

Comitato Scientifico

Roberto Cafferata

Paolo De Vita

Angelo Di Gregorio

Francesco Giunta

Vincenzo Maggioni

Luciano Munari

Giuseppe Paolone

Lucio Pofito

Paolo Tartaglia Polcini

Comitato Organizzatore

Raffaele Adinolfi

Alessandra Allini

Antonio D'Amato

Bice Della Piana

Caterina Ferrone

Alessandro Hinna

Marco Maffei

Francesca Manes Rossi

Giulia Monetta

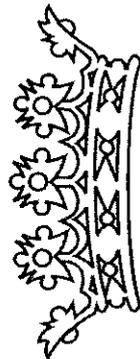
Gabriella Piscopo

Luca Sensini

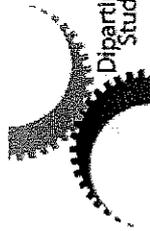
Giovanni Vaia



AIDEA



Facoltà di Economia



Dipartimento
Studi e Ricerche Aziendali

MOMA
SOLUZIONI INNOVATIVE



ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI
CIRCOSCRIZIONE DEL TRIBUNALE DI SALERNO



ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
E DEGLI ESPERTI CONTABILI
CIRCOSCRIZIONE DEI TRIBUNALI DI AVELLINO
ARIANO IRPINO E S. ANGELO DEI LOMBARDI

XV CONVEGNO ANNUALE AIDEA GIOVANI

IL CONTROLLO DELLE AZIENDE E DEI MERCATI
TENDENZE EVOLUTIVE ALLA LUCE DEI RECENTI CAMBIAMENTI

11 e 12 novembre 2010

Dipartimento di Studi e Ricerche Aziendali
Facoltà di Economia
Università degli Studi di Salerno

La partecipazione al convegno prevede
il riconoscimento di crediti formativi

IGA CIVITAS

ALPPOGRAT

Giovedì 11 novembre 2010

14:00 Registrazione dei partecipanti
Cocktail di benvenuto

14:30 Indirizzi di saluto - Aula A

Rettore dell'Università degli Studi di Salerno
Prof. R. Pasquino

Preside della Facoltà di Economia
Prof.ssa D. Valentino

Direttore del Dipartimento
di Studi e Ricerche Aziendali
Prof. A. Tommasetti

Presidente AIDEA GIOVANI
Dott.ssa V. Tradori

15:00 Sessione plenaria - Aula A

Chair: Prof. P. Tartaglia Polcini

Prof. J. Christiaens - Gent University
*The role of public sector accounting
standards (IPSAS) in supporting management
and performance indicators*

Prof. R. Di Pietra - Università di Siena
*Accounting and corporate governance models
of the reporting entity in Italy*

Prof. P. Kitchen - University of Hull
Trends in marketing and global retailing

16:30 Coffee break

16:45 Sessione Poster

17:00 Sessioni parallele

Sessione I - Aula A
*Strumenti di valutazione e controllo
della strategia nelle PMI*
Chair: Prof. L. Potito

Sessione II - Aula B
Sistemi informativi e controllo
Chair: Prof. M. Pisani

Sessione III - Sala Studio
*Sistemi di controllo tra aziende pubbliche
e no profit*
Chair: Prof. P. Ricci

Sessione IV - Sala Riunioni DISTRA
*Strumenti di controllo e valutazione
della performance in sanità*
Chair: Prof. L. Moschera

18:45 Assemblea dei Soci AIDEA GIOVANI
Aula A

21:00 Cena sociale Hotel dei Principati

Venerdì 12 novembre 2010

8:30 Sessioni parallele

Sessione V - Aula A
Strategic alliances and mechanism of control
Chair: Prof. F. Izzo

Sessione VI - Aula B
Public sector: performance & control
Chair: Prof. J. Christiaens

Sessione VII - Sala Studio
Sistemi finanziari e controlli
Chair: Prof. L. Munari

Sessione VIII - Sala Riunioni DISTRA
Internal audit e revisione contabile
Chair: Prof. L. Marchi

10:30 Coffee break

11:00 Sessioni parallele

Sessione IX - Aula A
*Modelli di governance e meccanismi di
controllo*
Chair: Prof. M. Pizzo

Sessione X - Aula B
*Modelli organizzativi e gestione delle
risorse umane a supporto del controllo*
Chair: Prof. P. De Vita

Sessione XI - Sala Studio
Risk management e controllo
Chair: Prof. V. Maggioni

12:30 Sessione plenaria - Aula A
Sintesi dei Presidenti di sessione
Chair: Prof. L. Marchi

13:30 Lunch



AIDEA

Venerdì 12 novembre 2010 ore 11.00

Sezione **Modelli di governance e meccanismi di controllo**

IX Chair: Prof. M. Pizzo

Aula A F. Ricci

Le ultime proposte di modifica sul decreto legislativo n. 231/2001 e gli effetti sulla governance aziendale

G. Alimehmeti

Corporate governance indexes: the confounding effects of using different measures

F. Izzo, B. Mastello, C. Canaro

Beyond contracts: when informal governance mechanisms drive innovation networks

R. Raina

L'applicazione dei codici di Corporate Governance da parte delle società spagnole quotate: un'analisi empirica

Sezione **Modelli organizzativi e gestione delle risorse umane a supporto del controllo**

X Chair: Prof. P. De Vita

M. Gigliotti

Le retribuzioni dei top manager e le performance delle imprese in Italia

L. Silvestri

The Diversity Management nel paradigma dei Critical Management Studies: dalla regolazione dell'identità al controllo organizzativo

D. Migliaccio

Modelli organizzativi a supporto del controllo della performance. Il caso di un istituto penitenziario

L. Picciotto

Lo strategic management accounting: aspetti definitivi, caratteri distintivi e opportunità in chiave di apprendimento organizzativo

Sezione **Risk management e controllo**

XI Chair: Prof. V. Maggioni

A. Quantiliani, A. Martino

Il cruscotto finanziario come strumento di valutazione e di controllo per sostenere l'internazionalizzazione delle imprese del Tessile/ Abbigliamento in Campania

A. F. Di Nardo, M. Fico, M. M. Mattei

Come individuare le manipolazioni degli utili in Italia: un approccio statistico

S. Aureli, A. Rizzuto

Il controllo dei costi non strategici come contributo al miglioramento della performance aziendale

XV CONVEGNO ANNUALE AIDEA GIOVANI

IL CONTROLLO DELLE AZIENDE E DEI MERCATI
TENDENZE EVOLUTIVE ALLA LUCE DEI RECENTI CAMBIAMENTI

11 e 12 novembre 2010

SESSIONI PARALLELE

Dipartimento di Studi e Ricerche Aziendali
Facoltà di Economia
Università degli Studi di Salerno

IGA GIVITAS

ALPPOGRAAT

Giovedì 11 novembre 2010 ore 17.00

Strumenti di valutazione e controllo della strategia nelle PMI

Chair: Prof. L. Potito

E. Truant, G. Giustaldi, S. La Piana

Flow family firms reply to the crisis: analysis of case studies operating in the food sector

E. Gori, S. Fissi

Qual è il contributo dell'analisi di bilancio per la prevenzione della crisi nelle PMI?

M. Zifaro

Interrelazioni tra tipologie informative, struttura organizzativa e dinamiche del controllo

A. Siano, C. Tuccillo, S. Cosimato

La Balanced Scorecard come "nuovo" meccanismo di controllo delle alleanze di co-branding

Sistemi informativi e controllo

Chair: Prof. M. Pisani

A. Allini, F. Manes Rossi

Risk reporting e governance delle imprese pubbliche quotate: analisi del nuovo contenuto della

Relazione sulla gestione

G. Ginesti

The management commentary nella comunicazione finanziaria d'impresa: ruolo e modelli di

riserimento in ambito internazionale

L. Maran, E. Vagnoni

Evolutive trends of the information and control systems in the agricultural firms: analysis of the

empirical evidences from an Italian province

Sistemi di controllo tra aziende pubbliche e no profit

Chair: Prof. P. Ricci

P. Esposito

Analisi della funzione e dei costi di conformità nelle aziende e nelle Amministrazioni Pubbliche:

compliance e governance interna

E. Finessi, L. Broccardo

Modello di business performance nella fondazione terzo fonduche

F. Agliata, C. Ferrone, D. Tuccillo

Le criticità del controllo di gestione nelle aziende di pubblica utilità

N. Aversano, J. Christiaens

Governmental financial reporting of heritage assets in the perspective of user needs

Strumenti di controllo e valutazione della performance in sanità

Chair: Prof. L. Moschera

E. Cantù, F. Ferrè, M. Sicilia

Regioni e aziende sanitarie private accreditate: quali meccanismi di governo?

R. Reina, A. Lacroce, M. Ventura

Sistema informativo e sistema di controllo organizzativo: il ruolo di gestione della

cartella clinica elettronica

M. G. Rizzo

Fenomeni di specializzazione in sanità. I risultati di una ricerca empirica

M. L. Toraldo

Applying socio-economic impact analysis to the evaluation of healthcare policies: a critical contribution.

Venerdì 12 novembre 2010 ore 8.30

Strategic alliances and mechanism of control

Chair: Prof. F. Izzo

A. M. Pizzo, N. Moscartello, R. Vinciguerra

Market Incentives and Regulators' Activity and Governance Practices Shaping Financial

Information: an Analysis of Net Debt Disclosure

S. Saggese

Effects of pyramidal structures and voting trusts on the performance: an empirical analysis of

Italian S.p.A. companies

P. Rapana

A Framework for Supply Chain Risk Management in Large-Scale Retail Trade

Public sector: performance & control

Chair: Prof. J. Christiaens

E. Padovani, F. Manes Rossi, R. Orelli

The use of financial indicators to determine financial health of Italian Municipalities

L. Broccardo

The Balance Scorecard implementation in the Italian Healthcare System: a literature review

and new developments

E. Bracci, T. Mouhine

Management control systems and the national culture in the Mediterranean area

Sistemi finanziari e controlli

Chair: Prof. L. Munari

E. Bolognesi, A. Gallo

Aumenti di capitale con rilevante effetto diluivo: evidenze empiriche nel mercato finanziario

italiano

L. Bosetti

La riforma delle agenzie di rating: implicazioni per i sistemi di controllo esterno e interno

B. D'Agostinis, R. Leopizzi

Rischio reputazionale: gestione, misurazione e rappresentazione nelle banche popolari e di

credito cooperativo in Puglia

Internal audit e revisione contabile

Chair: Prof. L. Marchi

P. Esposito

Internal Auditing e Fraud Auditing nelle attività del partenariato pubblico-privato: profili

evolutivi e prassi sperimentale

M. Nicolletto

Il controllo contabile federale nelle società di calcio italiane: scenario attuale e possibili evoluzioni

S. Trucco

I capibancari nella comunicazione finanziaria delle società quotate in borsa: i riflessi sul

sistema di controllo interno

LA RIFORMA DELLE AGENZIE DI RATING: LE IMPLICAZIONI PER I SISTEMI DI CONTROLLO ESTERNO E INTERNO

Area tematica: “Sistema finanziario e controlli” (D)

Parole chiave: agenzie di rating, indipendenza, vigilanza

Extended abstract

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 sull'affidabilità di specifici strumenti finanziari. Il rating è pertanto un parere sull'eventualità che l'emittente possa fallire o che non risulti in grado di adempiere puntualmente e integralmente le obbligazioni assunte.

Poiché molti soggetti orientano le proprie scelte d'investimento in funzione dei rating espressi dalle agenzie, si pongono importanti questioni in relazione alla qualità dei rating, all'indipendenza delle agenzie rispetto agli emittenti valutati, nonché all'opportunità di favorire la concorrenza in un settore altamente concentrato, dove il 97% dei rating è emesso da tre agenzie (Standard & Poor's, Moody's e Fitch).

Il tema ha da tempo attirato l'attenzione degli studiosi, che hanno evidenziato:

- i rischi di conflitto di interesse impliciti nel modello di business più diffuso tra le agenzie di rating, tale per cui i rating sono richiesti e pagati dagli emittenti strumenti finanziari (modello *issuer-pay*);
- la scarsa trasparenza sia sulla governance delle agenzie, sia sulle modalità di assegnazione dei rating.

La crisi dei mutui subprime ha amplificato il dibattito sulle agenzie di rating e di fatto ha impresso una forte accelerazione al processo di riforma, sia in USA che in Europa. Le agenzie di rating sono state da più parti considerate tra i principali responsabili della crisi mondiale, avendo sovente espresso pareri eccessivamente positivi sul merito creditizio di taluni emittenti (emblematico è il caso Lehman Brothers) e strumenti finanziari strutturati. Inoltre, il frequente coinvolgimento delle agenzie di rating nella preparazione di prodotti strutturati, da esse stesse successivamente valutati, ha ulteriormente alimentato le perplessità sulla loro indipendenza di giudizio.

In risposta alle problematiche emerse con la crisi, i *regulators* hanno rafforzato i controlli sulle agenzie di rating mediante un processo di riforma che – ad oggi – ha visto due tappe principali:

1. l'introduzione di raccomandazioni e proposte di condotta indirizzate alle agenzie di rating (ad esempio, tramite la pubblicazione del codice IOSCO);
2. la previsione di un sistema di norme obbligatorie destinate ad influenzare in modo sostanziale la governance e i controlli all'interno delle agenzie di rating, oltre che a comportare l'istituzione o l'identificazione di appositi organismi di vigilanza esterni alle agenzie, coordinati dove possibile in un contesto sovranazionale (si pensi all'ESMA – European Securities and Markets Authority – e ai suoi rapporti con le commissioni nazionali in Europa, nonché alla SEC negli Stati Uniti).

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

IL CONTROLLO DELLE AZIENDE E DEI MERCATI
Tendenze evolutive alla luce dei recenti cambiamenti

In primo luogo, il paper si propone di approfondire e confrontare i contenuti delle riforme promosse in Europa e negli Stati Uniti con riferimento ai sistemi di controllo sulle e nelle agenzie di rating, partendo da un'analisi economico-aziendale delle lacune enfatizzate dalla crisi economica (scarsa qualità dei rating, mancanza di trasparenza, conflitti di interesse, debolezza dei controlli interni ed esterni). La prima fase della ricerca si presenta pertanto prevalentemente teorica.

Successivamente, il paper assume carattere empirico, illustrando i primi risultati di un'indagine tesa a verificare lo stato di attuazione delle riforme per quanto attiene, da un lato, alle autorità di vigilanza e, dall'altro lato, alle principali agenzie di rating operanti in USA e in Europa.

Con particolare riferimento alle agenzie di rating, la ricerca intende avvalersi delle informazioni e dei documenti predisposti e pubblicati dalle agenzie stesse sui propri siti internet. Tra gli elementi sottoposti ad indagine si segnalano: la presenza di membri indipendenti nei consigli di amministrazione o di sorveglianza delle agenzie di rating; le misure di prevenzione/risoluzione dei conflitti di interesse; i sistemi di remunerazione; le misure tese a migliorare la qualità dei rating.

XV convegno annuale AIDEA Giovani
Università di Salerno, 11 e 12 novembre 2010

IL CONTROLLO DELLE AZIENDE E DEI MERCATI
Tendenze evolutive alla luce dei recenti cambiamenti

Luisa Bosetti

Dottore di ricerca in Determinazione e comunicazione del valore nelle aziende
Cultore di Economia Aziendale – SECS P/07

Università degli Studi di Brescia
Dipartimento di Economia Aziendale, Facoltà di Economia
Contrada Santa Chiara, 50
25122 Brescia

mail: bosetti@eco.unibs.it
tel. 030 2988570
tel. cell. 347 7900750
fax 030 295814

IL CONTROLLO DELLE AZIENDE E DEI MERCATI
Tendenze evolutive alla luce dei recenti cambiamenti

Università degli Studi di Salerno
11 e 12 novembre 2010

**LA RIFORMA DELLE AGENZIE DI RATING:
LE IMPLICAZIONI PER I SISTEMI DI CONTROLLO
ESTERNO E INTERNO**

1. Introduzione

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 sull'affidabilità di specifici strumenti finanziari. Il rating è pertanto un parere sull'eventualità che l'emittente possa fallire o che non risulti in grado di adempiere puntualmente e integralmente le obbligazioni assunte¹.

Poiché molti soggetti orientano le proprie scelte d'investimento in funzione dei rating espressi dalle agenzie, si pongono importanti questioni in relazione alla qualità dei rating, all'indipendenza delle agenzie rispetto agli emittenti valutati, nonché all'opportunità di favorire la concorrenza in un settore altamente concentrato, dove la quasi totalità dei rating è emessa da tre agenzie (Standard & Poor's Ratings Services, Moody's Investors Service e Fitch Ratings)².

Il tema ha da tempo attirato l'attenzione degli studiosi, che hanno evidenziato i rischi di conflitto di interesse impliciti nel modello di business *issuer-pay*, il più diffuso tra le agenzie di rating, e la 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.

La crisi dei mutui *subprime* ha amplificato il dibattito sulle agenzie di rating e di fatto ha impresso una forte accelerazione al processo di riforma già avviato in varie parti del mondo. Le agenzie di rating sono state da più parti considerate tra i principali responsabili della crisi, avendo sovente espresso pareri eccessivamente positivi su taluni emittenti (emblematico è il caso Lehman Brothers) e strumenti finanziari strutturati. Inoltre, il frequente coinvolgimento delle agenzie di rating nella preparazione di prodotti strutturati, da esse stesse successivamente valutati, ha ulteriormente alimentato le perplessità sulla loro obiettività di giudizio.

¹ Comunicazione della Commissione europea 2006/C 59/02; *Credit Rating Agency Act*, 2006; Amtenbrink – De Haan, 2009.

² Di seguito: S&P's, Moody's, Fitch.

In risposta alle problematiche emerse con la crisi, i *regulators* hanno introdotto (in Europa) o rafforzato (negli Stati Uniti) il sistema di vigilanza esterna sulle agenzie di rating ed hanno imposto norme obbligatorie in tema di controlli interni, indipendenza, gestione dei conflitti di interesse e comunicazione esterna.

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

Partendo da un'analisi economico-aziendale delle lacune enfatizzate dalla crisi economica (par. 2), ci si propone in primo luogo di approfondire i contenuti delle riforme sotto il profilo dei sistemi di controllo esterno e interno (par. 3 e 4). La prima fase della ricerca si presenta pertanto prevalentemente teorica.

La seconda parte del paper, di carattere empirico, illustra i primi risultati di un'indagine tesa a verificare lo stato di attuazione delle riforme per quanto attiene, da un lato, alle autorità di vigilanza e, dall'altro lato, alle principali agenzie di rating operanti in ambito mondiale (par. 5). Sono formulate infine alcune considerazioni sui risultati emersi e sulle possibilità di sviluppo futuro della ricerca (par. 6).

2. Le debolezze strutturali nel settore del rating

L'origine finanziaria della crisi globale degli ultimi anni ha portato a riflettere sulla situazione delle agenzie di rating, considerandone: la struttura; le modalità operative; le relazioni con gli emittenti strumenti finanziari; la qualità dei giudizi pubblicati; la complessiva configurazione del settore, poco aperto alla concorrenza e privo di un'efficace vigilanza esterna, essendo stato disciplinato per lungo tempo mediante iniziative autoregolamentari, che in alcune aree del mondo (tra cui l'Unione europea) costituivano ancora l'unico riferimento all'inizio della crisi.

Il presente paragrafo analizza le principali debolezze riscontrate nel sistema del rating, che hanno stimolato la ricerca di soluzioni per via legislativa.

I modelli di business

Le agenzie di rating offrono un servizio di valutazione del rischio di credito, favorendo l'incontro tra gli emittenti e gli investitori. In molti casi, il rating si basa su informazioni – anche sensibili – che le agenzie raccolgono direttamente presso gli emittenti, avvalendosi della loro collaborazione; più

raramente le agenzie impiegano soltanto informazioni pubbliche, note a tutti gli operatori del mercato finanziario.

Poiché il rating contribuisce a ridurre l'asimmetria informativa tra emittente e investitore³, esso è generalmente rilasciato dall'agenzia a fronte di un compenso. A seconda del soggetto che domanda e paga il servizio, si delineano due modelli di business alternativi oggi impiegati dalle agenzie⁴.

Il modello più diffuso è definito *issuer-pay*, denominazione che enfatizza il ruolo propositivo assunto dall'emittente nel processo di rating: l'emittente 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 strumento finanziario che ha collocato o intende collocare sul mercato (rating dello strumento finanziario). A fronte del servizio di valutazione e indipendentemente dal suo esito, l'emittente paga un compenso all'agenzia (solitamente su base annuale), i cui ricavi sono quindi originati dalla cessione dei rating.

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 di interessi periodici e al recupero del capitale a scadenza, agevolando l'emittente nella raccolta di mezzi finanziari e consentendogli di pagare tassi di interesse bassi. 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.

Se applicato in modo virtuoso, il modello *issuer-pay* dovrebbe assicurare efficaci processi di rating, grazie alla collaborazione tra l'agenzia e l'emittente in fase di raccolta e analisi delle informazioni (economiche, ma non solo) da cui scaturisce il giudizio. L'impresa, infatti, ha convenienza ad essere trasparente, fornendo all'agenzia tutti gli elementi valutativi per pervenire ad un giudizio soddisfacente. Tuttavia, il rischio che l'agenzia di rating sia troppo accondiscendente nei confronti dell'emittente che paga il rating, ma anche che l'emittente nasconda o manipoli informazioni per ottenere un rating migliore, costituiscono le gravi debolezze del modello *issuer-pay*. Purtroppo, queste si sono concretizzate negli scorsi anni, comportando l'emissione di rating di scarsa qualità e quindi poco veritieri, che tuttavia sono stati impiegati dagli

³ Codice IOSCO, 2008; Listokin – Taibleson, 2010.

⁴ Sull'evoluzione dei modelli di business si rinvia a: Justensen, 2009; Fons, 2008.

operatori finanziari in modo fortemente acritico e, una volta scoperti, hanno alimentato la sfiducia nei confronti delle agenzie di rating.

Gli effetti dell'ampio ricorso al modello *issuer-pay*, tipico delle tre grandi agenzie di rating che dominano la scena mondiale, sono difficilmente contrastabili dalle agenzie minori disposte ad operare con un differente modello di business, di tipo *investor-pay* (o *subscriber-pay*). In tale modello è l'investitore – una banca, un'impresa di assicurazioni, 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. Il modello *investor-pay* rende però più difficile l'acquisizione delle informazioni rilevanti da parte delle agenzie, che si trovano costrette a utilizzare solo le informazioni note al pubblico.

I ritardi nell'aggiornamento dei rating e delle metodologie

Un altro problema emerso in questi anni riguarda la validità dei rating nel tempo. In effetti, anche i rating prodotti con la collaborazione dell'emittente e senza la ricerca di un ingiustificato vantaggio da parte di quest'ultimo possono diventare fuorvianti per gli investitori se non sono monitorati e periodicamente aggiornati ("inerzia" del rating)⁵: 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 anche nei rating, il cui ribasso è stato talvolta evitato per non rischiare di creare panico e peggiorare situazioni già delicate.

I conflitti di interesse in capo alle agenzie

Una pesante critica mossa alle agenzie di rating attiene alle consulenze fornite per la costruzione di strumenti finanziari strutturati, che esse hanno in seguito valutato positivamente. Ciò ha, da un lato, alimentato il fenomeno del "rating shopping"⁶ e, dall'altro, illuso il mercato sull'affidabilità di prodotti derivanti dalla cartolarizzazione dei mutui *subprime*. In effetti, tali strumenti

⁵ Conti, 2010.

⁶ Sul rating shopping si veda Spreta – Veldkamp, 2009.

erano intrinsecamente così complessi da non poter essere capiti e adeguatamente valutati dal mercato, che si è fidato dei rating disponibili. Purtroppo, però, questi erano il frutto di una collaborazione tra l'agenzia e l'emittente, che in genere si era avvalso preventivamente degli analisti di rating per ottenere indicazioni su come strutturare lo strumento affinché questo potesse ricevere un rating elevato, rispondendo il più positivamente possibile alle metodologie adottate dall'agenzia⁷. Molti emittenti di strumenti strutturati hanno cioè ricercato il rating migliore, effettuando una sorta di acquisto premeditato presso una o più agenzie che si sono prestate ad operare come consulenti e che, in seguito, non avevano convenienza a smentire il proprio parere iniziale.

Le medesime agenzie sono peraltro diventate le uniche “depositarie” delle informazioni necessarie a valutare quegli stessi strumenti, data la loro complessità: le altre agenzie di rating – soprattutto le più piccole – non si trovavano nelle condizioni di emettere rating non sollecitati (e pertanto non remunerati), che avrebbero potuto essere più obiettivi.

La concentrazione del settore

Il settore del rating è contraddistinto da un'elevata concentrazione: le agenzie S&P's, Moody's e Fitch detengono complessivamente oltre il 90% del mercato mondiale⁸.

La struttura oligopolistica disincentiva l'ingresso di nuove agenzie, che faticerebbero ad acquisire una quota di mercato sufficiente per sopravvivere in economicità. La reputazione delle tre grandi agenzie costituisce infatti una pesante barriera all'entrata per un settore caratterizzato dal modello *issuer-pay*. Similmente, per le piccole agenzie sarebbe alquanto dispendioso pubblicare rating non sollecitati senza poter accedere alle informazioni riservate in possesso dell'emittente.

In mancanza di una effettiva concorrenza, la qualità dei rating emessi dalle agenzie consolidate è certamente peggiorata; tuttavia, l'apertura del mercato ad altri operatori non rappresenta di per sé una soluzione sicura, poiché almeno all'inizio potrebbe tradursi in maggiori opportunità di rating

⁷ Fender – Mitchell, 2005; Financial Stability Forum, 2008; Conti, 2010.

⁸ Se si considerano le sole agenzie di rating registrate negli USA, che sono comunque le principali al mondo, la percentuale sale al 97% (S&P's 40%; Moody's 35,5%; Fitch 21,5%; elaborazioni su dati SEC, 2009).

shopping per gli emittenti presso agenzie accomodanti in cerca di una rapida affermazione⁹.

L'eccessiva fiducia nell'autoregolamentazione

La situazione fin qui descritta è maturata in un contesto di eccessiva fiducia nei meccanismi di autoregolamentazione dei mercati che – secondo un approccio di tipo *outsider* – sarebbero in grado di sanzionare automaticamente i comportamenti scorretti. La forte opacità che, in questi anni, ha caratterizzato l'attività di rating e la governance delle agenzie (generalmente non quotate e pertanto non soggette a vincoli rigorosi di comunicazione esterna) 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 con riforme mirate è stato rimandato sia in USA che in Europa, confidando anche nel codice di condotta IOSCO indirizzato alle agenzie di rating, la cui applicazione è però volontaria (principio *comply or explain*)¹⁰.

La crisi economica ha imposto una sostanziale trasformazione, che si è realizzata con l'emanazione di provvedimenti vincolanti tesi a:

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

Le riforme implementate nell'UE e negli USA sono illustrate – per gli elementi utili alla presente ricerca – nei due successivi paragrafi.

3. Il Regolamento della Commissione europea

La legislazione comunitaria vigente è costituita dal Regolamento (CE) 1060/2009 – attualmente in fase di modifica – che si è inserito in un contesto sostanzialmente privo di norme vincolanti sull'attività e sulla gover-

⁹ The World Bank, 2009; Conti, 2010.

¹⁰ Nel settembre del 2003, la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) ha pubblicato alcuni principi generali sull'attività delle agenzie di rating, applicabili indipendentemente dalla legislazione del Paese di origine. La specificazione di tali principi ha consentito all'organismo di emanare, a dicembre del 2004, un codice più articolato, che è stato rivisitato e integrato a maggio del 2008.

nance delle agenzie di rating e sui sistemi di vigilanza nel settore: in effetti, prima dell'introduzione del Regolamento, le agenzie di rating erano invitate ad aderire al codice IOSCO¹¹. Tuttavia, l'esplosione della crisi economica e le contestuali accuse alle società di rating hanno evidenziato i limiti dell'approccio autodisciplinare.

In un contesto dominato dalla crisi finanziaria mondiale, 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 europee si è rafforzata la consapevolezza di dover introdurre un complesso di norme vincolanti dirette a¹²: prevenire e gestire i conflitti di interesse; migliorare la qualità dei rating; accrescere la trasparenza; introdurre un efficiente sistema di registrazione e di vigilanza, idoneo a contrastare i fenomeni di forum shopping¹³.

Il Regolamento comunitario delinea un complesso sistema di controlli sulle agenzie di rating, progressivamente più penetranti, strettamente interrelati e orientati a tutelare le attese di correttezza comportamentale e informativa proprie del mercato. Tali controlli si possono classificare in:

1. controlli esterni;
2. controlli di corporate governance;
3. controlli interni sulle procedure, di conformità legislativa (*compliance*) e di revisione.

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 si realizza 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 controllo è associato alla registrazione dell'agenzia di rating; nel secondo caso, può svilupparsi secondo le procedure di certificazione o di avallo.

¹¹ Comunicazione della Commissione europea 2006/C 59/02.

¹² Proposta di Regolamento, 12 novembre 2008.

¹³ 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 in presenza di sostanziali differenze tra i sistemi adottati nei vari Paesi UE.

Il controllo sulle agenzie 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 a differenti soggetti. Nel complesso, il CESR (*Committee of European Securities Regulators*) esercita funzioni di coordinamento, consultive e di vigilanza regolamentare, mentre alle autorità nazionali spettano funzioni di vigilanza informativa e ispettiva: il controllo non è centralizzato.

Le funzioni di coordinamento e consultive del CESR trovano attuazione, innanzitutto, nel processo di registrazione delle agenzie di rating: il CESR, costituisce il "punto unico di accesso" a cui le agenzie con sede nella Comunità devono presentare la propria domanda di registrazione¹⁴, provvedimento necessario per acquisire la qualifica di *External Credit Assessment Institution* (ECAI), ossia Agenzia esterna di valutazione del credito¹⁵.

Il CESR trasmette copia della domanda a tutte le autorità competenti dei Paesi UE (funzione di coordinamento) e fornisce un 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 controllo esterno, ma condivide con altre autorità nazionali le funzioni valutative e decisorie. Infatti, data la portata sovranazionale dell'attività di rating, è richiesta l'istituzione di un collegio di autorità competenti in rappresentanza dello Stato membro d'origine e, se interessati, di altri Paesi UE che esercitano la propria giurisdizione su una filiale dell'agenzia, o nel cui territorio l'utilizzo dei rating emessi dall'agenzia abbia un impatto significativo.

Il collegio è permanente, anche se modificabile, ed è coordinato da un facilitatore designato dai membri (su parere del CESR, se opportuno) in base a: la relazione tra l'autorità competente e l'agenzia di rating; il territorio in cui saranno impiegati i rating; considerazioni di natura organizzativa ed economica (snellimento amministrativo, costi, carichi di lavoro).

¹⁴ Come da Regolamento, la presentazione delle domande ha avuto inizio l'8 giugno 2010. Per le agenzie di rating già operanti in UE prima di tale data, il Regolamento ha fissato anche il termine ultimo per la presentazione della domanda di registrazione (7 settembre 2010): la Commissione europea pare intenzionata a definire con chiarezza e in tempi brevi la composizione del settore del rating, nel primario interesse degli investitori.

¹⁵ Le ECAI sono agenzie di rating formalmente riconosciute come idonee a rilasciare rating che possono essere impiegati dalle banche per determinare i coefficienti di ponderazione per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito nel metodo standardizzato e nel metodo IRB.

Il collegio esercita una funzione di vigilanza preventiva e continuativa sull'agenzia di rating, valutando la domanda di registrazione e verificando poi la persistenza delle condizioni che ne hanno giustificato l'accettazione. La domanda è completa se contiene un insieme di informazioni in tema di governance e requisiti organizzativi e operativi¹⁶. Se il collegio reputa incompleta la domanda, l'autorità dello Stato membro di origine richiede le informazioni mancanti (vigilanza informativa), che devono pervenire all'autorità stessa e al CESR; questo le trasmette alle altre autorità (funzione di coordinamento). La valutazione della domanda è condotta dal collegio e dovrebbe concludersi con una decisione condivisa e motivata di concessione o di rifiuto della registrazione, efficace in tutta l'UE.

In caso di disaccordo, il CESR fornisce un parere non vincolante (funzione consultiva). Se il disaccordo persiste, la registrazione deve essere rifiutata con un atto formale assunto dall'autorità competente dello Stato di origine, che indica i dissenzienti e le motivazioni. La stessa autorità notifica la decisione (di accettazione o di rifiuto) all'agenzia, al CESR, alla Commissione europea e alle altre autorità competenti. La Commissione pubblica, nella Gazzetta Ufficiale UE e nel proprio sito web, l'elenco delle agenzie registrate.

La sorveglianza su queste ultime deve essere svolta con continuità. In tal senso, le autorità competenti hanno poteri di vigilanza ispettiva, esercitabili direttamente, in collaborazione con altre autorità competenti o richiedendo l'intervento di autorità giudiziarie. Se si accertano violazioni del Regolamento, l'agenzia di rating può subire una "misura di vigilanza", ossia un provvedimento cautelare assunto nell'interesse del mercato (come il divieto temporaneo di emettere rating) o una sanzione (fino alla revoca della registrazione).

Il controllo mediante certificazione e avallo

Quando un rating è emesso da un'agenzia con sede legale in un Paese extra-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 i cui rating «non rivestano un'importanza sistemica per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati finanziari di uno o più Stati membri» (ossia le agenzie minori). Esse devono essere autorizzate o registrate nel Paese d'origine, dove deve esistere un quadro giuridico e di vigilanza "equivalente" a quello previsto dal Re-

¹⁶ Cfr. Allegato II, Regolamento 1060/2009.

golamento 1060/2009. L'equivalenza è deliberata dalla Commissione europea considerando le norme su autorizzazione o registrazione, vigilanza, emissione dei rating e divieto per le autorità del Paese di interferire con il contenuto dei rating e con le metodologie impiegate. Infine, devono sussistere accordi di cooperazione con le autorità del Paese terzo per la condivisione di informazioni e azioni di vigilanza.

In presenza dei requisiti indicati, l'agenzia di rating può presentare domanda di certificazione al CESR, che promuove la costituzione di un collegio competente secondo una procedura simile alla registrazione.

La certificazione si caratterizza pertanto per l'esistenza di due livelli di controllo esterno strettamente coordinati: uno nel Paese extra-UE dove ha sede l'agenzia di rating, l'altro in ambito comunitario.

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

L'agenzia avallante verifica che: il processo di rating si sia svolto nel rispetto del Regolamento comunitario; esistano ragioni oggettive per le quali il rating debba essere emesso in un Paese terzo; l'agenzia che ha emesso il rating sia registrata e sottoposta ad un quadro giuridico e di vigilanza rigoroso almeno quanto quello comunitario, o già formalmente riconosciuto come equivalente; esistano accordi di cooperazione tra le autorità dei due Paesi interessati. Le autorità comunitarie vigilano invece sull'agenzia avallante.

La certificazione e l'avallo possono quindi favorire la cooperazione tra autorità di vigilanza e incentivare la diffusione di regole condivise a livello mondiale, contribuendo a creare un quadro giuridico più definito e comprensibile agli investitori, anche al di fuori dei confini nazionali o comunitari.

La vigilanza regolamentare del CESR

Il CESR è responsabile di emanare linee guida per completare o precisare le disposizioni del Regolamento 1060/2009; si può parlare in questo senso di vigilanza regolamentare.

Destinatari delle linee guida sono le autorità competenti degli Stati UE e le agenzie di rating: nei confronti di queste ultime, la vigilanza regolamentare assume caratteri di indirizzo e di controllo esterno.

Il controllo di corporate governance

Il controllo di corporate governance è esercitato – su mandato dei soci – da soggetti non partecipanti alla gestione e in grado pertanto di valutarla con obiettività, nell'interesse della proprietà (in particolare, dei soci di minoranza) e degli altri stakeholder. Tale controllo compete al consiglio di sorveglianza (nel modello dualistico) o ai membri non esecutivi del consiglio di amministrazione (nel modello monistico)¹⁷.

Il Regolamento 1060/2009 stabilisce che almeno un terzo dei consiglieri, ma non meno di due, siano non esecutivi e indipendenti e ne disciplina:

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

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 consigliere devono avere maturato 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. Tali controlli si aggiungono a quelli che gli indipendenti condividono con il proprio organo (verifiche di legalità e corretta amministrazione; valutazione dei risultati rispetto ad obiettivi e risorse; ecc.).

Il controllo interno

Il controllo interno comprende tutti processi di orientamento, verifica e ispezione che l'azienda realizza allo scopo di migliorare l'efficacia, l'efficienza e la correttezza della governance. Tra i differenti processi di controllo interno, il Regolamento comunitario enfatizza:

¹⁷ Bosetti, 2009.

- 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 compromettenti tra l'entità valutata, da un lato, e l'agenzia di rating e i suoi analisti, dipendenti e collaboratori, dall'altro lato. Tali relazioni attengono a possesso azionario, appartenenza agli organi di corporate governance dell'emittente, titolarità di strumenti finanziari, rapporti di lavoro dipendente, parentela. In caso contrario il rating non dovrebbe essere emesso.

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); 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 rientrano anche 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 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 finanziari. 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*, che deve assistere l'agenzia di rating nell'applicazione del Regolamento 1060/2009 e valutare la conformità di strutture e procedure interne rispetto alla normativa. L'indipendenza di giudizio del *compliance officer*, che riferisce ai vertici aziendali (in particolare ai consiglieri indipendenti), è preservata dalla previsione di un sistema di remunerazione slegato dai risultati economici dell'agenzia.

4. La disciplina statunitense

Negli Stati Uniti, la prima disciplina rilevante 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.

Già dal 1975 la SEC (*Securities and Exchange Commission*) esercitava sulle agenzie di rating una funzione di controllo pressoché formale, verificando i requisiti per il riconoscimento dello status di *Nationally Recognized Statistical Rating Organization* (NRSRO), necessario affinché i rating potessero essere impiegati da altri soggetti vigilati¹⁸.

Per effetto del CRARA, il ruolo della SEC rispetto alle NRSROs si è notevolmente rafforzato, allargandosi a funzioni di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva. Il provvedimento ha però vietato alla SEC di porre vincoli su procedure e metodologie per la produzione dei rating. La pericolosità di tale previsione è apparsa evidente con la crisi economica iniziata nel 2007, quando il rating di molti strumenti strutturati è improvvisamente precipitato¹⁹ rivelando la scarsa correttezza delle metodologie adottate, l'esistenza di conflitti di interesse per gli analisti e una generale mancanza di trasparenza nei confronti degli investitori.

Forte del potere di vigilanza regolamentare, a febbraio e a novembre del 2009 la SEC ha apportato modifiche e integrazioni alle proprie norme per garantire l'efficace applicazione del CRARA. Pochi mesi più tardi, nel luglio del 2010, il *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 introdotto importanti emendamenti al CRARA.

Di seguito si descrive sinteticamente l'attuale sistema 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 tutte le competenze in materia di rating e NRSROs ad una nuova unità (l'*Office of Credit Ratings*) dotata di un proprio responsabile e di uno staff specializzato nel rating, anche di

¹⁸ In merito al concetto di NRSRO si veda Coskun, 2008.

¹⁹ Friedland, 2009.

strumenti strutturati. Con riferimento a ciascuna NRSRO e almeno una volta all'anno, l'Ufficio deve esaminare: 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 ammende.

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

Il controllo di corporate governance

Per effetto della riforma del 2010, il consiglio di amministrazione delle agenzie di rating deve comporsi, 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 dei rating; tali soggetti, tuttavia, non possono prendere parte alle decisioni relative ai rating per i quali possono vantare un interesse personale, che ne comprometterebbe l'imparzialità.

Insieme agli altri consiglieri, gli indipendenti (con mandato non superiore a cinque 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.

Il controllo interno

La normativa statunitense impone alle NRSROs di implementare un sistema di controllo interno focalizzato su politiche, procedure e metodologie di rating, in relazione al quale, annualmente: l'agenzia deve pubblicare una relazione che chiarisca le responsabilità dei manager; il CEO deve produrre un'attestazione di efficace funzionamento.

Tra i controlli interni assumono rilievo quelli diretti a prevenire l'abuso di informazioni riservate e 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 degli analisti è stato successivamente assunto dal soggetto valutato, informando in merito anche la SEC.

Gli atti legislativi del 2006 e del 2010 richiedono altresì la nomina di un *compliance officer* con caratteristiche analoghe a quelle previste dal Regolamento UE.

5. Lo stato di attuazione delle riforme

La seconda parte del paper mira ad illustrare il percorso sino ad ora compiuto nel settore del rating a fronte delle riforme introdotte in Europa e negli Stati Uniti, considerando dapprima le autorità di vigilanza e successivamente le principali agenzie mondiali.

5.1. Le autorità di vigilanza

L'Unione Europea

In conformità al Regolamento 1060/2009, circa quaranta agenzie di rating hanno presentato domanda di registrazione al CESR. Le domande di competenza di Consob sono sette e si riferiscono alle tre grandi agenzie internazionali con una controllata in Italia (S&P's, Moody's, Fitch) e a quattro agenzie minori operanti a livello locale²⁰.

Il CESR ha ricevuto anche una domanda di certificazione, presentata da Japan Credit Rating Agency Limited; il collegio competente è costituito dalla sola autorità francese AMF²¹.

In conformità al Regolamento, il CESR ha emanato le linee guida di sua competenza secondo le scadenze prefissate, dopo avere realizzato una consultazione pubblica con la quale ha raccolto i feedback di agenzie, operatori di mercato e altri stakeholder (Tab. 1). Inoltre, 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, inoltre, 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 euro-

²⁰ Il Sole 24 Ore, 15 settembre 2010.

²¹ CESR, *Supervisory Notice*, 6 ottobre 2010.

pea: 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 Canada e Australia, ma il CESR non si è ancora pronunciato.

Tab. 1: La vigilanza regolamentare del CESR in base al Regolamento 1060/2009

Materie oggetto di linee guida da emanarsi entro il 7 giugno 2010 (art. 21 c. 2)	Publicazioni e altre attività del CESR
<p>a) Processo di registrazione e disposizioni di coordinamento tra le autorità competenti e con il CESR, comprese le informazioni di cui all'allegato II e il regime linguistico delle domande presentate al CESR.</p> <p>b) Composizione e funzionamento operativo dei collegi; applicazione dei criteri per designare il facilitatore.</p> <p>c) Applicazione del meccanismo di avallo.</p> <p>d) Standard comuni sulla presentazione delle informazioni: 1) per il registro centrale; 2) sui tassi storici di inadempimento relativi alle categorie di rating.</p>	<p>Linee guida relative alle lettere a), b), c), d.2): "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":</p> <ul style="list-style-type: none"> • 21 ottobre 2009: <i>Consultation paper</i> • 23 novembre 2009: dibattito aperto agli operatori di mercato e alla stampa • 4 giugno 2010: <i>Feedback statement</i> • 4 giugno 2010: <i>Guidance</i> <p>Linee guida relative alla lettera d.1): "CESR's Guidelines for the implementation of the Central Repository (CEREP)":</p> <ul style="list-style-type: none"> • 9 luglio 2009: <i>Consultation paper</i> • 21 ottobre 2009: <i>Feedback statement</i> • 4 giugno 2010: <i>Guidelines</i> • 9 settembre 2010: Seminario gratuito sulle istruzioni di reporting al CEREP
Materie oggetto di linee guida da emanarsi entro il 7 settembre 2010 (art. 21 c. 3)	Publicazioni e altre attività del CESR
<p>a) Pratiche e attività delle autorità competenti.</p> <p>b) Standard comuni per la valutazione della conformità delle metodologie di rating ai requisiti di cui all'articolo 8, paragrafo 3.</p> <p>c) Misure di cui all'articolo 24, paragrafo 1, lettera d), per garantire che le agenzie di rating del credito continuino a rispettare i loro obblighi giuridici.</p> <p>d) Informazioni da fornire per la certificazione e per la valutazione dell'importanza sistematica delle agenzie per la stabilità finanziaria o l'integrità dei mercati.</p>	<p>"Guidance on the Enforcement Practices and Activities to be Conducted under Article 21.3(a) of the Regulation":</p> <ul style="list-style-type: none"> • 17 maggio 2010: <i>Consultation paper</i> • 30 agosto 2010: <i>Guidance</i> • 13 settembre 2010: <i>Feedback statement</i> <p>"Guidance on Common Standards for Assessment of Compliance of Credit Rating Methodologies with the Requirements set out in Article 8(3)":</p> <ul style="list-style-type: none"> • 17 maggio 2010: <i>Consultation paper</i> • 30 agosto 2010: <i>Guidance</i> • 13 settembre 2010: <i>Feedback statement</i> <p>La guida non è destinata alla divulgazione pubblica, come si legge nella "Guidance on the Enforcement Practices and Activities to be Conducted under Article 21.3(a) of the Regulation": «the supervisory measures or sanctions which can be exercised by competent authorities under article 24 and 25 of the Regulation (...) will be dealt within a separate Guidance which will not be publicly available.»</p> <p>"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":</p> <ul style="list-style-type: none"> • 21 ottobre 2009: <i>Consultation paper</i> • 23 novembre 2009: dibattito aperto agli operatori di mercato e alla stampa • 4 giugno 2010: <i>Feedback statement</i> • 4 giugno 2010: <i>Guidance</i>

Il sistema comunitario di vigilanza esterna pare destinato a subire importanti modificazioni a partire dal 2011, quando il CESR dovrebbe essere sostituito dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*, Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati). Il 2 giugno 2010 la Commissione europea ha quindi presentato una proposta di modifica del Regolamento 1060/2009 che comporta un significativo accentramento della vigi-

lanza 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 vicinanza 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 finalizzato 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 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 NRSROs sono attualmente dieci (Tab. 2). 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*²².

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

Si segnala anche 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.

²² SEC, 2009.

Tab. 2: Le NRSROs registrate presso la SEC

Agenzia di rating	Paese di origine	Data di registrazione	N° rating emessi	
			Anno 2008	Anno 2009
A.M. Best Company, Inc.	USA	24 settembre 2007	8.776	7.667
DBRS Ltd.	Canada	24 settembre 2007	43.260	42.930
Fitch, Inc.	USA	24 settembre 2007	671.947	511.755
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Giappone	24 settembre 2007	872	822
Moody's Investors Service, Inc.	USA	24 settembre 2007	1.112.317	1.081.841
Rating and Investment Information, Inc.	Giappone	24 settembre 2007	1.042	4.181
Standard & Poor's Ratings Services	USA	24 settembre 2007	1.255.000	1.231.600
Egan-Jones Rating Company	USA	21 dicembre 2007	934	1.007
LACE Financial Corp.	USA	11 febbraio 2008	20.400	18.383
Realpoint LLC	USA	23 giugno 2008	9.200	8.856

Fonte: SEC, 2009 ed elaborazione personale di dati tratti dai Form NRSRO presentati nel 2010.

5.2. Le principali agenzie di rating: metodologia e risultati di un'indagine empirica

Questa sezione espone i principali risultati di una ricerca empirica condotta con riferimento alle agenzie S&P's, Moody's e Fitch, selezionate in quanto rappresentanti quasi la totalità del mercato mondiale e degli analisti e operanti sia negli Stati Uniti (dove hanno sede le imprese madri) sia nell'Unione europea.

L'analisi mira a verificare la coerenza tra i sistemi di controllo (di corporate governance e interno) implementati dalle tre agenzie e i principali requisiti comuni alle riforme in precedenza descritte. A tale scopo sono stati individuati gli *items* rilevanti da sottoporre a verifica e si sono costruite le griglie di rilevazione.

L'indagine si è avvalsa dei codici di condotta (ispirati al modello IOSCO), delle *policies* e di altre informazioni sulla governance presenti nei siti web delle agenzie ad inizio ottobre 2010 (Tab. 3).

Tab. 3: I documenti analizzati

<p>Standard & Poor's Ratings Services Code of conduct, dicembre 2008 Rotation policy, 27 marzo 2009 Look-back review policy, 1 luglio 2008 Confidentiality, conflicts, and firewall policy, 7 settembre 2010 Outside activities / Professional conduct policy, 26 marzo 2010 Descriptions of new actions to strengthen ratings process and better serve markets, 7 febbraio 2008</p>
<p>Moody's Investors Service Code of conduct, agosto 2010 Form NRSRO 2009 Core principles for the conduct of rating committees, aprile 2006</p>
<p>Fitch Ratings Code of conduct, agosto 2010 Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy, 16 agosto 2010 Firewall Policy, 16 agosto 2010 File Maintenance and Recordkeeping Policy for the Business and Relationship Management Group, 16 agosto 2010 Statement on Definition of Ancillary Business, 16 agosto 2010 Policy on Business and Relationship Management, 16 agosto 2010 Restrictions on Advising Issuers and Others, 16 agosto 2010</p>

La Tab. 4 mostra gli *items* riconducibili al controllo di corporate governance, in relazione al quale si è posta attenzione alla previsione di nominare membri indipendenti in consiglio di amministrazione o di sorveglianza. Purtroppo, nessuna delle tre grandi agenzie fornisce informazioni sui propri organi di corporate governance, probabilmente per il fatto di non essere quotate e di non dover ancora divulgare report annuali in materia. Solo una *policy* di Fitch si limita a ricordare le funzioni degli amministratori indipendenti.

Tab. 4: Il controllo di corporate governance

	Standard & Poor's Ratings Services	Moody's Investor Service	Fitch Ratings
Amministratori indipendenti:	-	-	-
• mandato non rinnovabile	-	-	-
• mandato non superiore a 5 anni	-	-	-
• revoca solo per condotta scorretta o scarso rendimento	-	-	-
• remunerazione legata dai risultati economici dell'agenzia	-	-	-
• amministratori indipendenti che sono anche utilizzatori dei rating	-	-	-
Esperienza del CdA o CdS in servizi finanziari	-	-	-

Si riscontra maggiore trasparenza in merito al controllo interno, sia in relazione alle misure tese a prevenire i conflitti di interesse, sia con riferimento ai controlli indipendenti di revisione e compliance.

Come si evince dalla Tab. 5, le tre agenzie si impegnano a implementare procedure interne che garantiscano la sostanziale indipendenza degli analisti dagli emittenti valutati, anche vietando ai primi di trattare i compensi destinati all'agenzia. Si segnalano altresì: la separazione del processo di rating dalle funzioni commerciali; la costituzione di differenti team di analisti per il rilascio del rating iniziale di strumenti strutturati e per il successivo monitoraggio; la revisione del lavoro svolto dagli analisti che lasciano l'agenzia di rating per iniziare un rapporto di lavoro con un emittente valutato. La rotazione periodica degli analisti nei team è prevista invece soltanto da S&P's, che pure ricerca continuità nella composizione dei gruppi di analisti – così come Moody's e Fitch – probabilmente per agevolare lo sviluppo di competenze e conoscenze complementari, che possono aumentare con l'esperienza maturata nel tempo.

Per garantire una maggiore efficacia e responsabilità nel processo di rating, inoltre, le tre agenzie si impegnano ad accertare la qualità delle informazioni disponibili e a non formulare il rating se appaiono insufficienti o incomplete.

Tab. 5: I controlli interni per prevenire/gestire i conflitti di interesse e sulle informazioni

	Standard & Poor's Ratings Services	Moody's Investor Service	Fitch Ratings
Misure per garantire l'inesistenza di relazioni tra l'agenzia e gli analisti, da una parte, e l'emittente, dall'altra	Si	Si	Si
Divieto agli analisti di partecipare alle trattative per i compensi pagati dall'emittente valutato all'agenzia	Si	Si	Si
Remunerazione degli analisti slegata dai risultati economici dell'agenzia o dai ricavi generati dall'attività di rating a cui ha partecipato	Si	Si	Si
Revisione dei rating e del recente lavoro degli analisti che lasciano l'agenzia e vengono assunti da un emittente valutato	Si	Si	Si
Istituzione di team separati per l'assegnazione iniziale e il successivo monitoraggio del rating di strumenti strutturati	Si	Si	Si
Rotazione degli analisti	Si	-	-
Separazione tra funzione di produzione dei rating e funzioni di vendita e marketing	Si	Si	Si
Divieto di fornire consulenze ai soggetti valutati	Si	Si	Si
Comunicazione ai vertici dell'agenzia in merito a conflitti di interesse effettivi o potenziali	Si	Si	Si
Divieto di operare in conflitto di interesse	Si	Si	Si
Accertamenti sulla qualità delle informazioni impiegate nel processo di rating	Si	Si	Si

Con riferimento ai controlli interni di revisione periodica delle metodologie di rating e di conformità a leggi e regolamenti interni (Tab. 6 e 7), i risultati sono solo in parte soddisfacenti: mentre il *compliance officer* è indipendente in tutte e tre le agenzie, una simile esigenza non è avvertita da S&P's e da Fitch in relazione alla funzione di revisione. Nelle due agenzie appena citate, inoltre, le informazioni sulle linee di reporting all'organo di governo sono lacunose per entrambe le forme di controllo considerate.

Tab. 6: La funzione di revisione

	Standard & Poor's Ratings Services	Moody's Investor Service	Fitch Ratings
È prevista?	Si	Si	Si
È indipendente?	Se opportuno, in base allo strumento valutato	Si	Se opportuno, in base allo strumento valutato
Riferisce al CdA o CdS?	-	No: riferisce al Chief Credit Officer, che a sua volta riferisce al CEO e al COO e riporta trimestralmente al CdA dell'impresa madre quotata	-

Tab. 7: La funzione di compliance

	Standard & Poor's Ratings Services	Moody's Investor Service	Fitch Ratings
È prevista?	Si	Si	Si
È indipendente?	Si	Si	Si
Riferisce al CdA o CdS?	-	Si	-
Remunerazione slegata dai risultati dell'agenzia e dalle operazioni di rating	Si	Si	Si

6. Conclusioni, limiti e sviluppi futuri

Sotto il profilo teorico, l'analisi delle riforme nel settore del rating evidenzia 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 (IOSCO) se questo non è accompagnato da un complesso di norme vincolanti almeno sugli elementi chiave per un'efficace governance delle agenzie di rating.

Le riforme nelle due aree economicamente più avanzate al mondo mostrano una crescente attenzione per la tematica dei controlli (esterno, di corporate governance, interno), dell'indipendenza e della trasparenza. Le autorità di vigilanza, in particolare, stanno dimostrando un fattivo impegno sia nel garantire l'applicazione delle leggi, sia proponendo possibili miglioramenti.

L'indagine empirica mostra invece risultati interlocutori in relazione alle tre agenzie di rating che dominano la scena mondiale: sembra, in particolare, che esista un più forte interesse ad aderire alle raccomandazioni IOSCO sulle procedure di controllo interno, in buona parte preesistenti alle riforme, che a rassicurare gli stakeholder sull'indipendenza nei controlli di corporate governance.

Tuttavia, è necessario sottolineare l'opportunità di estendere la ricerca anche ad altre agenzie di rating, considerando altresì la differente giurisdizione a cui esse sono sottoposte: in futuro, lo studio potrebbe essere ripetuto osservando tutte le agenzie di rating registrate come NRSROs presso la SEC e quelle registrate secondo la procedura comunitaria, attualmente in corso. L'enfasi sulla trasparenza che anima le riforme dovrebbe agevolare, già dai prossimi mesi, la raccolta delle informazioni utili all'analisi che potrebbe avvalersi, ad esempio, anche delle relazioni annuali previste dalla disciplina comunitaria.

Bibliografia

- Amtenbrink F., De Haan J. (2009), "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, pp. 1915-1949.
- Bosetti L. (2009), "Le variabili rilevanti dei sistemi di corporate governance", in Salvioni D.M. (a cura di), *Corporate governance, controllo e trasparenza*, FrancoAngeli, Milano, 2009.
- Conti V. (2010), *Audizione del Presidente Vicario della Consob*, Camera dei Deputati, VI commissione permanente (Finanze), Roma, 23 settembre.
- Coskun D. (2008), "Credit rating agencies in a post-Enron world: Congress revisits the NRSRO concept", *Journal of Banking Regulation*, vol. 9, issue 4, pp. 264-283.
- Fender I., Mitchell J. (2005), *Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating*, Rassegna trimestrale BRI, giugno.
- Financial Stability Forum (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, 7 April.
- Fons J.S. (2008), *White Paper on Rating Competition and Structured Finance*, Moody's Investors Service, 10 January.
- Friedland J. (2009), "The subprime and financial crises", *International Journal of Disclosure and Governance*, vol. 6, issue 1, pp. 40-57.
- IOSCO Technical Committee (2009), *A review of implementation of the IOSCO code of conduct fundamentals for credit rating agencies*, March.
- Justensen P.J. (2009), "Ratings recall: Will new reform proposals make lasting impact?", *The Journal of Corporation Law*, vol. 35, issue 1, pp. 193-213.
- Listokin Y., Taibleson B. (2010), "If you misrate, then you lose: Improving credit rating accuracy through incentive compensation", *Yale Journal on Regulation*, vol. 27, issue 1, pp. 91-113.
- SEC (2009), *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, September.
- Spreta V., Veldkamp L. (2009), "Ratings shopping and asset complexity: A theory of ratings inflation", *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, issue 5, pp. 678-695.
- The World Bank (2009), "Credit rating agencies. No easy regulatory solutions", *Crisis Response*, October.