OSSERVAZIONI E PROPOSTE DELLA 14ª COMMISSIONE PERMANENTE

(Politiche dell'Unione europea)

Ai sensi dell'articolo 144, comma 1, del Regolamento

(Estensore: FONTANA e GERMONTANI)

Roma, 29 febbraio 2012

Osservazioni sugli atti:

Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e la direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui gestori di fondi di investimento alternativi per quanto riguarda l'eccessivo affidamento al *rating* (COM(2011) 746 def.)

Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito (COM(2011) 747 def.)

La 14ª Commissione permanente, esaminato l'atto COM(2011) 746 definitivo e COM(2011) 747 definitivo,

considerato che la proposta n. 747 apporta modifiche al regolamento (CE) n. 1060/2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito;

condivise le finalità della proposta che introduce modifiche – la terza in pochi anni – alla disciplina delle agenzie di *rating* del credito e che sono sintetizzabili nell'estensione del campo di applicazione del regolamento (CE) n. 1060/2009, anche al fine di considerare le prospettive dei *rating*, nella possibilità per gli enti finanziari di procedere ad una propria valutazione del rischio di credito evitando di basarsi esclusivamente o automaticamente su *rating* di credito esterni, in una maggiore comunicazione delle informazioni sulle metodologie adottate dalle agenzie di *rating*, in una maggiore indipendenza delle agenzie di *rating*, nella comunicazione all'ESMA, da parte delle agenzie, dei *rating* relativi allo stesso strumento finanziario, nell'introduzione di uno speciale regime di responsabilità civile;

tenuto conto delle considerazioni dell'on. Leonardo Domenici, relatore al Parlamento europeo sulla proposta di cui al COM n. 747, nell'audizione svolta il 22 febbraio dalla Commissione finanze e tesoro del Senato;

valutato che la proposta appare correttamente basata sull'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, appare rispettosa dei principi di sussidiarietà e proporzionalità ed appare congrua quanto alle soluzioni normative complessivamente delineate,

formula, per quanto di competenza, osservazioni favorevoli con i seguenti rilievi:

occorrerebbe riconsiderare la scelta di non istituire un'agenzia europea di *rating*, soprattutto per quanto riguarda la valutazione del debito sovrano. Tale esclusione è stata

---

Al Presidente
della 6ª Commissione permanente
S E D E

motivata dalla Commissione europea affermando che *"dalla valutazione d'impatto è emerso che, anche se un'agenzia di rating del credito finanziata con fondi pubblici potrebbe portare alcuni vantaggi in termini di varietà di pareri nel mercato del rating e potrebbe costituire un'alternativa al modello "issuer-pays", sarebbe difficile rispondere alle preoccupazioni sui conflitti d'interesse e sulla sua credibilità, in particolare se l'agenzia di rating del credito dovesse valutare i debiti sovrani"*.

Si è consapevoli delle obiezioni sui possibili conflitti di interesse di una siffatta agenzia nel momento in cui valuta i titoli sovrani degli Stati membri dell'Unione, sia essa un'agenzia indipendente pienamente finanziata dal bilancio dell'Unione sia essa una fondazione privata con finanziamento pubblico.

Tuttavia, i potenziali conflitti di interesse potrebbero essere minori di quelli preventivati, anche in relazione a quelli potenzialmente esistenti per le attuali agenzie di *rating*. Inoltre, la proposta di istituire un'agenzia europea di *rating* appare maggiormente conforme al principio di sussidiarietà, inteso nella sua attitudine a consentire, ove necessario, una regolazione più efficace al livello normativo superiore in quanto sussisterebbero i caratteri: della "necessità", in relazione all'esigenza che gli Stati membri dell'Unione siano valutati da organismi indipendenti e scevri da potenziali conflitti di interesse; del "valore aggiunto", in quanto è evidente che solo un'agenzia europea avrebbe l'autorevolezza per valutare al meglio il rischio degli Stati emittenti titoli sovrani, operando in modo da adottare criteri omogenei e standardizzati di valutazione su scala europea;

in alternativa o in aggiunta alla istituzione di una agenzia europea di *rating*, dovrebbe essere valutata l'opportunità di prevedere che, in relazione ai *rating* emessi sui titoli del debito sovrano, sia esclusa la possibilità che le agenzie emettano *rating* qualora non richiesti dallo Stato emittente;

si deve, inoltre, considerare che informazioni molto più dettagliate e complete sui singoli Stati membri dell'Unione, e sulla loro affidabilità finanziaria – anche per quanto riguarda il percorso di avvicinamento alle soglie fissate dai Trattati che assicurano la sostenibilità a lungo termine del debito pubblico – sono contenute nei rapporti periodici che le istituzioni europee emettono nell'ambito delle regole della *governance* economica.

Con i regolamenti costituenti il c.d. *six-pack* si è consolidato lo strumento delle raccomandazioni del Consiglio per la parte preventiva del Patto di stabilità e crescita (atti approvati sulla base di una raccomandazione della Commissione europea e che riguardano ciascuno Stato membro) e si è previsto anche il meccanismo di allerta di cui agli articoli 3 e 4 del regolamento (UE) n. 1175/2011. Tale ultimo meccanismo è istituito al fine di facilitare la rapida individuazione e il monitoraggio degli squilibri macroeconomici eccessivi all'interno dell'Unione. Ed è la Commissione europea che prepara una relazione annuale contenente una valutazione economica e finanziaria qualitativa basata su un quadro di valutazione, con una serie di indicatori macroeconomici e macrofinanziari per ciascuno degli Stati membri. Tali indicatori consentono di individuare gli squilibri macroeconomici che emergono a breve termine e derivanti da tendenze strutturali e a lungo termine.

Può, quindi, affermarsi che l'affidabilità finanziaria degli Stati membri dell'Unione – e la sostenibilità a lungo termine delle loro finanze pubbliche – appare già chiaramente enucleabile dai documenti elaborati dalle istituzioni europee, e in primo luogo dalla Commissione europea, istituzione che opera, secondo i trattati europei, in piena indipendenza.

Si dovrebbe, pertanto, prevedere che le agenzie di *rating*, nell'emettere giudizi su titoli sovrani di Stati membri, debbano tenere conto della posizione espressa dalle istituzioni europee nei citati documenti – che, si ricorda, hanno un valore regolamentare tipico –, nonché debbano tenere conto di quanto espresso dall'agenzia europea di *rating*, nel caso in cui questa venga istituita. Eventuali giudizi o prospettive di giudizi difformi da quanto espresso da tali istituzioni o organismi dovrebbero essere adeguatamente motivati;

si esprime soddisfazione per le proposte della Commissione europea volte ad evitare un eccessivo affidamento ai *rating* del credito da parte degli enti finanziari (articolo 5-*bis*) e a consentire alle autorità europee di vigilanza e al Comitato europeo per il rischio sistemico di non effettuare un riferimento ai *rating* nei loro orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche se tali riferimenti rischiano di far sì che le autorità competenti o i partecipanti ai mercati si affidino meccanicamente ai *rating* del credito (articolo 5-*ter*). Si condivide, altresì, la posizione secondo cui – in aggiunta a quanto già previsto dalla proposta in esame – andrebbe effettuata un'accurata revisione delle norme in vigore al fine di abrogare le disposizioni che obbligano gli attori pubblici e privati a tenere conto in modo automatico dei *rating* e delle loro conseguenze, con particolare riferimento alle clausole contrattuali che prevedono la dismissione automatica di titoli in caso di *downgrade* e a quelle che prevedono il rimborso anticipato se il *rating* scende sotto un certo livello;

per quanto concerne il nuovo articolo 35-*bis* sulla responsabilità civile, è apprezzabile il meccanismo di agevolazione probatoria per cui per l'investitore è sufficiente allegare la violazione da parte dell'agenzia di *rating* di tutto l'elenco di violazioni contenute nell'allegato III al regolamento (CE) n. 1060/2009, mentre spetterà all'agenzia di *rating* dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che non c'è stata alcuna influenza dell'infrazione sul *rating*.

Peraltro, la previsione di specifiche condotte che integrano uno degli elementi della speciale responsabilità civile prevista dall'articolo 35-*bis* non dovrebbe essere ostativa all'operatività, per i casi non disciplinati dall'allegato III, dell'ordinario sistema della responsabilità civile proprio di ciascuno Stato membro. Il sistema italiano della responsabilità civile è, invero, incentrato sulla responsabilità per qualsiasi fatto che causi un danno (articolo 2043 codice civile), e quindi non solo per fatti specifici, come previsto dalla proposta in esame. In termini più ampi, il *Riksdag* svedese ha addirittura sollevato un'eccezione di sussidiarietà nella parte in cui la proposta armonizza i regimi di responsabilità civile degli Stati membri.

Conseguentemente, fatti salvi i casi già previsti dall'allegato III e il meccanismo di agevolazione probatoria previsto dall'articolo 35-*bis*, si dovrebbe valutare l'opportunità di integrare il suddetto articolo – per le parti non ricadenti nel suo ambito di applicazione – con un richiamo ai regimi propri di responsabilità civile di ciascuno Stato membro;

per massimizzare l'indipendenza di giudizio delle agenzie di *rating*, ed eliminare per quanto possibile i conflitti di interessi, si apprezza quanto già delineato nella proposta in esame circa l'obbligo delle agenzie di astensione dall'emissione del *rating* nel caso in cui l'azionista dell'agenzia che detenga, direttamente o indirettamente, il 10 per cento o più del capitale o dei diritti di voto di tale agenzia di *rating* del credito o sia altrimenti in grado di esercitare un'influenza significativa sulle sue attività economiche, possegga direttamente o indirettamente *«strumenti finanziari dell'entità valutata o di terzi collegati»* (allegato I, sez. B, punto 3, lett. a-*bis*).

Inoltre, per rendere la normativa ancora più conforme al principio di proporzionalità, si potrebbe valutare l'opportunità di prevedere che, nei casi in cui non siano raggiunte le soglie sopra indicate e, quindi, allorché la partecipazione nel capitale delle agenzie di *rating* sia inferiore al 10 per cento del capitale o dei diritti di voto o non permetta un'influenza significativa, l'emissione del *rating* da parte dell'agenzia sia subordinata ad altre cautele che minimizzino la possibilità di eventuali conflitti di interesse da parte degli azionisti. A mero titolo di esempio, si potrebbe valutare l'opportunità di prevedere che gli azionisti con partecipazioni inferiori al 10 per cento, nonché i soggetti ad essi collegati, debbano comunicare al pubblico le eventuali operazioni effettuate su titoli dell'entità valutata avvenute nei giorni precedenti l'emissione del *rating*, predisponendo adeguate sanzioni in caso di inosservanza.

Tale precisazione potrebbe costituire un'ulteriore garanzia rispetto a quanto già indicato dal considerando n. 10 della direttiva 2003/125/CE della Commissione recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (c.d. *market abuse directive*) per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse. Tale considerando aveva sì preso atto che le agenzie di *rating* del credito emettono pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una determinata data, e che «*in se stessi tali pareri non costituiscono una raccomandazione ai sensi della presente direttiva*». Tuttavia, il medesimo considerando aveva previsto che le agenzie di *rating* del credito avrebbero dovuto valutare l'opportunità di adottare politiche e procedure interne miranti ad assicurare che i *rating* di credito da esse pubblicati siano presentati correttamente e che esse avrebbero dovuto comunicare al pubblico in maniera adeguata gli interessi rilevanti o i conflitti di interesse in rapporto agli strumenti finanziari o agli emittenti a cui i loro *rating* di credito si riferiscono;

in riferimento alla metodologia di lavoro delle agenzie di *rating*, l'allegato I, sez. D, punto 2, lett. d), come modificato, prevede che le agenzie debbano dare conto in modo chiaro e visibile della data nella quale il *rating* è stato distribuito per la prima volta e dell'ultimo aggiornamento disponibile, con le eventuali prospettive del *rating* comprese. Al riguardo, al fine di fornire al fruitore del *rating* ogni utile informazione sullo strumento finanziario oggetto di esame, si dovrebbe valutare l'opportunità di prevedere che vengano forniti – anche con un riferimento sintetico alla classe di *rating* – tutti i precedenti giudizi emessi dalla stessa agenzia sullo stesso titolo, ivi comprese le prospettive del *rating*.

La conoscenza dell'evoluzione del giudizio emesso fornirebbe infatti preziosi elementi di informazione agli investitori sulla stessa qualità del giudizio, ad esempio permettendo un confronto *ex post* con l'effettivo andamento dei mercati, anche ai fini dell'ulteriore sviluppo in senso concorrenziale del mercato dei *rating*. Tutte le suddette informazioni potrebbero quindi confluire nel registro centrale, creato dall'ESMA, di cui all'articolo 11, paragrafo 2, del regolamento (CE) n. 1060/2009;

si condivide, infine, la posizione volta ad attribuire all'ESMA il compito di presentare ogni anno una valutazione sulla efficacia e sulla validità dell'operato delle agenzie di *rating* sulla base di precisi criteri e a consentire all'ESMA di elaborare nuove proposte per quanto riguarda i modelli di pagamento che rendano la selezione e la remunerazione delle agenzie di *rating* pienamente indipendenti dal soggetto sottoposto al *rating*;

si condividono, infine, i contenuti della proposta di direttiva di cui al (COM(2011) 746 def.), che è funzionale a consentire che il principio generale di non affidarsi

eccessivamente ai *rating* esterni sia integrato nei processi e nei sistemi di gestione del rischio dei gestori degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari e dei fondi di investimento alternativi.

Cinzia Maria Fontana Maria Ida Germontani