna.

L'obiettivo di tale analisi si sostanzia nel fornire un primo giudizio sul grado di allineamento del regolamento 1060/2009 rispetto alle norme pregresse o attualmente in vigore a livello internazionale: l'imposizione di requisiti eventualmente più vincolanti rispetto a quelli esistenti trova giustificazione in esigenze di maggiore tutela dei mercati finanziari ma, al contempo, può implicare, per le agenzie, sforzi di adeguamento (e connessi costi) della propria struttura organizzativa e dei processi di gestione e di comunicazione. Ne deriva che le agenzie, nelle scelte relative ai mercati su cui operare, dovranno contemplare anche la valutazione sia del grado di *compliance* alle norme in vigore su tali mercati, sia dei probabili costi connessi ad azioni di adeguamento.

Come si evince dalla Tabella 1 la funzione di indirizzo all'interno della Comunità Europea è affidata al CESR e si sostanzia nell'emanazione, da parte di quest'ultimo, di linee guida atte a completare ed a rendere attuative le disposizioni regolamentari. La scelta del legislatore europeo appare in linea con quella statunitense di affidare l'emanazione di disposizioni, a completamento o a precisazione delle normative vigenti, ad autorità indipendenti che vigilano sulla trasparenza dei mercati finanziari a garanzia degli investitori e dell'efficienza dei mercati stessi. La medesima funzione con riferimento alle ECAI è, invece, esercitata dal CEBS, a cui partecipano le autorità nazionali di vigilanza bancaria.

Si rammenti che entrambi i Comitati (CESR e CEBS) sono stati pensati nell'ambito del cosiddetto *Lamfalussy Process* avviato nel 2001 dal *Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets* con l'obiettivo di migliorare la legislazione e favorire la convergenza delle azioni di vigilanza sui mercati finanziari. Ne deriva che tali organi, pur essendo costituiti da soggetti diversi, fanno parte di un disegno più ampio ed unitario finalizzato a migliorare l'integrazione fra i mercati finanziari europei<sup>64</sup>. I due organismi presenteranno peraltro nel prossimo futuro – dal 1° gennaio 2011 – una nuova struttura e nuove funzioni, che dovrebbero migliorare l'efficacia della loro azione nei mercati finanziari comunitari: infatti, il CESR e il CEBS saranno trasformati rispettivamente nell'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e nell'EBA (*European Banking Authority*).

Il regolamento 1060/2009 affida l'esercizio delle funzioni di vigilanza ispettiva (potere di effettuare controlli su soggetti e procedure aziendali) ed informativa (verifica della correttezza, completezza e trasparenza delle informazioni veicolate esternamente, ma anche potere di richiedere ulteriori informazioni o di imporne la divulgazione) alle autorità nazionali di vigilanza sui mercati finanziari, così come i *Reform Acts* del 2006 e del 2010 si avvalgono della SEC. Le ECAI, invece, sono assoggettate alla vigilanza ispettiva ed informativa delle autorità bancarie nazionali, precipuamente deputate a garantire il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale degli operatori del settore del credito.

---

<sup>64</sup> Ad esempio il CEBS monitora l'andamento del settore bancario e, se necessario, informa il CESR su problemi imminenti o potenziali. Allo stesso modo il CEBS ed il CESR lavorano di concerto sui rischi legati a fenomeni di sviluppo intersettoriale.

L'analisi comparata sugli organi di corporate governance (Tabella 2) evidenzia la novità degli ultimi interventi legislativi sia a livello comunitario (regolamento 1060/2009) che statunitense (*Investor Protection and Securities Reform Act*, 2010). Prima della recente crisi finanziaria, infatti, non esistevano norme né imperative né autoregolamentari specificamente rivolte a disciplinare il controllo di corporate governance delle agenzie di rating: eventuali vincoli in questo ambito derivavano esclusivamente dalla natura giuridica delle agenzie (società di persone o di capitali), dal grado di concentrazione del capitale di rischio, da normative specifiche di settore (ad esempio sul *market abuse*).

Il regolamento comunitario e la normativa statunitense condividono, invece, la consapevolezza della necessità di regolamentare la composizione degli organi di governo societario con il fine di tutelare la generalità degli stakeholder e la stabilità dei mercati finanziari. La previsione di un determinato numero di membri non esecutivi dell'organo amministrativo (o del consiglio di sorveglianza) caratterizzati da indipendenza di giudizio dovrebbe, infatti, minimizzare il rischio dell'insorgenza di conflitti di interesse e garantire l'equità nell'esercizio di talune prerogative decisionali.

Entrambi i riferimenti normativi oggetto di analisi impongono: un numero minimo di membri indipendenti (in ogni caso non inferiore a due); l'autonomia della retribuzione dei membri indipendenti dai risultati economici dell'agenzia; la durata massima dell'incarico dei membri indipendenti (pari a cinque anni) e la non rinnovabilità.

Con riguardo al numero dei membri indipendenti, il regolamento 1060/2009 appare meno restrittivo rispetto alla normativa statunitense: il primo, infatti, richiede il rispetto del requisito per almeno un terzo dei componenti dell'organo amministrativo o consiglio di sorveglianza, mentre la seconda per almeno un mezzo. Il regolamento, inoltre, esenta dal rispetto del requisito in oggetto le agenzie con meno di cinquanta dipendenti purché le autorità competenti verifichino che l'assetto dimensionale dell'agenzia non sia stato appositamente determinato per evitare l'osservanza della prescrizione di cui trattasi. La norma comunitaria sembra, viceversa, più attenta ai requisiti professionali dei membri indipendenti, imponendo che gli stessi abbiano sufficienti, ed in taluni casi approfondite, conoscenze nel settore della finanza.

L'analisi proposta in Tabella 3 evidenzia un interesse generalizzato da parte di tutti gli interventi normativi oggetto di analisi nei confronti delle procedure di controllo interno, atte a tutelare l'indipendenza dell'agenzia e la qualità delle valutazioni emesse.

Il regolamento 1060/2009 tende a riflettere in modo imperativo le previsioni autoregolamentari del codice IOSCO, con una più incisiva attenzione all'indipendenza delle funzioni preposte alla revisione di metodologie, modelli, ipotesi alla base dei rating ed alla *compliance* alle norme.

Le linee guida per il riconoscimento ECAI invitano soltanto a: l'attivazione di procedure atte a prevenire e gestire i conflitti di interesse (mediante l'indipendenza della retribuzione degli analisti dal fatturato dell'agenzia e l'assenza di legami fra l'attività degli analisti ed altri business dell'agenzia); la tutela della qualità del rating (mediante la rigorosità delle metodologie e dei modelli e l'adeguata dotazione di risorse umane e finanziarie); l'individuazione di una funzione di revisione per la quale il requisito dell'indipendenza dalle unità operative non è considerato essenziale.

**Tabella 1: La vigilanza esterna**

	Regolamento 1060/2009	CEBS Guidelines on the recognition of ECAIs, 2006	Credit Rating Agencies Reform Act, 2006	Investor Protection and Securities Reform Act, 2010	Codice IOSCO, 2008
Vigilanza regolamentare (o funzione di indirizzo)	CESR	CEBS	SEC	SEC	
Vigilanza ispettiva	Autorità competente nazionale	Autorità competente nazionale	SEC	SEC	
Vigilanza informativa	Autorità competente nazionale	Autorità competente nazionale	SEC	SEC	

**Tabella 2: Il controllo di corporate governance (membri indipendenti)**

	Regolamento 1060/2009	CEBS Guidelines on the recognition of ECAIs, 2006	Credit Rating Agencies Reform Act, 2006	Investor Protection and Securities Reform Act, 2010	Codice IOSCO, 2008
Nell'organo amministrativo/consiglio di sorveglianza	Almeno un terzo			Almeno un mezzo	
Politica retributiva	Si			Si	
Durata massima dell'incarico	Cinque anni, non rinnovabile			Cinque anni, non rinnovabile	
Competenze sufficienti nel settore dei servizi finanziari	Si. Per finanza strutturata conoscenze di alto livello				

**Tabella 3: Il controllo interno**

	Regolamento 1060/2009	CEBS Guidelines on the recognition of ECAIs, 2006	Credit Rating Agencies Reform Act, 2006	Investor Protection and Securities Reform Act, 2010	Codice IOSCO, 2008
Divieto di attività consulenziale su strumenti finanziari da valutare	Si			No, ma obbligo di comunicazione	Si
Procedure di prevenzione e gestione conflitti di interesse	Si	Si	Si	Si	Si
Rotazione degli analisti	Si				
Indipendenza della retribuzione degli analisti del fatturato dell'agenzia	Si	Si			Si
Indipendenza degli analisti da altri business dell'agenzia	Si	Si		Si	Si
Integrità morale degli analisti	Si				Si
Rigorosità delle metodologie e dei modelli	Si	Si			Si
Risorse umane e finanziarie adeguate all'attività di rating	Si	Si			Si
Affidabilità delle informazioni utilizzate per la valutazione	Si	Si			Si
Procedure di conservazione della documentazione	Si				Si
Procedure a garanzia della riservatezza delle informazioni	Si		Si		Si
Revisione periodica delle metodologie e dei modelli	Si			Si	Si
Attivazione della funzione di revisione	Indipendente	Si			Ove possibile, indipendente
Attivazione della funzione di conformità	Indipendente		Si	Compliance officer (retribuzione indipendente dal fatturato dell'agenzia)	Si

**Tabella 4: La comunicazione esterna**

	Regolamento 1060/2009	CEBS Guidelines on the recognition of ECAs, 2006	Credit Rating Agencies Reform Act, 2006	Investor Protection and Securities Reform Act, 2010	Codice IOSCO, 2008
<i>Informativa obbligatoria minimale, pubblicata sul sito internet</i>	Relazione di trasparenza annuale		Form NRSRO annuale	Form NRSRO annuale	
<i>Informativa riservata all'autorità competente (pubblica su volontà dell'agenzia)</i>		Struttura organizzativa Fatturato dei principali clienti Bilanci degli ultimi tre anni	Parte del Form NRSRO: - fatturato dai principali clienti; - bilancio degli ultimi tre anni; - remunerazione degli analisti	Report annuale sull'efficacia del sistema di controllo interno certificato dal CEO Parte del Form NRSRO: - fatturato dai principali clienti; - bilancio degli ultimi tre anni; - remunerazione degli analisti	
<i>Elenco dei servizi ausiliari all'attività di rating</i>	SI	SI	SI	SI	SI
<i>Descrizione di metodologie, modelli, ipotesi alla base del rating</i>	SI	SI	SI	SI	SI
<i>Comunicazione delle modifiche a metodologie, modelli, ipotesi alla base del rating</i>	SI				SI
<i>Tasso storico di default delle categorie di rating</i>	Ogni sei mesi				Periodicamente
<i>Elenco dei principali clienti</i>	Se il fatturato del cliente rappresenta almeno il 5% di quello totale		A richiesta dell'agenzia può essere trattata come informazione confidenziale	A richiesta dell'agenzia può essere trattata come informazione confidenziale	Se il fatturato del cliente rappresenta almeno il 10% di quello totale
<i>Informazioni sulle politiche retributive</i>	SI		A richiesta dell'agenzia può essere trattata come informazione confidenziale	A richiesta dell'agenzia può essere trattata come informazione confidenziale	SI
<i>Descrizione dei potenziali e attuali conflitti di interesse</i>	SI		SI	SI	SI
<i>Descrizione dei processi di controllo interno per la prevenzione e gestione dei conflitti di interesse</i>	SI		SI	SI	SI

L'*Investor Protection and Securities Reform Act* del 2010 si presenta decisamente più incisivo rispetto alla norma del 2006 con riguardo al tema dei controlli interni, ma lacunoso o meno vincolante rispetto al regolamento 1060/2009 nelle prescrizioni afferenti: l'attività consulenziale dell'agenzia a favore dei propri clienti, ammessa purché se ne dia opportuna comunicazione; la specificazione delle misure atte a favorire l'indipendenza degli analisti, come la rotazione periodica e le politiche retributive; l'attività di revisione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi, prevista ma non specificamente attribuita ad una funzione aziendale.

Infine, con riguardo alla comunicazione esterna (Tabella 4), il regolamento comunitario impone la pubblicazione sul sito dell'agenzia di una "relazione di trasparenza" finalizzata a diffondere presso il pubblico informazioni considerate necessarie per esprimere un apprezzamento nei confronti dell'operato dell'agenzia stessa. Tale relazione ricomprende a grandi linee il Form NRSRO che le agenzie devono fornire alla SEC per la riconferma annuale della loro registrazione e che devono obbligatoriamente pubblicare sul proprio sito internet. Tuttavia, mentre il Form NRSRO contiene alcune informazioni che, a richiesta dell'agenzia, possono essere trattate come confidenziali e, quindi, non diffuse presso il pubblico, la relazione di trasparenza non ammette eccezioni.

Per i restanti requisiti di comunicazione, ad eccezione della descrizione delle metodologie, dei modelli e delle ipotesi alla base dei rating, condivisa da tutte le norme oggetto di analisi, il regolamento sembra ispirarsi, anche se in modo più restrittivo, ai suggerimenti del codice IOSCO.

Il controllo interno, come insieme di procedure atte ad assicurare l'efficacia dell'attività di rating garantendo, al contempo, la minimizzazione dei rischi e la *compliance* alle norme, è parte integrante delle politiche comunicazionali soltanto ai sensi del regolamento comunitario e degli interventi normativi statunitensi (sia del 2006 che del 2010). In tutti gli altri casi si presta attenzione alle specificazioni del sistema di controllo interno (soggetti e procedure), senza però far emergere una visione complessiva ed integrata dello stesso.

Le linee guida per la registrazione delle ECAI richiedono la pubblicità soltanto delle metodologie e delle ipotesi alla base delle valutazioni; alcune informazioni, che sono normalmente riservate all'autorità competente, possono essere da quest'ultima divulgate solo su autorizzazione dell'agenzia.

La maggiore rigosità dei requisiti imposti dal regolamento comunitario<sup>65</sup> rispetto agli altri interventi normativi sottoposti ad analisi supporta l'affermazione che, ad oggi, tale modello rappresenta la *best practice* in tema di regolamentazione delle agenzie di rating.

Il regolamento 1060/2009 e l'*Investor Protection and Securities Reform Act* del 2010 condividono, seppur con alcune peculiarità, gran parte delle disposizioni; data la natura globale dell'attività di rating è manifesta la necessità di istituire nella Comunità Europea un quadro regolamentare vincolante<sup>66</sup> e basato sugli stessi principi di quello statunitense. Quanto affermato, tuttavia, insinua in chi scrive il dubbio che i limitati sforzi di *compliance* al dettame del regolamento da parte delle NRSRO indurrà la presenza sul mercato europeo dei rating regolamentati dei "soliti noti", ossia delle grandi agenzie registrate in America, molte delle quali già riconosciute anche come ECAI.

---

<sup>65</sup> Fa eccezione il numero dei membri indipendenti dell'organo amministrativo.

<sup>66</sup> La scelta del regolamento piuttosto che della direttiva è stata, infatti, legata alla volontà di evitare azioni discrezionali in fase di recepimento a livello nazionale.

Viceversa, le attuali ECAI europee, causa l'attuale disciplina cui sono sottoposte, sembrerebbero dover intervenire in modo sostanziale sulla propria governance (sia con riguardo la composizione degli organi di vertice che con riguardo al sistema dei controlli interni) e sulle politiche di *disclosure*, al fine di garantire i requisiti minimali per l'iscrizione presso il CESR.

In questo contesto pare degno di nota evidenziare il ruolo del codice IOSCO il quale, pur configurandosi formalmente come norma di autoregolamentazione, nella sostanza è un riferimento determinante cui le agenzie si devono conformare per l'esercizio responsabile dell'attività di rating<sup>67</sup>. Dall'analisi condotta si evince che l'adozione di tale codice favorisce fortemente la *compliance* al regolamento comunitario per quanto riguarda gli adempimenti connessi ai controlli interni, limitando gli interventi di adeguamento ex regolamento 1060/2009 alle aree del controllo di corporate governance e, in parte, della comunicazione esterna.

L'analisi dei provvedimenti normativi finora condotta con un approccio prevalentemente teorico costituisce la base per successive indagini di carattere empirico. In particolare, il presente contributo si sofferma nei prossimi paragrafi su due differenti ambiti di osservazione:

1. lo stato di attuazione delle riforme con riferimento alle autorità di vigilanza nella Comunità Europea e negli Stati Uniti;
2. l'attuale posizione di un selezionato gruppo di agenzie di rating rispetto ai provvedimenti cui sono sottoposte, al fine di esprimere un giudizio sulla possibile evoluzione della concorrenza nel settore in ambito comunitario, ossia dove è in vigore la normativa più restrittiva tra quelle in precedenza illustrate.

Nel complesso, l'analisi empirica ripercorre quindi le tematiche di vigilanza esterna, controllo di corporate governance, controllo interno e comunicazione agli stakeholder già affrontate sotto il profilo normativo.

### **13. Gli interventi delle autorità di vigilanza per l'attuazione delle riforme**

Il CESR e la SEC stanno positivamente contribuendo all'attuazione delle riforme nel settore del rating nell'Unione Europea e negli Stati Uniti. Di seguito si sintetizzano i principali interventi realizzati dai due organismi.

#### *L'Unione Europea*

In conformità al regolamento 1060/2009, il CESR ha pubblicato – in data 6 dicembre 2010 – il primo rapporto sullo stato di attuazione della riforma nell'UE<sup>68</sup>. Come si evince da tale report, il CESR ha ricevuto e trasferito alle autorità competenti 23 domande di registrazione relative complessivamente a 45 agenzie di rating. Lo scostamento numerico è dovuto al fatto che soltanto 19 agenzie – 17 delle quali operanti in ambito locale<sup>69</sup> – hanno presentato la domanda individualmente, mentre le rimanenti hanno optato per la procedura di registrazione riservata ai gruppi: tali agenzie sono in-

---

<sup>67</sup> Si veda il dettame della Comunicazione della Commissione europea 2006/C 59/02 all'art.3: "Il Codice dovrà essere applicato dalle agenzie di *rating* in tutti i paesi nei quali esercitano la loro attività".

<sup>68</sup> Cfr.: CESR, 2010.

<sup>69</sup> Per chiedere la registrazione, molte agenzie relativamente piccole hanno dovuto introdurre procedure di controllo interno prima inesistenti, in relazione alle quali non hanno tuttavia chiarito alle autorità di vigilanza l'effettivo funzionamento.

fatti riconducibili a 4 gruppi attivi a livello internazionale. Per quanto riguarda l'Italia, le domande di competenza della Consob sono sei e si riferiscono ai 4 gruppi con una controllata in Italia (tra cui Standard & Poor's, Moody's e Fitch) e a due agenzie minori.

Al 30 novembre 2010, la registrazione è stata concessa ad una sola agenzia (la tedesca Euler Hermes Rating GmbH); tutte le altre procedure sono ancora in corso e dovrebbero completarsi entro il secondo quadrimestre del 2011.

Il CESR ha ricevuto inoltre:

- una domanda di certificazione, avanzata da Japan Credit Rating Agency Limited e in relazione alla quale il collegio competente è costituito dalla sola autorità francese AMF<sup>70</sup>;
- richieste per l'avallo di rating formulati in 26 Paesi extra-UE.

Come stabilito dal regolamento e nel rispetto delle scadenze prefissate, il CESR ha emanato specifiche linee guida<sup>71</sup> destinate alle autorità nazionali e alle agenzie di rating. Le linee guida sono state formulate sulla base di: i lavori condotti da quattro gruppi di studio interni allo *Standing Committee* istituito a gennaio 2010 per agevolare l'attuazione dei compiti connessi alle agenzie di rating; consultazioni pubbliche e incontri finalizzati alla raccolta di feedback provenienti da agenzie, operatori di mercato e altri stakeholder.

Inoltre, il CESR sta implementando un registro telematico (CEREP, *Central Repository*) in cui le agenzie devono inserire informazioni sulla propria attività (alcune accessibili al pubblico) per consentire al CESR di pubblicare un resoconto statistico periodico.

Il CESR ha condotto altresì la valutazione di equivalenza tra i sistemi di regolamentazione e di vigilanza degli Stati Uniti e del Giappone e quello comunitario, fornendo pareri tecnici su mandato della Commissione europea: in entrambi i casi ha riscontrato l'equivalenza, con somiglianze decisamente più spiccate per il Giappone che per gli Stati Uniti. La Commissione ha richiesto la valutazione di equivalenza anche per il Canada e l'Australia, ma il CESR non si è ancora pronunciato.

Il sistema comunitario di vigilanza esterna pare destinato a subire importanti modificazioni a partire dal 2011, quando il CESR dovrebbe essere sostituito dall'ESMA. Il 2 giugno 2010 la Commissione europea ha quindi presentato una proposta di modifica del regolamento 1060/2009 che comporta un significativo accentramento della vigilanza sulle agenzie di rating: in particolare, la proposta attribuisce all'ESMA i poteri in materia di registrazione, ispezione e indagine, nonché adozione di misure cautelari e di sanzioni, funzioni che nel quadro giuridico attuale competono tutte alle autorità nazionali e ai collegi.

Nel nuovo sistema potrà tuttavia realizzarsi una collaborazione tra l'ESMA e le autorità nazionali, peraltro obbligatoria in caso di ispezione, e le autorità nazionali saranno tenute a segnalare all'ESMA le infrazioni commesse dalle agenzie di rating. L'ESMA potrà altresì delegare attività specifiche alle autorità nazionali per beneficiare della vic-

---

<sup>70</sup> CESR, *Supervisory Notice*, 6 ottobre 2010.

<sup>71</sup> Le linee guida pubblicate dal CESR sono le seguenti:

- "Guidance on Registration Process, Functioning of Colleges, Mediation Protocol, Information set out in Annex II, Information set for the application for Certification and for the assessment of CRAs systemic importance" (4 giugno 2010);
- "CESR's Guidelines for the implementation of the Central Repository" (4 giugno 2010);
- "Guidance on the Enforcement Practices and Activities to be Conducted under Article 21.3(a) of the Regulation" (30 agosto 2010);
- "Guidance on Common Standards for Assessment of Compliance of Credit Rating Methodologies with the Requirements set out in Article 8(3)" (30 agosto 2010).

nanza e della migliore conoscenza del mercato che queste avranno già sviluppato nei rispettivi territori, ma ne conserverà pienamente la responsabilità.

Il nuovo assetto della vigilanza in UE sembra quindi diretto a ridurre il rischio che il regolamento trovi applicazione differente nei Paesi membri, a causa dell'eccessivo potere che le autorità nazionali possono attualmente esercitare, determinando difformi livelli di garanzia per gli investitori attivi nei vari mercati finanziari della Comunità. Infine, la vigilanza centralizzata pare maggiormente idonea ad affrontare le problematiche connesse alla internazionalità che contraddistingue l'operato delle agenzie di rating, e potrebbe consentire anche un contenimento dei costi.

#### *Gli Stati Uniti*

Con l'entrata in vigore del CRARA nel 2006, le agenzie di rating intenzionate a mantenere o ad acquisire la qualifica di NRSRO hanno dovuto presentare domanda di registrazione. Le NRSRO sono attualmente dieci. Le ultime tre registrate (Egan-Jones, LACE, Realpoint) operano principalmente con il modello *subscriber-pay*, offrendo agli utilizzatori dei rating un'alternativa ai giudizi divulgati dalle altre sette agenzie, che impiegano generalmente il modello *issuer-pay*<sup>72</sup>.

Come previsto dal CRARA, la SEC ha prodotto i report annuali (giugno 2008, settembre 2009) sulla condizione delle NRSRO e sullo stato della concorrenza nel settore, proponendo altresì una corposa serie di emendamenti.

Si segnala infine l'avvio del processo che porterà la SEC a gestire un database XBRL dei rating emessi dalle agenzie vigilate, in relazione al quale è stato ad oggi predisposto il form per l'invio delle informazioni.

#### **14. La governance di un gruppo significativo di agenzie di rating: metodologia e risultati di un'indagine empirica**

L'indagine empirica ha ad oggetto un gruppo significativo di agenzie di rating, con lo scopo di esprimerne un giudizio sull'attuale grado di *compliance* dei sistemi di controllo e delle politiche informative esterne rispetto al dettame del regolamento 1060/2009. Il regolamento comunitario, infatti, prevedendo in generale requisiti più stringenti rispetto ad altre norme in vigore, si delinea attualmente quale riferimento di *best practice* per la tutela dei mercati finanziari. Per talune agenzie la nuova regolamentazione europea rappresenterà una grande opportunità per entrare nel mercato europeo dei rating utilizzabili a fini regolamentari senza comportare eccessivi costi di adeguamento. Per altre agenzie, viceversa, i requisiti imposti dal regolamento 1060/2009 potranno implicare tali esigenze di *compliance* da configurarsi, di fatto, come barriere all'entrata.

La ricerca, in coerenza con le considerazioni teoriche espresse nella prima parte del paper, persegue l'obiettivo di individuare le tipologie di agenzie maggiormente incentivate all'iscrizione presso il CESR in relazione all'attuale grado di *compliance* della propria governance ai requisiti del regolamento. Le risultanze empiriche costituiranno una premessa per l'espressione di un giudizio in merito alla probabile evoluzione della concorrenza nel settore dei rating regolamentari, considerato che la recente norma comunitaria mira, mediante l'istituzione di requisiti di governo minimali e la confrontabilità dei rating, a rompere la situazione di oligopolio creata dalle più grandi agenzie americane.

---

<sup>72</sup> SEC, 2009.

Nello specifico, l'indagine empirica si articola nelle seguenti fasi:

- a) selezione di un gruppo significativo di agenzie di rating;
- b) individuazione degli item rilevanti del regolamento 1060/2009 da sottoporre a verifica;
- c) rilevazione dei risultati e considerazioni conclusive.

**a) Selezione di un gruppo significativo di agenzie di rating**

Ad oggi non esiste una lista completa ed attendibile delle agenzie di rating operanti a livello europeo ed internazionale; fa eccezione un elenco della SEC, aggiornato annualmente, sulle agenzie registrate come NRSRO. Il regolamento 1060/2009, imponendo l'istituzione di un registro centrale delle agenzie, contribuirà senza dubbio a migliorare la trasparenza anche in questo ambito.

Per lo sviluppo della ricerca, pertanto, ci si è avvalsi di un gruppo di agenzie già oggetto di due studi precedenti (nello specifico afferenti al grado di *compliance* al codice IOSCO) pubblicati da: il *Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions* nel marzo 2009 (*A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*); il CESR nel maggio 2009 (*Report by CESR on Compliance of EU based Credit Rating Agencies with the IOSCO Code of Conduct*). Le agenzie selezionate negli studi citati erano quelle, a parere degli organismi promotori della ricerca, potenzialmente più qualificate per la registrazione ai sensi del regolamento comunitario, all'epoca ancora *in progress*.

Le agenzie oggetto della presente indagine empirica sono 32, delle quali 18 con sede nell'Unione Europea e 14 con sede in altri Paesi.

Una corretta analisi della governance delle agenzie di rating non può essere condotta, a parere di chi scrive, senza considerare il contesto giuridico ed economico di riferimento, con particolare riguardo a:

- l'ordinamento giuridico dominante (*common law* o *civil law*);
- lo sviluppo dei mercati dei capitali (*market-oriented systems* o *insider systems*);
- le norme in tema di distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo presso gli organi di vertice aziendali (sistemi monistici, dualistici orizzontali, dualistici verticali)<sup>73</sup>.

Tali fattori si configurano, sovente, come vincoli o come opportunità che, uniti ai margini di autonomia di cui le agenzie possono godere relativamente alle proprie scelte di struttura, di governo e di comunicazione, originano una molteplicità di situazioni solo teoricamente classificabili. Ne deriva che, pur essendo apprezzabile l'intento di uniformare la qualità dei rating mediante l'armonizzazione delle norme applicabili alle agenzie, non si dovrebbero trascurare le variabili rilevanti dei sistemi di governance a livello di singolo Paese.

La Tabella 5 evidenzia differenze significative in termini di assetto proprietario delle agenzie, ordinamento giuridico del Paese e sviluppo dei mercati finanziari, a cui si correlano specificità dei sistemi di amministrazione e controllo.

L'assetto proprietario assume particolare rilievo per la governance delle agenzie: nelle società con regime giuridico assimilabile a quello delle società a responsabilità limitata la flessibilità delle norme, che generalmente disciplinano questa tipologia societaria, concede maggiore autonomia nella definizione delle strutture di governo e di controllo e dei meccanismi attraverso i quali i relativi organi adempiono alle proprie atti-

---

<sup>73</sup> Per un approfondimento si rimanda a Bosetti L., 2009.

vità. Ne deriva la possibilità di configurare più liberamente strutture aziendali e sistemi di controllo aderenti alle specifiche caratteristiche dell'azienda.

**Tabella 5: Elenco agenzie oggetto della ricerca**

Agenzia	NRSRO ECAI	Sede	Ordinamento giuridico	Orientamento mercato capitali	Sistema di corporate governance nazionale	Gruppo	Quotazione
<b>Agenzie non comunitarie</b>							
AM Best Company	NRSRO	Usa	Common law	Outsider system	Monistico	Capogruppo	
Austin Ratings		Brasile	Civil law	Insider system	Dualistico o.	Austin Holding	
DBRS	NRSRO ECAI	Canada	Common law	Block-holder, insider system	Monistico		
Egan Jones	NRSRO	Usa	Common law	Outsider system	Monistico		
Fedafin		Svizzera	Civil law	Insider system	Monistico		
Fitch Rating	NRSRO ECAI	Usa	Common law	Outsider system	Monistico	Fitch Group - Fimalac	Paris Stock Exchange
JCR	NRSRO ECAI	Giappone	Civil law	Insider system	Monistico Dualistico o.		
LACE Financial	NRSRO	Usa	Common law	Outsider system	Monistico		
LF Rating		Brasile	Civil law	Insider system	Dualistico o.		
Moody's Investors Service	NRSRO ECAI	Usa	Common law	Outsider system	Monistico	Moody's Corporation	NYSE
Rating and Investment Information	NRSRO ECAI	Giappone	Civil law	Insider system	Monistico Dualistico o.		
Realpoint (*)	NRSRO	Usa	Common law	Outsider system	Monistico	Morningstar	
SR Ratings		Brasile	Civil law	Insider system	Dualistico o.		
Standard & Poor's Financial Services	NRSRO ECAI	Usa	Common law	Outsider system	Monistico	Mc Graw Hill	NYSE
<b>Agenzie comunitarie</b>							
AAA Soliditet		Svezia	Civil law	Insider system	Monistico	Bisnode Business Information Group	
Assekurata Assekuranz Rating Agentur (*)	ECAI	Germania	Civil law	Insider system	Dualistico v.		
National Credit Rating Agency		Bulgaria	Civil law	Insider system	Monistico / Dualistico v.		
Capital Intelligence		Cipro	Common law	Insider system	Monistico		
Capp&Capp (*)	ECAI	Italia	Civil law	Insider system	Monistico / Dualistico o. e v.	Capp & Capp Value	
Coface (*)	ECAI	Francia	Civil law	Insider system	Monistico / Dualistico v.	Natixis	Euronext Paris
Companhia Portuguesa de Rating (*)		Portogallo	Civil law	Insider system	Monistico / Dualistico o. e v.		
ECRAI		Repubblica Slovacca	Civil law	Insider system	Dualistico v.		
Euler Hermes Rating (*)		Germania	Civil law	Insider system	Dualistico v.	Allianz	Paris Stock Exchange (Euronext)
European Rating Agency		Repubblica Slovacca	Civil law	Insider system	Dualistico v.	European Rating Agency	
Lince	ECAI	Italia	Civil law	Insider system	Monistico / Dualistico o. e v.	Cerved Group	
MAR Rating (*)		Germania	Civil law	Insider system	Dualistico v.		
PSR Rating (*)		Germania	Civil law	Insider system	Dualistico v.		
RS Rating Services		Germania	Civil law	Insider system	Dualistico v.	Financial Services	
Svensk Kommun Rating		Svezia	Civil law	Insider system	Monistico		
The Economist Intelligence Unit		Gran Bretagna	Common law	Outsider system	Monistico	The Economist Group	
UC		Svezia	Civil law	Insider system	Monistico	Capogruppo	
URA Rating Agentur	ECAI	Germania	Civil law	Insider system	Dualistico v.		

(\*) Assimilabili a società a responsabilità limitata

Le forme giuridiche assimilabili alle società per azioni sono soggette a prescrizioni legislative più rigide, a tutela delle più ampie categorie di stakeholder coinvolti (norme in tema di distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo<sup>74</sup>); inoltre, nelle fattispecie di reperimento del capitale di rischio sui mercati regolamentati, si amplia il novero delle disposizioni, tese a tutelare il pubblico risparmio, la fiducia nel mercato borsistico e l'economia in generale. Particolari assetti proprietari possono, infine, essere definiti in corrispondenza dei gruppi aziendali.

Si ritiene, inoltre, utile segnalare che talune agenzie sono già attualmente riconosciute come NRSRO e/o ECAI. La logica globale di operatività delle agenzie non appartenenti all'UE evidenzia la contemporanea presenza, per talune di esse, di entrambe le qualifiche (anche presso una molteplicità di Paesi<sup>75</sup>), garantendo alle stesse la possibilità di competere anche sul mercato comunitario offrendo servizi di ponderazione del rischio a banche ed imprese di investimento, secondo quanto previsto dall'Accordo di Basilea II. Viceversa, si ravvisa una logica di operatività più locale da parte delle agenzie europee.

### **b) Individuazione degli item rilevanti e progettazione delle griglie di rilevazione**

Nella fase successiva del lavoro sono stati, dapprima, individuati gli item da sottoporre a verifica. Considerato che il regolamento comunitario esprime attualmente la *best practice* internazionale in tema di normativa sulle agenzie di rating e seguendo il modello logico presentato nella prima parte del presente scritto, si è ritenuto opportuno selezionare gli articoli del regolamento 1060/2009 secondo le dimensioni di: controllo di corporate governance; controllo interno; comunicazione esterna.

Le agenzie selezionate, tenendo conto delle considerazioni relative alla comparazione della normativa, sono state ulteriormente suddivise in sottogruppi (Tabella 6), in base alla disciplina che ne governa l'attività di rating e prescindendo dalla loro ubicazione geografica:

- 10 agenzie sono riconosciute come NRSRO (includendo in questo gruppo anche le società con doppio riconoscimento NRSRO-ECAI, considerato che i requisiti per l'iscrizione quale NRSRO sono decisamente più vincolanti ed ampi rispetto a quelli richiesti per l'iscrizione quale ECAI);
- 5 agenzie sono riconosciute come ECAI (escludendo da questo gruppo le agenzie contemporaneamente iscritte come NRSRO-ECAI, comprese nel gruppo precedente);

---

<sup>74</sup> Si rammenta che la distribuzione dei poteri di amministrazione e controllo presso gli organi di vertice aziendali è strettamente correlata con il grado di sviluppo dei mercati dei capitali. Infatti, negli *outsider system*, caratterizzati da mercati borsistici ben sviluppati e dal frazionamento accentuato della proprietà, è il mercato stesso a controllare e a dare consenso all'attività amministrativa degli organi di corporate governance, mediante le dinamiche di domanda ed offerta delle quote di proprietà. In questi sistemi prevale il modello monistico di corporate governance, in cui i poteri di amministrazione e di controllo convergono in un medesimo organo. Viceversa, nei sistemi *insider*, nei quali l'azionariato è concentrato e stabile, il mandato a governare è attribuito esclusivamente dalla proprietà (con un forte coinvolgimento dell'azionista di maggioranza) o, nella fattispecie di *insider system* renano, anche dai dipendenti. In questi sistemi prevalgono modelli di corporate governance di tipo dualistico, caratterizzati dall'attribuzione dei poteri di amministrazione e controllo ad organi diversi.

<sup>75</sup> Infatti, Moody's, S&P, Fitch sono riconosciute ECAI in Bulgaria, Italia, Francia, Cipro, Slovacchia, Svezia, Regno Unito. DBRS è riconosciuta ECAI in Francia e Svezia. JCR e R&I hanno ottenuto la qualifica di ECAI in Francia.

- 17 agenzie sono attualmente prive di riconoscimento.

Inoltre, ciascun sottogruppo è stato ulteriormente suddiviso in base all'adozione di un codice di condotta (ispirato ai principi del codice IOSCO). Tale classificazione, a parere di chi scrive, è funzionale per una valutazione qualitativa del grado di *compliance* al regolamento comunitario da parte di agenzie sottoposte a vincoli normativi specifici differenti.

**Tabella 6: Classificazione delle agenzie oggetto della ricerca**

	Con codice	Senza codice	Totale
NRSRO	10	-	10
ECAI	5	-	5
Altre	11	6	17
<b>Totale</b>	<b>26</b>	<b>6</b>	<b>32</b>

L'indagine si è avvalsa dei codici di condotta, delle *policies* e di tutte le altre informazioni e documentazioni sulla governance presenti nei siti web delle agenzie nel periodo settembre-novembre 2010.

Ad evidenza, si è consapevoli che la *voluntary disclosure* potrebbe non rappresentare adeguatamente la reale governance dell'agenzia: l'assenza di un'informazione non obbligatoriamente sottoposta a pubblica diffusione non implica, infatti, l'inesistenza del fenomeno cui la stessa si riferisce. Tuttavia, in un contesto in cui l'orientamento degli interventi legislativi tende ad una progressiva armonizzazione internazionale dei controlli (esterni ed interni), la trasparenza comunicazionale può e potrà rappresentare un fattore critico di vantaggio competitivo. A fronte del rispetto di requisiti comuni atti a garantire rating indipendenti, di elevata qualità e confrontabili, eccelleranno le agenzie che sapranno valorizzare il rapporto con i propri stakeholder mediante un'attività costante e trasparente di comunicazione (indice di trasparenza comportamentale) oltre i vincoli minimali imposti dalle norme.

### c) Rilevazione dei risultati e considerazioni

Di seguito si illustrano le informazioni fornite dalle agenzie di rating selezionate, con riguardo al controllo di corporate governance, al controllo interno ed alla comunicazione esterna.

**Tabella 7: Il controllo di corporate governance (membri indipendenti)**

	NRSRO (*)		ECAI (*)		Altre con codice		Altre senza codice	
	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%
Nell'organo amministrativo/consiglio di sorveglianza	-	-	-	-	-	-	-	-
Politica retributiva	-	-	-	-	-	-	-	-
Durata massima dell'incarico	-	-	-	-	-	-	-	-
Competenze sufficienti nel settore dei servizi finanziari	-	-	-	-	-	-	-	-

(\*) Tutte dotate di codice di condotta

La Tabella 7 evidenzia una assoluta mancanza di informazioni afferenti ai membri indipendenti del consiglio di amministrazione o consiglio di sorveglianza. Tale situazione potrebbe esprimere una mancanza di interesse nei confronti di tale tematica, anche per effetto dell'assenza di una regolamentazione pregressa al riguardo e della mancanza di vincoli specifici sulle agenzie per effetto del loro status giuridico.

La Tabella 8 evidenzia una maggiore trasparenza delle agenzie sul controllo interno, sia in relazione alle misure atte a prevenire i conflitti di interesse, sia con riferimento ai controlli di revisione e di *compliance*.

Le NRSRO presentano un elevato, o totale, grado di conformità alla maggior parte degli item del regolamento comunitario. L'efficacia del controllo interno sarà ulteriormente rafforzata dal divieto di attività consulenziale e dalla rotazione degli analisti. Mentre la funzione di *compliance* è presente nella totalità delle agenzie analizzate<sup>76</sup>, la funzione di revisione non è sempre attivata e, laddove attivata, non sempre chiaramente identificabile ed indipendente<sup>77</sup>.

**Tabella 8: Il controllo interno**

	NRSRO (*)		ECAI (*)		Altre con codice		Altre senza codice	
	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%
Divieto di attività consulenziale su strumenti finanziari da valutare	7	70,0	3	60,0	10	90,9	-	-
Procedure di prevenzione e gestione conflitti di interesse	10	100,0	5	100,0	9	81,8	-	-
Rotazione degli analisti	5	50,0	2	40,0	3	27,3	-	-
Indipendenza della retribuzione degli analisti dal fatturato dell'agenzia	10	100,0	5	100,0	9	81,8	-	-
Indipendenza degli analisti da altri business dell'agenzia	10	100,0	5	100,0	11	100,0	1	16,7
Rigorousità delle metodologie e dei modelli	10	100,0	5	100,0	10	90,9	1	16,7
Adeguate risorse umane e finanziarie all'attività di rating	7	70,0	5	100,0	6	54,5	-	-
Affidabilità delle informazioni utilizzate per la valutazione	10	100,0	5	100,0	10	90,9	1	16,7
Procedure di conservazione della documentazione	10	100,0	5	100,0	10	90,9	-	-
Procedure a garanzia della riservatezza delle informazioni	10	100,0	5	100,0	9	81,8	-	-
Revisione periodica delle metodologie e dei modelli	10	100,0	5	100,0	7	63,6	1	16,7
Attivazione funzione di revisione	8	80,0	1	20,0	5	45,5	-	-
Attivazione funzione di conformità	10	100,0	5	100,0	8	72,7	-	-

(\*) Tutte dotate di codice di condotta

Le ECAI presentano una situazione simile alle NRSRO: anch'esse dovranno limitare la propria attività consulenziale e rafforzare l'indipendenza di giudizio degli analisti mediante procedure di rotazione dei medesimi. Nonostante la totalità delle agenzie dichiaranti di sottoporre periodicamente a revisione le metodologie, i modelli e le ipotesi alla

<sup>76</sup> Sul totale di 10 NRSRO dotate di funzione di *compliance*, in 8 casi (80%) è chiaramente specificata anche la condizione di indipendenza del *compliance officer*.

<sup>77</sup> Quando specificato, la funzione di revisione è attribuita ai senior manager con comprovata esperienza (4 casi) o a *credit policy committees* (2 casi) costituiti da analisti. Su 8 agenzie che attivano una funzione di revisione, 1 ne dichiara anche l'indipendenza, mentre 5 reputano che l'indipendenza sia opportuna solo in specifiche ipotesi (in base allo strumento valutato).

base dei rating, non si ravvisa l'attivazione esplicita di una funzione di revisione<sup>78</sup>; non così la funzione di *compliance*, presente nella totalità delle agenzie<sup>79</sup>.

Le agenzie di rating non registrate ma dotate di un codice di condotta ispirato al codice IOSCO presentano, in generale, un minor grado di conformità ai requisiti del regolamento comunitario. Quasi la totalità delle agenzie dichiarano di non svolgere attività consulenziale e di garantire l'indipendenza di giudizio degli analisti e la qualità della valutazione (mediante la rigorosità delle metodologie e la presunzione di affidabilità delle informazioni utilizzate), ma appare necessario il rafforzamento di: le politiche afferenti ai conflitti di interesse; l'attività di revisione, anche mediante l'istituzione di una funzione apposita<sup>80</sup>; la funzione di *compliance* alle norme<sup>81</sup>.

L'attuale situazione delle agenzie non registrate e non dotate di alcun codice di condotta denota una sostanziale lontananza dalle prescrizioni del regolamento comunitario e sottende l'introduzione ex novo o una profonda revisione dell'intero sistema dei controlli interni.

La Tabella 9 evidenzia un elevato grado di *compliance* delle NRSRO ai requisiti di comunicazione imposti dal regolamento. I valori percentuali nulli, in realtà, si riferiscono ad un'interpretazione più restrittiva di informazioni che le agenzie si impegnano già a fornire: il 70% delle NRSRO analizzate pubblica con una periodicità diversa da quella semestrale il tasso storico di *default* delle categorie di rating e si impegna a segnalare quando almeno il 10% del fatturato deriva da un unico cliente.

**Tabella 9: La comunicazione esterna**

	NRSRO (*)		ECAI (*)		Altre con codice		Altre senza codice	
	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%
<i>Relazione di trasparenza</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Elenco servizi ausiliari all'attività di rating</i>	8	80,0	2	40,0	3	27,3	-	-
<i>Descrizione di metodologie, modelli, ipotesi alla base del rating</i>	10	100,0	5	100,0	10	90,0	3	50,0
<i>Comunicazione delle modifiche a metodologie, modelli, ipotesi</i>	10	100,0	4	80,0	7	63,6	-	-
<i>Tasso semestrale di default delle categorie di rating</i>	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Elenco clienti con fatturato almeno pari al 5% del totale agenzia</i>	-	-	1	20,0	2	18,2	-	-
<i>Informazioni su politiche retributive</i>	9	90,0	5	100,0	8	72,7	-	-
<i>Descrizione potenziali e attuali conflitti di interesse</i>	10	100,0	4	80,0	7	63,6	-	-
<i>Descrizione processi di controllo interno per prevenzione e gestione dei conflitti di interesse</i>	10	100,0	5	100,0	9	81,8	-	-

(\*) Tutte dotate di codice di condotta

La relazione di trasparenza rappresenterà un momento di significativo miglioramento della trasparenza anche per le NRSRO, ad oggi completamente conformi solo con riguardo alle informazioni a pubblica diffusione già previste nel Form NRSRO (struttura giuridica e assetti proprietari – Tabella 10).

<sup>78</sup> Si ravvisa un solo caso di attivazione della funzione di revisione presso le ECAI con attribuzione della stessa ad un non meglio specificato "Comitato di vigilanza sui Rating".

<sup>79</sup> In 4 casi si dichiara anche l'indipendenza della funzione di *compliance*.

<sup>80</sup> In nessun caso di attivazione della funzione di revisione se ne dichiara anche l'indipendenza.

<sup>81</sup> La funzione è dichiarata indipendente in 4 casi.

**Tabella 10: La relazione di trasparenza: contenuto**

	NRSRO (*)		ECAI (*)		Altre con codice		Altre senza codice	
	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%	Assoluto	%
Struttura giuridica e assetti proprietari	10	100,0	1	20,0	2	18,2	1	16,7
Sistema di controllo interno	2	20,0	2	40,0	1	9,1	-	-
Statistiche allocazione personale	-	-	1	20,0	-	-	-	-
Politica conservazione documenti	6	60,0	-	-	-	-	-	-
Esito revisione annuale funzione di conformità	1	10,0	-	-	-	-	-	-
Politica di rotazione management e analisti	3	30,0	-	-	-	-	-	-
Fatturato dell'agenzia	1	10,0	1	20,0	1	9,1	-	-
Relazione sulla gestione	1	10,0	1	20,0	1	9,1	-	-

(\*) Tutte dotate di codice di condotta

La comunicazione esterna delle ECAI appare, nella sostanza, simile a quella fornita dalle NRSRO, ad eccezione dell'elenco di attività ausiliarie a quella tipica di rating (i cosiddetti *ancillary businesses*). Come affermato poc'anzi, il regolamento richiede una restrizione dei limiti relativi all'intervallo temporale di analisi del tasso di *default* delle categorie di rating: attualmente il 60% delle ECAI comunica tale informazione con una periodicità differente. Con riguardo, invece, alla percentuale oltre la quale l'agenzia si impegna a diffondere i nominativi dei principali clienti, l'unico dato rilevato è quello presentato in Tabella 9. Si ravvisa, inoltre, un limitato grado di conformità delle ECAI alla *mandatory disclosure* relativa alla relazione di trasparenza (Tabella 10).

Le agenzie non registrate ma dotate di codice di condotta manifestano precipua attenzione alla comunicazione esterna afferente a: le metodologie, i modelli e le ipotesi alla base dei rating; l'indipendenza delle politiche retributive dei soggetti direttamente coinvolti nell'attività di rating dal fatturato dell'agenzia; la descrizione dei conflitti di interesse e le procedure in atto per la prevenzione degli stessi. Le percentuali, tuttavia, presentano valori ampiamente migliorabili<sup>82</sup> (Tabella 9).

Infine, il confronto con le informazioni previste dalla relazione di trasparenza evidenzia un notevole sforzo futuro di adeguamento (Tabella 10).

Le agenzie non registrate e non dotate di codice di condotta denotano, salvo rare eccezioni su alcuni item, una significativa reticenza comunicazionale (Tabelle 9 e 10).

In conclusione si può affermare che le attuali NRSRO sembrerebbero fortemente facilitate nel rispetto dei requisiti ex regolamento 1060/2009 con riguardo ai controlli di corporate governance (ad oggi non realizzati ma obbligatori per il mantenimento della qualifica di NRSRO secondo l'*Investor Protection and Securities Reform Act* del 2010), ai controlli interni (perfettibili in alcuni aspetti, ma già ampiamente conformi) ed alla comunicazione esterna (le cui politiche devono tendere alla pubblicità di informazioni oggi mantenute come confidenziali).

Per le attuali ECAI la registrazione presso il CESR comporterà significativi sforzi in termini di adeguamento dei controlli a livello di corporate governance. Nonostante la disciplina specifica per le ECAI sia meno stringente rispetto a quella americana ed alla più recente comunitaria, le agenzie in oggetto denotano un buon livello di conformità ai

<sup>82</sup> Si rimarca che il 45,5% delle agenzie comunica il tasso di *default* dei propri rating con una periodicità non semestrale e che il 22,3% individua un limite di fatturato di cliente, oltre il quale scatta l'obbligo informativo, pari al 10%.

requisiti del regolamento 1060/2009 con riguardo ai controlli interni ed alla comunicazione esterna, seppure a fronte di necessari interventi significativi in alcuni ambiti.

L'attuale affinità fra NRSRO ed ECAI potrebbe, allora, trovare giustificazione nell'autoregolamentazione promossa dalla IOSCO: si rammenti, infatti, che gran parte delle raccomandazioni del codice IOSCO sono acquisite con valore imperativo nella regolamentazione comunitaria.

L'importanza dell'autoregolamentazione ai fini della conformità con il regolamento comunitario emerge anche dal confronto fra le agenzie non soggette ad alcuna normativa specifica ma dotate di un codice di condotta (per le quali non sembrerebbe precludersi completamente la possibilità di iscrizione) e le agenzie completamente prive di alcuna forma di controllo interno (per le quali l'iscrizione implicherebbe costi di adeguamento probabilmente insostenibili).

Dalle considerazioni suseposte si evince che i requisiti imposti dal regolamento comunitario potranno essere rispettati senza eccessivi costi di *compliance* da parte delle agenzie attualmente più conformi agli stessi (nello specifico NRSRO ed ECAI), mentre costituiranno vincoli ad elevato "costo di *compliance*" per tutte le altre. Nonostante uno degli obiettivi del regolamento comunitario fosse riconducibile ad un incremento della concorrenza sul mercato europeo del rating, si prevede, pertanto, ancora la presenza dominante delle grandi agenzie americane e delle agenzie registrate che già operano a livello locale.

L'uniformazione dei requisiti minimali di governance e di comunicazione imposti alle agenzie, tuttavia, indurrà le stesse a cercare altri elementi di vantaggio competitivo, ad esempio, nell'affinamento delle metodologie o in una comunicazione più trasparente ed attenta a categorie sempre più ampie di stakeholder.

## 15. Conclusioni, limiti e sviluppi futuri

L'analisi delle riforme nel settore del rating ha evidenziato un progressivo avvicinamento tra il modello di vigilanza europeo e quello statunitense: la convergenza è stata certamente accelerata dalla crisi economica, che ha enfatizzato i rischi connessi ad un sistema autoregolamentare per la governance delle agenzie di rating. La progressiva armonizzazione delle norme a livello internazionale si basa, sostanzialmente, su una condivisa attenzione per la tematica dei controlli (esterni, di corporate governance ed interni) e della *disclosure* verso gli stakeholder, con la finalità di rafforzare la credibilità delle agenzie, garantendone l'indipendenza, l'efficacia dei processi e la trasparenza comportamentale.

La credibilità delle valutazioni costituisce, infatti, il principale fattore di vantaggio competitivo per le agenzie; la validità di tale criterio sembra, tuttavia, ridimensionarsi in un mercato del credit rating dominato da pochi grandi *player* i quali, in caso di insuccesso, non risultano sostituibili da nuovi concorrenti altrettanto credibili<sup>83</sup>.

Il regolamento 1060/2009, imponendo requisiti di governance atti a garantire standard qualitativi minimali di valutazione, auspica la tutela della stabilità dei mercati finanziari e, al tempo stesso, un aumento della competizione nel settore. Tale considerazione ha guidato l'analisi empirica svolta su un gruppo di agenzie potenzialmente più

---

<sup>83</sup> Si rammentano alcuni clamorosi errori da parte di Moody's, la più grande agenzia esistente: il 30.11.2001 la valutazione di Enron si attesta sul livello B2, il 02.12.01 Enron fallisce; il 15.09.2008 (pochissime ore prima del fallimento) la valutazione di Lehman Brothers Holding è pari a B3; il 15.09.2008 AIG gode di un rating pari ad A2, il giorno dopo è salvata dall'intervento del Governo federale statunitense.

qualificate per la registrazione comunitaria, con l'obiettivo di valutarne l'attuale grado di *compliance* ai vincoli regolamentari ed esprimere un giudizio sulla probabile evoluzione della concorrenza.

L'analisi effettuata mostra una divergenza fra le agenzie attualmente già registrate come NRSRO e/o ECAI e le altre agenzie, laddove le prime presentano un grado di conformità buono (o comunque accettabile) alle prescrizioni del regolamento comunitario, mentre le seconde denotano significative lacune in questo senso. L'autoregolamentazione, inoltre, sembra essere stata attuata con maggiore efficacia in corrispondenza delle agenzie registrate presso la SEC e in Europa, configurandosi come un riferimento decisamente importante nello sviluppo delle condizioni di indipendenza delle agenzie, ma insufficiente per una effettiva ed ampia tutela degli stakeholder.

Le considerazioni emerse dall'analisi empirica inducono, in conclusione, a delineare condizioni future di concorrenza sul mercato europeo del rating a fini regolamentari non significativamente diverse da quelle attuali, con una netta predominanza delle attuali NRSRO. Tuttavia, è necessario sottolineare l'opportunità di validare le suddette considerazioni nel prossimo futuro, quando sarà noto l'elenco delle agenzie che hanno ottenuto il riconoscimento. Inoltre, la ricerca potrebbe ulteriormente svilupparsi verificando l'efficacia del regolamento comunitario mediante un'analisi più approfondita dei processi di governo delle agenzie registrate e delle dinamiche di mercato.



## **Bibliografia**

- Antenbrink F., De Haan J., “Regulating credit ratings in the European Union: A critical first assessment of Regulation 1060/2009 on credit rating agencies”, *Common Market Law Review*, vol. 46, issue 6, 2009, pp. 1915-1949.
- Bosetti L., “Le variabili rilevanti dei sistemi di corporate governance”, in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, seconda edizione, FrancoAngeli, Milano, 2009.
- Camera di commercio industria artigianato e agricoltura di Trieste, *Basilea 2. Guida per le imprese*, aprile 2006.
- CESR, *CESR Annual report according to article 21 of Regulation (EC) 1060/2009 on Credit Rating Agencies*, Paris, 6 December 2010.
- CESR, *Report by CESR on Compliance of EU based Credit Rating Agencies with the IOSCO Code of Conduct*, May 2009.
- Champsaur A., *The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals*, LL.M. Paper, Harvard Law School, May 2005, <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp19.pdf>.
- Conti V., *Audizione del Presidente Vicario della Consob*, Camera dei Deputati, VI commissione permanente (Finanze), Roma, 23 settembre 2010.
- Coskun D., “Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept”, *Journal of Banking Regulation*, vol. 9, issue 4, 2008, pp. 264-283.
- Fender I., Mitchell J., *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating*, Rassegna trimestrale BRI, giugno 2005.
- Financial Stability Forum, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April 2008.
- Fons J.S., *White Paper on Rating Competition and Structured Finance*, Moody’s Investors Service, 10 January 2008.
- Friedland J., “The subprime and financial crises”, *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 6, issue 1, 2009, pp. 40-57.
- Gandini G., *Governo d’impresa e orientamento competitivo al mercato bancario*, FrancoAngeli, Milano, 2008.
- Grundfest J.A., Petrova E., *Buyer Owned and Controlled Rating Agencies: A Summary Introduction*, Stanford Law School and The Rock Center on Corporate Governance, April 2009, <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-10.pdf>.
- IOSCO Technical Committee, *A Review of Implementation of the IOSCO Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, March 2009.

- IOSCO, *IOSCO Statement of Principles regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, 25 September 2003.
- Justensen P.J., “Ratings recall: Will new reform proposals make lasting impact?”, *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, issue 1, 2009, pp. 193-213.
- Listokin Y., Taibleson B., If you misrate, then you lose: Improving credit rating accuracy through incentive compensation, *Yale Journal on Regulation*, vol. 27, issue 1, 2010, pp. 91-113.
- OICV – IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, December 2004, revised in May 2008.
- Ponce J., *The Quality of Credit Ratings: A Two-Sided Market Perspective*, 2 August 2009, <http://www.bcu.gub.uy/autoriza/peiees/jor/2009/iees03j3471009.pdf>.
- Rousseau S., *Regulating Credit Rating Agencies after the Financial Crisis: The Long and Winding Road Toward Accountability*, Social Science Research Network, 23 July 2009, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1456708](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1456708).
- Salvioni D.M., “L’attività di controllo e l’efficacia aziendale”, in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, seconda edizione, FrancoAngeli, Milano, 2009, p. 304.
- SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, June 2008.
- SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, September 2009.
- Spreta V., Veldkamp L., “Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, issue 5, 2009, pp. 678-695.
- The World Bank, “Credit rating agencies. No easy regulatory solutions”, *Crisis Response*, October 2009.

## DIPARTIMENTO DI ECONOMIA AZIENDALE

### PAPERS PUBBLICATI DAL 2008 AL 2010\*:

- 74- Giuseppina GANDINI, Raffaella CASSANO, *Sistemi giuridici a confronto: modelli di corporate governance e comunicazione aziendale*, maggio 2008.
- 75- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Michela APOSTOLO, *Dominanza della marca e successo del co-branding: una verifica sperimentale*, maggio 2008.
- 76- Alberto MARCHESE, *Il ricambio generazionale nell'impresa: il patto di famiglia*, maggio 2008.
- 77- Pierpaolo FERRARI, *Leasing, factoring e credito al consumo: business maturi e in declino o "cash cow"?*, giugno 2008.
- 78- Giuseppe BERTOLI, *Globalizzazione dei mercati e sviluppo dell'economia cinese*, giugno 2008.
- 79- Arnaldo CANZIANI, *Giovanni Demaria (1899-1998) nei ricordi di un allievo*, ottobre 2008.
- 80- Guido ABATE, *I fondi comuni e l'approccio multimanager: modelli a confronto*, novembre 2008.
- 81- Paolo BOGARELLI, *Unità e controllo economico nel governo dell'impresa: il contributo degli studiosi italiani nella prima metà del XX secolo*, dicembre 2008.
- 82- Marco BERGAMASCHI, *Marchi, imprese e sociologia dell'abbigliamento d'alta moda*, dicembre 2008.
- 83- Marta Maria PEDRINOLA, *I gruppi societari e le loro politiche tributarie: il dividend washing*, dicembre 2008.
- 84- Federico MANFRIN, *La natura economico-aziendale dell'istituto societario*, dicembre 2008.
- 85- Sergio ALBERTINI, Caterina MUZZI, *La diffusione delle ICT nei sistemi produttivi locali: una riflessione teorica ed una proposta metodologica*, dicembre 2008.
- 86- Giuseppina GANDINI, Francesca GENNARI, *Funzione di compliance e responsabilità di governance*, dicembre 2008.
- 87- Sante MAIOLICA, *Il mezzanine finance: evoluzione strutturale alla luce delle nuove dinamiche di mercato*, febbraio 2009.
- 88- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, *Brand extension, counterextension, cobranding*, febbraio 2009.
- 89- Luisa BOSETTI, *Corporate Governance and Internal Control: Evidence from Local Public Utilities*, febbraio 2009.
- 90- Roberto RUOZI, Pierpaolo FERRARI, *Il rischio di liquidità nelle banche: aspetti economici e profili regolamentari*, febbraio 2009.
- 91- Richard BAKER, Yuri BIONDI, Qiusheng ZHANG, *Should Merger Accounting be Reconsidered?: A Discussion Based on the Chinese Approach to Accounting for Business Combinations*, maggio 2009.
- 92- Giuseppe PROVENZANO, *Crisi finanziaria o crisi dell'economia reale?*, maggio 2009.
- 93- Arnaldo CANZIANI, *Le rivoluzioni zappiane— reddito, economia aziendale — agli inizi del secolo XXI*, giugno 2009.
- 94- Annalisa BALDISSERA, *Profili critici relativi al recesso nelle società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, luglio 2009.
- 95- Marco BERGAMASCHI, *Analisi ambientale della Cina e strategie di localizzazione delle imprese italiane*, novembre 2009.
- 96- Alberto FALINI, Stefania PRIMAVERA, *Processi di risanamento e finalità*

---

\* Serie depositata a norma di legge. L'elenco completo dei paper è disponibile al seguente indirizzo internet <http://www.deaz.unibs.it>

- d'impresa nelle procedure di amministrazione straordinaria*, dicembre 2009.
- 97- Riccardo ASTORI, Luisa BOSETTI, *Crisi economica e modelli di corporate governance*, dicembre 2009.
- 98- Marco BERGAMASCHI, *Imitazione e concorrenza nell'abbigliamento di moda: un'interpretazione economico-aziendale della normativa vigente*, dicembre 2009.
- 99- Claudio TEODORI, Monica VENEZIANI, *Intangible assets in annual reports: a disclosure index*, gennaio 2010.
- 100- Arnaldo CANZIANI, Renato CAMODECA, *Il Bilancio dello Stato nel pensiero degli aziendalisti italiani 1880-1970*, febbraio 2010.
- 101- Giuseppe BERTOLI, Bruno BUSACCA, Roberto GRAZIANO, *La determinazione del "Royalty Rate" negli accordi di licesing*, marzo 2010.
- 102- Antonio PORTERI, *La crisi, le banche e i mercati finanziari*, aprile 2010.
- 103- Elisabetta CORVI, *Emozioniamoci! L'imperativo del terzo millennio?*, maggio 2010.
- 104- Sergio ALBERTINI, Caterina MUZZI, *Innovation networking and SMEs: Open communities and absorptive capacity. Two case studies along a continuum in the innovative process*, ottobre 2010.
- 105- Guido ABATE, *Lo sviluppo e le prospettive delle SGR immobiliari italiane*, ottobre 2010.
- 106- Ilaria GREZZINI, *Il bilancio d'esercizio e la fiscalità asincrona: norme civilistiche, eterointegrazione, Ias*, ottobre 2010.
- 107- Ilaria GREZZINI, *Finanziamento dell'economia e <partite incagliate>: la Comit 1933-1935 nella perizia di Gino Zappa*, ottobre 2010.
- 108- Mario MAZZOLENI, Elisa CHIAF, Davide GIACOMINI, *Le cooperative mutualistiche tra eccellenza economica e sociale*, novembre 2010.
- 109- Annalisa ZANOLA, *The Annual Report: an Interdisciplinary Approach to a 'Contaminated' New Genre*, novembre 2010.
- 110- Elisa CHIAF, *Le imprese sociali di inserimento lavorativo e la creazione di valore: uno studio di casi*, dicembre 2010.

*Università degli Studi di Brescia  
Dipartimento di Economia Aziendale  
Contrada Santa Chiara, 50 - 25122 Brescia  
tel. 030.2988.551-552-553-554 - fax 030.295814  
e-mail: [segeaz@eco.unibs.it](mailto:segeaz@eco.unibs.it)*