



Bruxelles, 20 ottobre 2016
(OR. en)

13519/16

EF 311
ECOFIN 939

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	19 ottobre 2016
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2016) 664 final
Oggetto:	RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO riguardante gli strumenti alternativi ai rating del credito esternali, la situazione del mercato dei rating del credito, la concorrenza e la governance nel settore dei rating del credito, la situazione del mercato dei rating degli strumenti finanziari strutturati e la fattibilità di un'agenzia di rating del credito europea

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2016) 664 final.

All.: COM(2016) 664 final



Bruxelles, 19.10.2016
COM(2016) 664 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL
CONSIGLIO**

riguardante gli strumenti alternativi ai rating del credito esterni, la situazione del mercato dei rating del credito, la concorrenza e la governance nel settore dei rating del credito, la situazione del mercato dei rating degli strumenti finanziari strutturati e la fattibilità di un'agenzia di rating del credito europea

Indice

INTRODUZIONE.....	3
I. Rischio di un eccessivo affidamento ai rating del credito esterni e alternative disponibili	4
1. Eccessivo affidamento ai rating del credito esterni.....	4
2. Disponibilità di alternative ai rating esterni.....	6
II. Situazione del mercato dei rating del credito e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito per promuovere la concorrenza nel mercato dei rating del credito	9
1. Analisi del mercato delle agenzie di rating del credito	9
2. Impatto e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di concorrenza.....	15
III. Impatto e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di governance.....	18
1. Conflitto di interessi.....	19
2. Disposizioni relative ai prodotti finanziari strutturati e loro potenziale estensione ad altri prodotti finanziari	20
3. Modelli di remunerazione alternativi	21
IV. Opportunità e fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea.....	22
CONCLUSIONI.....	23

INTRODUZIONE

La presente relazione risponde ai vari obblighi di comunicazione stabiliti dal regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito (regolamento sulle agenzie di rating del credito), quale modificato¹. In particolare la relazione:

- analizza i riferimenti ai rating del credito esterni contenuti nella legislazione dell'UE e in contratti privati tra le parti sui mercati finanziari. Valuta altresì le possibili alternative ai rating del credito esterni di cui si avvalgono attualmente gli operatori del mercato in tutta l'UE (**sezione I**)²;
- valuta l'impatto e l'efficacia delle misure contenute nel regolamento sulle agenzie di rating del credito per quanto riguarda la concorrenza nel settore dei rating del credito (**sezione II**)³;
- esamina l'impatto del regolamento sulle agenzie di rating del credito sulla governance e sulle procedure interne delle agenzie di rating del credito, in particolare la prevenzione di conflitti di interesse e l'uso di modelli di remunerazione alternativi. La relazione analizza inoltre le disposizioni relative agli strumenti finanziari strutturati e alla loro eventuale estensione ad altre classi di attività (**sezione III**)⁴;
- considera la fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea preposta alla valutazione del debito sovrano e una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito (**sezione IV**)⁵.

La relazione analizza, tra l'altro, molte delle disposizioni fondamentali inserite nell'ultima modifica del regolamento sulle agenzie di rating del credito. Attinge al parere tecnico dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) sulla riduzione dell'affidamento esclusivo e automatico ai rating del credito esterni⁶, allo studio realizzato dai servizi di consulenza dell'ICF relativo alla fattibilità di

¹ Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito (GU L 302 del 17.11.2009), modificato dal regolamento (UE) n. 513/2011 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2011 (GU L 145 del 31.5.2011), dalla direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (GU L 174 dell'1.7.2011), dal regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 (GU L 146 del 31.5.2013), e dalla direttiva 2014/51/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 (GU L 153 del 22.5.2014).

² Articolo 39 ter, paragrafo 1, del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

³ Articolo 39, paragrafi 4 e 5, del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

⁴ Articolo 39, paragrafi 4 e 5, del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

⁵ Articolo 39 ter, paragrafo 2, del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

⁶ ESMA/2015/1471 – Parere tecnico dell'ESMA sulla riduzione dell'affidamento esclusivo e automatico ai rating del credito esterni – pubblicazione disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1471_technical_advice_on_reducing_sole_and_mechanistic_reliance_on_external_credit_ratings.pdf

alternative ai rating del credito⁷, al parere tecnico dell'ESMA su concorrenza, scelta e conflitti di interessi nel settore dei rating del credito⁸ e allo studio condotto da Europe Economics sulla situazione del mercato dei rating del credito⁹. Le parti interessate sono state ampiamente consultate mediante seminari, questionari e interviste nel corso dell'elaborazione di tali pareri tecnici e studi¹⁰.

I. Rischio di un eccessivo affidamento ai rating del credito esterni e alternative disponibili

1. Eccessivo affidamento ai rating del credito esterni

La risposta internazionale alla crisi finanziaria mondiale ha compreso iniziative volte a ridurre l'affidamento ai rating del credito esterni, in particolare a limitare i comportamenti imitativi ("herding") e gli "effetti precipizio" che minacciano la stabilità finanziaria e che attualmente derivano dall'inclusione delle soglie di rating stabilite dalle agenzie di rating del credito in leggi, regolamenti e prassi di mercato¹¹. L'UE ha risposto a tali iniziative anche con l'adozione di modifiche legislative (cfr. in appresso). Rimane tuttavia necessario valutare in quale misura i restanti riferimenti ai rating del credito esterni nella legislazione dell'UE possano determinare un eccessivo affidamento. L'eccessivo affidamento può inoltre risultare dall'utilizzo dei rating del credito esterni da parte degli operatori del mercato in contratti privati.

Vari atti giuridici dell'UE in materia di servizi finanziari fanno riferimento all'utilizzo di rating del credito esterni. Alcuni di essi (la direttiva GEFIA¹², la direttiva OICVM¹³ e la direttiva sugli EPAP¹⁴) sono stati modificati dalla direttiva

⁷ MARKT/2014/257/F4/ST/OP-LOT1 disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

⁸ ESMA/2015/1472 – Parere tecnico dell'ESMA su concorrenza, scelta e conflitto di interessi nel settore dei rating del credito – pubblicazione disponibile all'indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2015-1472_technical_advice_on_competition_choice_and_conflicts_of_int.pdf.

⁹ MARKT/2014/257/F/Lot 2 disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/index_en.htm.

¹⁰ Per ulteriori informazioni si vedano la pag. 5 del parere tecnico dell'ESMA sulla riduzione dell'affidamento esclusivo e automatico ai rating del credito esterni, la pag. 5 e seguenti dello studio dell'ICF, la pag. 10 del parere tecnico dell'ESMA su concorrenza, scelta e conflitti di interessi nel settore dei rating del credito e la pag. 7 dello studio di Europe Economics.

¹¹ Si veda in particolare la pag. 1 del documento elaborato dal Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) dal titolo *Principi per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito*, disponibile all'indirizzo: http://www.fsb.org/2010/10/r_101027/. Vedasi altresì la *Tabella di marcia per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito*, redatta dal Consiglio per la stabilità finanziaria e disponibile all'indirizzo: http://www.fsb.org/2012/11/r_121105b/.

¹² Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010.

¹³ Direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) (rifusione).

¹⁴ Direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 3 giugno 2003, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali.

2013/14/UE¹⁵, che ha introdotto ulteriori norme per le società di gestione o di investimento degli OICVM e dei GEFIA che impongono l'obbligo, per le procedure di gestione del rischio, di non affidarsi esclusivamente e automaticamente ai rating del credito esterni. In tal modo si è inteso evitare l'eccessivo affidamento ai rating nella misurazione del rischio di credito. Una di tali norme, introdotta dalla direttiva 2013/14/UE, prevedeva l'obbligo di assicurare che le autorità competenti vigilino sull'adeguatezza delle procedure di valutazione del credito.

Il regolamento EMIR¹⁶, la legislazione in materia di controparti centrali (CCP), consente che le valutazioni effettuate dalle agenzie di rating del credito stabiliscano il livello di rischio, ma non obbliga né incoraggia necessariamente le CCP a fare altrettanto. In caso di ricorso a rating esterni, le CCP devono fornire alcune controanalisi o integrare la loro valutazione con la propria analisi.

Il regolamento CRR¹⁷ e la direttiva CRD IV¹⁸ contengono varie disposizioni che consentono diversi trattamenti dei rischi associati a un'esposizione, a seconda che tale esposizione sia provvista o priva di rating¹⁹. Ne deriva che i requisiti patrimoniali associati a un'esposizione possono variare notevolmente a seconda che tale esposizione sia provvista o meno del rating di un'agenzia di rating del credito e in funzione del rating fornito²⁰. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) è attualmente impegnato nel riesame del metodo standardizzato per il rischio di credito e ha considerato varie alternative per sostituire i rating esterni²¹. Il Comitato propone di mantenere i riferimenti ai rating esterni integrandone al contempo l'utilizzo con le procedure basate sulla dovuta diligenza delle banche, nonché rafforzando i requisiti relativi all'utilizzo dei rating esterni, al fine di garantire che le banche esercitino la propria dovuta diligenza e gestione interna del rischio e non si affidino automaticamente ai rating esterni.

¹⁵ Direttiva 2013/14/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica la direttiva 2003/41/CE, relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali, 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, sui gestori di fondi di investimento alternativi, per quanto riguarda l'eccessivo affidamento ai rating del credito.

¹⁶ Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

¹⁷ Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

¹⁸ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

¹⁹ La metodologia è designata nel testo legislativo come "metodo standardizzato" ed è attualmente la metodologia più utilizzata ai sensi del CRR e della CRD per le banche.

²⁰ Ad esempio, nel caso di esposizioni verso imprese, qualora il rating assegnato da un'agenzia di rating del credito sia disponibile e l'esposizione ottenga il rating più elevato (ad esempio AAA), il fattore di ponderazione del rischio applicato è pari al 20%. La banca sarà pertanto tenuta a mantenere un capitale regolamentare pari al 20% dei valori dell'esposizione. Tuttavia, qualora un rating non sia disponibile, il fattore di ponderazione del rischio da applicare sarebbe almeno del 100%.

²¹ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria: Secondo documento di consultazione. Norme - Riesami del metodo standardizzato per il rischio di credito, pubblicato ai fini dell'invio di osservazioni entro l'11 marzo 2016, dicembre 2015, disponibile all'indirizzo: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d347.htm>.

Un meccanismo analogo è utilizzato dalla direttiva "Solvibilità II"²², che prevede considerazioni sui rischi diverse a seconda che il rating esterno sia disponibile o meno (e in funzione del rating attribuito all'esposizione). Onde attenuare il rischio di un'eccessiva dipendenza dai rating, Solvibilità II prevede che, quando utilizzano rating creditizi esterni ai fini del calcolo delle riserve tecniche e del requisito patrimoniale di solvibilità, gli assicuratori verifichino l'idoneità dei rating esterni nel quadro della loro gestione del rischio, utilizzando ove possibile e praticabile analisi supplementari per evitare ogni dipendenza automatica dai rating esterni²³. Inoltre, l'atto delegato di Solvibilità II²⁴ stabilisce norme dettagliate sull'utilizzo delle valutazioni esterne del merito di credito, come l'obbligo di effettuare valutazioni interne del merito di credito per esposizioni più grandi o più complesse, che a loro volta contribuiscono a ridurre il rischio di un eccessivo affidamento ai rating.

Benché siano in vigore norme di attenuazione volte a evitare l'affidamento esclusivo e automatico ai rating esterni, l'utilizzo di rating in settori critici dei quadri CRR e Solvibilità II, segnatamente quelli relativi al calcolo dei requisiti patrimoniali obbligatori o dei requisiti di solvibilità, può incoraggiare gli enti finanziari o le società di assicurazione ad affidarsi alle valutazioni delle agenzie di rating. La Commissione continuerà pertanto a monitorare l'impatto di tali requisiti e fornirà un contributo agli organismi pertinenti, come il Comitato di Basilea, al fine di attenuare eventuali rischi di un eccessivo affidamento ai rating del credito nel quadro prudenziale per gli enti creditizi e le imprese di assicurazione.

Sarebbe possibile evitare l'eccessivo affidamento ai riferimenti contrattuali mediante disposizioni di divieto o ulteriori obblighi di comunicazione. Tuttavia, se gli ultimi non sembrano idonei alle clausole "rating trigger" previste dalle politiche o dalle linee guida in materia di investimenti, le prime costituirebbero una limitazione della libertà contrattuale e dovrebbero necessariamente essere giustificate da motivi imperativi di interesse pubblico. In ogni caso, i manager non dovrebbero utilizzare i riferimenti ai rating come pretesto per evitare l'esercizio della propria dovuta diligenza prima di operare decisioni di investimento. La Commissione continuerà a monitorare le prassi di mercato al fine di individuare eventuali rischi dovuti all'eccessivo affidamento contrattuale ai rating del credito esterni.

2. Disponibilità di alternative ai rating esterni

Le principali alternative ai rating esterni sono la misurazione del rischio di credito basata sul mercato, gli strumenti di valutazione interna del rischio di credito e le valutazioni di terzi.

²² Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2009, in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione.

²³ Articolo 44, paragrafo 4 bis, di Solvibilità II, e regolamento di esecuzione (UE) 2015/2015 della Commissione, dell'11 novembre 2015, che stabilisce norme tecniche di attuazione riguardanti le procedure per l'analisi dei rating creditizi esterni a norma della direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (GU L 295 del 12.11.2015, pag. 16).

²⁴ Articoli 3-6 del regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvibilità II).

Le misurazioni basate sul mercato (ad esempio i differenziali sui default swap e le informazioni per la determinazione dei prezzi delle obbligazioni) sono obiettive e trasparenti in termini di accessibilità e permettono l'attribuzione di specifici fattori di ponderazione del rischio a una determinata attività. Possono essere utilizzate per misurare la probabilità del rischio di inadempimento in relazione a un'ampia gamma di classi di attività diverse, come il debito sovrano, il debito societario e i prodotti strutturati. Tuttavia, tali strumenti di misurazione possono essere soggetti a limitazioni considerevoli. I due principali rischi individuati dall'ESMA e dallo studio dell'ICF sono l'elevata volatilità di detti strumenti di misurazione e la loro incapacità di fornire indicazioni più sfaccettate del rischio associato a un investimento. In particolare, le misure basate sul mercato sono esposte al rischio di manipolazione, ovvero al rischio che gli operatori del mercato influenzino strategicamente i prezzi al fine di produrre una conseguenza normativa e di trarne vantaggio.

Gli strumenti di valutazione interna del rischio di credito sono utilizzati per la valutazione del rischio a fini prudenziali, in particolare per il calcolo del capitale regolamentare a norma del quadro di Basilea III e del CRR (specificamente del metodo basato sui rating interni (IRB)) nonché a norma del quadro Solvibilità II per le società di assicurazione. Vi è una maggiore probabilità che le metodologie interne rispecchino correttamente il profilo di rischio di uno specifico debitore o di un titolo specifico; inoltre, esse possono essere adeguate alle esigenze di ciascun operatore di mercato e possono anche essere impiegate per qualsiasi categoria di strumenti finanziari e investimenti.

Il principale inconveniente dell'utilizzo di modelli di valutazione interna del merito di credito quali alternative ai rating del credito esterni è rappresentato dagli elevati costi che essi comportano. Tali costi includono quelli relativi allo sviluppo degli strumenti analitici e alla raccolta dei dati - comprese eventualmente le quote di iscrizione per l'accesso alle banche dati contenenti i dati finanziari pertinenti - nonché all'assunzione di personale qualificato per svolgere la parte ragionata dell'analisi ed eseguire la convalida e il controllo della qualità dei modelli.

Inoltre, le metodologie di valutazione interna del rischio di credito potrebbero non offrire lo stesso livello di comparabilità fornito dai rating esterni con riferimento ai diversi tipi di accordi contrattuali, mentre le agenzie di rating del credito definiscono in modo obiettivo e chiaro il livello di rischio accettabile (mediante sistemi di classificazione standardizzati come AAA/AA ecc.).

Inoltre non garantiscono un elevato livello di trasparenza verso il mercato. Ciò è dovuto principalmente al fatto che tali modelli non sono disponibili al pubblico e la loro standardizzazione presenta una difficoltà oggettiva in quanto i fattori di rischio soggettivi e i modelli di business considerati ai fini dello svolgimento delle valutazioni interne variano da un operatore di mercato all'altro. Detti modelli possono pertanto essere ritenuti utili per il singolo investitore che effettua l'analisi, ma non offrono al mercato una panoramica e una prospettiva chiare di taluni prodotti come le obbligazioni sovrane.

Le valutazioni di terzi sono effettuate dalle parti non coinvolte nell'investimento. Ne sono esempi le misure basate sulla contabilità, la classificazione del rischio paese

dell'OCSE, gli scoring assegnati dalle banche centrali e quelli prodotti da società private e basati su modelli computazionali.

i. Misure basate sulla contabilità

Le misure basate sulla contabilità possono fornire informazioni utili e facilmente comparabili in merito agli indici finanziari di base, che possono essere d'ausilio nella valutazione del merito di credito di un investimento. Tuttavia, sono altresì soggette a una serie di limitazioni considerevoli e non possono essere ritenute a pieno titolo un'alternativa ai rating esterni. Uno svantaggio delle misure basate sulla contabilità è che, sebbene coprano tutte le classi di attività societarie, non sono idonee al debito sovrano e a molti prodotti strutturati. Inoltre l'accesso alle informazioni, come sottolineato da alcune delle parti interessate intervistate nell'ambito dello studio dell'ICF, è tuttora problematico poiché in alcuni paesi le misure basate sulla contabilità possono non essere ancora facilmente accessibili alle società non quotate a causa di principi od obblighi di comunicazione meno rigorosi o non armonizzati.

Sono inoltre necessarie competenze specifiche ed esperienza settoriale per avvalersi di tali strumenti in modo efficace e realizzare valutazioni affidabili. L'interpretazione e la discrezionalità svolgono un ruolo essenziale nell'ambito delle misure basate sulla contabilità, in particolare quando vi è la necessità di effettuare raffronti. Ad esempio, analisti diversi possono applicare indici diversi in relazione alla stessa impresa, il che, a sua volta, può condurre a risultati divergenti. Sebbene non sia di per sé negativo, tale aspetto implica la possibilità che l'interpretazione degli indici risulti difficile in mancanza di competenze adeguate e conoscenze contestuali.

ii. Classificazione del rischio paese dell'OCSE

Le classificazioni del rischio paese dell'OCSE offrono una più ampia copertura geografica rispetto ai rating del credito esterni e i dati pertinenti sono resi accessibili al pubblico. Tuttavia, le valutazioni dell'OCSE hanno un'ottica ristretta e prendono in considerazione solo specifiche categorie di rischio (rischi politici e altri rischi direttamente associati ad essi), senza includere ulteriori indicatori di rischio economico pertinenti che potrebbero essere utili per gli investitori e le decisioni di investimento. Di conseguenza, le classificazioni del rischio paese dell'OCSE possono essere considerate uno strumento valido per la valutazione di determinati tipi di rischio. Sebbene presentino alcuni limiti, possono costituire una valida integrazione e un possibile strumento di verifica dei rating esterni del debito sovrano.

iii. Scoring delle banche centrali

I registri centrali di credito (CCR) e le banche dati centrali dei rendiconti finanziari (CFSD) costituiscono esempi importanti di strumenti di scoring che sono detenuti o gestiti dalle banche centrali. Le tecniche dei CCR e delle CFSD sono applicate in larga misura agli strumenti di debito societario, ma la loro copertura geografica e settoriale varia da paese a paese in funzione di parametri come l'ammissibilità degli strumenti quali garanzia reale per le operazioni di politica monetaria. L'inconveniente principale dei CCR e delle CFSD è la loro limitata copertura in termini di paesi e classi di attività, nonché il limitato accesso ai dati. Presentano altresì limitazioni nell'applicazione al debito societario e la loro copertura delle società non finanziarie

in alcuni paesi è trascurabile. Gli scoring possono costituire uno strumento importante per le società di minori dimensioni poiché offrono un mezzo più economico per ottenere una valutazione del merito di credito (rispetto ai rating del credito assegnati dalle agenzie di rating del credito). Tuttavia gli scoring non sembrano essere sufficienti per fornire un'alternativa ai sistemi di rating del credito esterni che sia praticabile a pieno titolo; essi dovrebbero piuttosto essere utilizzati come un'utile fonte di informazioni complementare sul merito di credito di un prodotto finanziario.

L'analisi tecnica effettuata per elaborare la presente relazione indica che attualmente non vi sono alternative praticabili sul mercato atte a sostituire integralmente i rating del credito esterni. Alcuni degli strumenti e delle misure di cui sopra potrebbero essere considerati, in una certa misura, validi sostituti delle valutazioni delle agenzie di rating del credito, ma comportano costi ingenti che potrebbero in particolare essere proibitivi per gli operatori minori dei mercati finanziari. Ulteriori strumenti potrebbero essere utilizzati solo ad integrazione delle valutazioni delle agenzie di rating del credito. Solo alcune disposizioni legislative dell'UE riguardanti i rating esterni - come le disposizioni pertinenti contenute nel pacchetto CRR/CRD IV e in Solvibilità II - possono incoraggiare gli enti finanziari e le società di assicurazione ad affidarsi alle valutazioni delle agenzie di rating, ragion per cui l'ulteriore monitoraggio dovrebbe concentrarsi su questi due quadri.

II. Situazione del mercato dei rating del credito e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito per promuovere la concorrenza nel mercato dei rating del credito

1. Analisi del mercato delle agenzie di rating del credito

Situazione attuale del mercato

Il settore dei rating è attualmente dominato da tre società ubicate negli Stati Uniti (S&P, Moody's e Fitch), che offrono una copertura geografica globale²⁵ di tutte le classi di attività (obbligazioni societarie, obbligazioni sovrane, strumenti finanziari strutturati e obbligazioni garantite²⁶) (v. anche la tabella 1) e la cui quota di mercato cumulata è pari nell'UE al 92% circa delle entrate (tabella 2)²⁷. Sebbene nuove società abbiano fatto il loro ingresso sul mercato europeo del rating del credito, che consta attualmente di 26 agenzie registrate e di 4 certificate²⁸, la maggior parte delle agenzie di rating del credito più piccole valuta una serie limitata di classi di attività e presenta attività transfrontaliere e portata geografica ridotte.

²⁵ In riferimento all'ubicazione dell'emittente o dello strumento valutato.

²⁶ Si vedano le categorie di classi di attività nella banca dati CEREP.

²⁷ Quote di mercato calcolate sulla base dei bilanci 2014.

²⁸ Si veda l'elenco aggiornato delle agenzie di rating del credito registrate e certificate, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/supervision/credit-rating-agencies/risk>.

Tabella 1: Categorie di rating del credito forniti dalle agenzie di rating del credito registrate dell'UE nel periodo 2011-2015 (fonte ESMA, CEREP)

Agenzie di rating del credito	2011								2012								2013								2014								2015 (primo semestre)																
	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB				
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)		IN	CO								IN	CO									IN	CO									IN	CO									IN	CO							
ARC Ratings, S.A.			CO							FI		CO										CO										CO	SV									CO	SV						
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH		IN									IN										IN										IN										IN								
Axesor SA												CO										CO										CO										CO							
BCRA-Credit Rating Agency AD	FI	IN	CO		SS					FI	IN	CO		SS						FI	IN	CO		SS						FI	IN	CO	SV	SS						FI	IN	CO	SV	SS					
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	FI		CO	SV						FI		CO	SV							FI		CO	SV							FI		CO	SV							FI		CO	SV						
CERVED Group S.p.A.			CO									CO										CO										CO										CO							
Creditreform Rating AG			CO					CB				CO					SF	CB				CO					SF	CB				CO					SF	CB				CO					SF	CB	
CRIF S.p.A.			CO									CO										CO										CO										CO							
Dagong Europe Credit Rating Srl (Dagong Europe)																				FI										FI	IN	CO								FI	IN	CO							
DBRS Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE		SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB				
The Economist Intelligence Unit Ltd																							SV										SV										SV						
Euler Hermes Rating GmbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO								FI		CO								FI		CO							
European Rating Agency, a.s.					SS										SS																				SS										SS				
EuroRating Sp. zo.o.																																																	
Feri EuroRating Services AG				SV									SV							FI		CO	SV							FI		CO	SV							FI		CO	SV						
Fitch Ratings Limited	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB				
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	FI		CO							FI		CO								FI		CO								FI		CO								FI		CO							
ICAP Group SA			CO									CO										CO										CO										CO							
INC Rating Sp. zo.o.																																																	
modeFinance S.r.l.																																																	
Moody's Investors Service Ltd	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB				
Rating-Agentur Expert RA GmbH																																																	
Scope Ratings AG			CO									CO										CO										CO										CO							
Spread Research SAS																																																	
Standard & Poor's Credit Market Services Europe	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB	FI	IN	CO	SV	SS	PE	SN	SF	CB				

Legenda:

FI	societario - finanziario	SN	sovranaZIONALE
IN	societario - assicurativo	SF	finanza strutturata
CO	societario - non finanziario	CB	obbligazioni garantite
SV	sovrano		non registrato
SS	subsovrano		
PE	enti pubblici		

Tabella 2: Calcolo della quota di mercato in base al fatturato del 2014 generato a livello di gruppo da attività di rating del credito e servizi ausiliari nell'UE

Agenzie di rating del credito registrate	Quota di mercato
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	0,79%
ARC Ratings, S.A.	0,02%
ASSEKURATA Assekuranz Ratings-Agentur GmbH	0,21%
Axesor S.A.	0,61%
BCRA-Credit Rating Agency AD	0,02%
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd.	0,12%
CERVED Group S.p.A.	1,20%
Creditreform Rating AG	0,50%
CRIF S.p.A.	0,33%
Dagong Europe Credit Rating Srl	0,02%
DBRS Ratings Limited	1,47%
Euler Hermes Rating GmbH	0,20%
European Rating Agency, a.s.	0,00%
EuroRating Sp. Zo.o.	0,00%
Feri EuroRating Services AG	0,64%
Fitch Group ²⁹	16,80%
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	0,32%
ICAP Group SA	0,55%
INC Rating Sp. Zo.o. ³⁰	0,00%
ModeFinance S.A. ³¹	0,00%
Moody's Group ³²	34,67%
Rating-Agentur Expert RA GmbH ³³	0,00%
Scope Credit Rating GmbH	0,14%
Spread Research SAS	0,11%
Standard & Poor's Group ³⁴	40,42%
The Economist Intelligence Unit Ltd.	0,87%
Totale	100%

Fonte: ESMA

La struttura oligopolistica e altamente concentrata del settore delle agenzie di rating del credito - sia in generale sia a livello di singole categorie di prodotto - fa presumere che le maggiori agenzie di rating del credito operanti a livello globale siano, in linea di massima, in grado di esercitare un potere di mercato al fine di innalzare nel tempo i prezzi in modo redditizio al di sopra del livello competitivo o limitare la scelta o la qualità dei servizi forniti.

Ciascuna agenzia di rating del credito opera come una piattaforma che dà accesso a una rete di emittenti e investitori e in cui offerta e domanda sono interdipendenti: gli

²⁹ Fitch France S.A.S; Fitch Deutschland GmbH; Fitch Italia S.p.A.; Fitch Polska S.A.; Fitch Ratings España S.A.U.; Fitch Ratings Limited e Fitch Ratings CIS Limited.

³⁰ Registrata con effetto a decorrere dal 27 ottobre 2015.

³¹ Registrata con effetto a decorrere dal 10 luglio 2015.

³² Moody's Investors Service Cyprus Ltd; Moody's France S.A.S.; Moody's Deutschland GmbH; Moody's Italia S.r.l.; Moody's Investors Service España S.A.; Moody's Investors Service Ltd; e Moody's Investors Services EMEA Ltd.

³³ Registrata con effetto a decorrere dal 1° dicembre 2015.

³⁴ Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.; Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.; e Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited.

emittenti preferiscono affidarsi alle agenzie di rating del credito riconosciute dal maggior numero di investitori interessati e gli investitori desiderano ricorrere alle agenzie di rating del credito che possono offrire la massima copertura degli emittenti e strumenti cui sono interessati.

Nonostante le modifiche apportate nel 2013 al regolamento sulle agenzie di rating del credito, si è osservato un lieve aumento della concentrazione sul mercato globale delle agenzie di rating del credito, calcolato sulla base delle entrate derivanti unicamente dalle attività di rating. Le quote di mercato misurate sulla base del fatturato totale (redditi generati da attività di rating e servizi ausiliari) mostrano livelli di concentrazione più bassi rispetto a quelle misurate sulla base delle entrate derivanti unicamente dalle attività di rating del credito. Tuttavia, il calcolo delle quote di mercato sulla base del fatturato totale è reso più complesso dalla mancanza di una definizione e di un trattamento universali dei "servizi ausiliari". Questo potrebbe indicare che i servizi ausiliari costituiscono un'importante attività per le agenzie di rating minori, mentre le agenzie più grandi fanno maggiore affidamento alle entrate derivanti dai rating. Inoltre, per quanto riguarda il tipo di rating, la concentrazione è aumentata per le obbligazioni societarie (il mercato maggiormente concentrato) mentre è diminuita per i rating sovrani e gli strumenti finanziari strutturati.

La maggior parte degli emittenti tende ad affidarsi non a più agenzie di rating, bensì a una o due agenzie e la loro scelta è in gran parte determinata dalla credibilità di cui esse godono presso investitori, autorità di regolamentazione e banche centrali³⁵. Inoltre, sembra che le agenzie di rating del credito che offrono una copertura globale siano di gran lunga preferite, a dimostrazione del fatto che le attività di rating del credito sono, per natura, fortemente basate sulla reputazione. Presumibilmente la scelta delle agenzie di rating del credito dipende quindi molto dal buon nome che queste si sono guadagnate.

Un mercato altamente concentrato costituisce un rischio per la stabilità finanziaria se le agenzie di rating del credito osservano ciascuna il comportamento dell'altra e reagiscono inviando pareri simili sul merito di credito degli emittenti, come dimostrato durante l'ultima crisi finanziaria e del debito sovrano.

Ostacoli all'accesso al mercato

L'accesso al mercato può essere inibito dalla presenza di ostacoli regolamentari e connessi al mercato.

Sugli ostacoli regolamentari, la European Association of Credit Rating Agencies (associazione europea di agenzie di rating del credito - EACRA), ha espresso preoccupazione per l'esclusione della maggior parte delle agenzie di rating del credito registrate dall'elenco delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito (ECAI) nell'ambito del quadro di riferimento dell'Eurosistema per la valutazione della qualità creditizia (ECAF) ai fini dell'accettazione delle garanzie reali, in quanto ciò potrebbe

³⁵ Ad esempio, da quando la BCE ha deciso di includerla nell'elenco delle ECAI nell'ambito dell'ECAF, la DBRS ha iniziato a beneficiare di un migliore accesso al mercato.

soffocare la concorrenza³⁶. Le ECAI devono invero rispettare vari criteri operativi e fornire un'adeguata copertura: devono in particolare soddisfare i requisiti minimi di copertura previsti dall'Eurosistema in termini di attività, emittenti e volume valutati, differenziati per le varie classi di attività ammissibili e i paesi della zona euro. Ne consegue che solo le agenzie di rating del credito che rivestono un'importanza sistemica per il sistema finanziario, ossia S&P, Moody's, Fitch e DBRS, sono attualmente riconosciute come ECAI dalla BCE, il che rischia di limitare la concorrenza sul mercato dei rating. Come osservato dall'ESMA nel suo parere tecnico, il rating del credito resta un fattore all'interno dei quadri di valutazione delle garanzie reali di alcune banche centrali dell'UE che può avere pesanti ricadute sulle procedure di valutazione interna degli operatori del mercato finanziario. Un modo per superare questa barriera all'ingresso nel mercato potrebbe essere quello di ridurre l'affidamento ai rating nell'ambito dell'ECAF della BCE.

Inoltre, alcune delle affermazioni contenute nell'invito a presentare contributi³⁷ fanno riferimento ai costi di conformità quale ulteriore ostacolo all'accesso di nuovi operatori, specie le agenzie di rating del credito minori. Le società devono dimostrare di soddisfare i requisiti del regolamento sulle agenzie di rating del credito per essere registrate come tali. Nonostante le esenzioni da taluni obblighi concesse alle agenzie di rating più piccole, le parti interessate del settore ritengono che i requisiti regolamentari favoriscano le agenzie di rating dominanti poiché il rispetto dei requisiti di conformità³⁸ è estremamente costoso per le piccole agenzie di rating del credito. Inoltre, laddove esistano soglie al di sopra delle quali si applicano ulteriori disposizioni regolamentari, queste sono considerate potenziali ostacoli all'espansione delle piccole agenzie di rating del credito (in particolare nel contesto delle obbligazioni societarie ma anche degli strumenti finanziari strutturati). Nel complesso occorre trovare un equilibrio tra la proporzionalità delle norme applicabili alle agenzie di rating minori e la necessità di garantire la qualità e la trasparenza dei rating da esse prodotti.

La recente adozione, da parte della Commissione, delle norme tecniche di attuazione sulla classificazione delle ECAI³⁹, a seguito del parere tecnico delle autorità europee

³⁶ Documento di sintesi dell'EACRA relativo ai criteri della BCE per l'accettazione delle agenzie di rating del credito come fonti ECAI ai fini dell'ECAF, 26 febbraio 2016.

³⁷ Il documento di consultazione e i risultati dell'invito a presentare contributi sono disponibili all'indirizzo http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/index_en.htm.

³⁸ Ad esempio, prevedere un comitato di revisione indipendente composto da dipendenti a tempo pieno, un responsabile per la funzione di controllo della conformità a tempo pieno, obblighi di comunicazione e di informazione, l'obbligo di informare le entità valutate prima dell'emissione formale dei rating.

³⁹ Regolamento di esecuzione (UE) della Commissione che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda l'associazione tra le valutazioni del merito di credito delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito e le classi di merito di credito per il rischio di credito in conformità all'articolo 136, paragrafi 1 e 3, del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio; regolamento di esecuzione (UE) della Commissione che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda l'associazione tra le valutazioni del merito di credito delle agenzie esterne di valutazione del merito di credito e una scala obiettiva di classi di merito di credito ai sensi della direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e regolamento di esecuzione (UE) della Commissione che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda l'associazione tra le valutazioni del merito di credito delle

di vigilanza (AEV), consentirà infine alle banche e agli assicuratori europei di ricorrere alle agenzie di rating più piccole nei quadri di regolamentazione patrimoniale. Tale classificazione potrebbe creare future opportunità di ricorso alle agenzie di rating più piccole e incentivare lo sviluppo del mercato.

Sugli ostacoli connessi alle dinamiche di mercato, l'ostacolo principale all'ingresso di nuovi operatori - al di là di una domanda di nuove agenzie di rating del credito che sembra insufficiente - è la natura fortemente reputazionale del mercato dei rating del credito. Di conseguenza, i nuovi operatori, la cui reputazione presso gli investitori è solitamente tutta, o quasi, da guadagnare, hanno difficoltà a compensare la mancanza di riscontri storici e l'insufficiente copertura geografica. Inoltre, i nuovi operatori devono acquisire una clientela per superare gli "effetti di rete" del settore che avvantaggiano le agenzie di rating più grandi a scapito di quelle piccole, dal momento che i rating delle agenzie maggiori facilitano l'accesso al mercato dei prodotti valutati.

Provvigioni

Le modifiche apportate nel 2013 al regolamento sulle agenzie di rating del credito hanno introdotto una disposizione che prevede che le provvigioni addebitate ai clienti delle agenzie di rating per la prestazione delle attività di rating del credito e dei servizi ausiliari non siano discriminatorie e si basino sui costi effettivi.

In risposta all'invito a presentare contributi, alcuni assicuratori hanno sostenuto che le agenzie di rating sembrano imporre agli operatori del mercato costi aggiuntivi (superiori fino all'80%) per l'utilizzo delle informazioni pertinenti ai rating nelle loro relazioni alle autorità nazionali competenti, determinando un aumento dei costi di attuazione di "Solvibilità II" (secondo quanto riferisce l'Association of Mutual Insurers and Insurance Cooperatives in Europe, associazione europea di mutue e cooperative di assicurazione).

A norma del regolamento sulle agenzie di rating del credito, l'ESMA ha il potere di vigilare sulle agenzie di rating per garantire che le provvigioni addebitate ai clienti non siano discriminatorie e si basino sui costi effettivi. La Commissione invita l'ESMA ad assicurare che le provvigioni addebitate agli assicuratori rispettino rigorosamente il regolamento sulle agenzie di rating del credito.

Sviluppi attesi sul mercato delle agenzie di rating del credito

Nei prossimi anni saranno introdotte varie misure volte ad accrescere la concorrenza sul mercato delle agenzie di rating del credito, segnatamente la creazione della piattaforma europea di rating, così da aumentare la visibilità dei rating del credito emessi dalle agenzie di rating più piccole e da migliorare la comparabilità dei rating dello stesso strumento prodotti da agenzie di rating del credito diverse. I mapping dei rating del credito esterni, adottati di recente nel quadro di CRR e Solvibilità II, sono anch'essi intesi ad assicurare un equo trattamento dei rating emessi da tutte le agenzie

agenzie esterne di valutazione del merito di credito per le cartolarizzazioni e le classi di merito di credito conformemente al regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio.

di rating del credito, indipendentemente dalle loro dimensioni, consentendo nel contempo alle autorità di vigilanza prudenziale di garantire che le agenzie di rating del credito di importanza sistemica siano soggette a efficaci misure di salvaguardia.

2. Impatto e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di concorrenza

L'obiettivo generale perseguito nel 2013 con le modifiche apportate al regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di concorrenza era quello di accrescere la concorrenza tra agenzie di rating del credito e incoraggiare il ricorso alle agenzie di rating più piccole. In particolare, queste modifiche hanno introdotto l'obbligo del doppio rating degli strumenti finanziari strutturati (**articolo 8 quater**), l'incentivo a incaricare almeno una piccola agenzia di rating del credito in caso di doppio rating (**articolo 8 quinquies**), comunicazioni generali e periodiche (**articolo 11, paragrafo 2**) e la creazione di una piattaforma europea di rating (**articolo 11 bis**).

Articolo 8 quater

A norma dell'articolo 8 quater, gli emittenti sono tenuti a sollecitare un doppio rating del credito per gli strumenti finanziari strutturati al fine di garantire un secondo rating indipendente.

Questa disposizione potrebbe avere un impatto sul mercato soltanto se il secondo rating è pubblicato o noto agli investitori; in tal caso, gli investitori e gli emittenti sarebbero in grado di raffrontare i rating di uno stesso strumento finanziario e ciò determinerebbe, di conseguenza, un aumento dei costi sostenuti dalle agenzie di rating in termini di reputazione poiché grandi differenze tra i rating di agenzie diverse potrebbero fra sorgere dubbi circa la qualità dei rating stessi.

Inoltre, se gli investitori sono consapevoli del fatto che gli emittenti sono tenuti a ottenere un secondo rating, potrebbero in tal caso richiederne la pubblicazione, benché non esista alcuna disposizione giuridica che lo prescriva. Strumenti finanziari di cui non venga comunicato il secondo rating potrebbero pertanto essere considerati di qualità inferiore.

Nel complesso il numero di agenzie di rating del credito che valutano gli strumenti finanziari strutturati è aumentato, il che significa che gli emittenti sollecitano di fatto rating supplementari non solo alle grandi agenzie di rating, che hanno già valutato gli strumenti finanziari strutturati, ma anche a piccole agenzie di rating. Questa misura sembra essere pertanto vantaggiosa per il segmento del mercato della finanza strutturata.

Articolo 8 quinquies

A norma dell'articolo 8 quinquies, se l'emittente o un terzo collegato intendono incaricare almeno due agenzie per il rating relativo a un'emissione o entità, essi devono considerare di incaricare almeno un'agenzia di rating che detenga una quota di mercato non superiore al 10% e che possa essere giudicata, dall'emittente o dal terzo collegato, in grado di valutare l'emissione o l'entità di cui trattasi e purché una di queste agenzie di rating più piccole sia disponibile per emettere un rating. Inoltre, qualora l'emittente o un terzo collegato non intendano incaricare almeno un'agenzia di rating del credito più piccola, tale circostanza deve essere documentata.

Questa misura non è ancora pienamente attuata ed applicata a livello nazionale. Di conseguenza, non è ancora possibile valutare l'impatto dell'articolo 8 quinquies. Inoltre, non è ancora possibile conoscere il numero di entità e strumenti oggetto di più rating attraverso la banca dati CEREP⁴⁰ (ma la piattaforma europea di rating consentirà agli investitori di sapere quali agenzie di rating hanno emesso un rating del credito su una particolare entità o un particolare strumento).

Le piccole agenzie di rating potrebbero non avere un'esperienza e una reputazione sufficienti da consentire agli emittenti di sceglierle per il secondo rating (e tale secondo rating non è obbligatorio a meno che l'emissione non sia uno strumento finanziario strutturato). L'impatto sarà diverso secondo che gli emittenti scelgano di sollecitare il secondo rating a un'agenzia di rating più piccola o scelgano di spiegare il motivo per cui non lo fanno.

Inoltre, gli emittenti potrebbero non essere incentivati a cambiare agenzia di rating del credito secondo il principio "conformità o spiegazione" in quanto l'articolo 8 quinquies non è obbligatorio. Per rendere questa disposizione più efficace, l'ESMA ha approvato il mandato di una task force temporanea sulle informazioni da documentare e comunicare al momento di considerare di incaricare più agenzie di rating del credito al fine di assistere le autorità settoriali competenti nell'assolvimento delle responsabilità di vigilanza loro assegnate a norma degli articoli 8 quinquies e 8 quater del regolamento sulle agenzie di rating del credito⁴¹.

Infine, il ricorso al calcolo della quota di mercato disposto dall'articolo, come pure l'efficacia di tale calcolo, hanno sollevato perplessità, trattandosi di un calcolo basato non solo sulle entrate derivanti da attività di rating del credito ma anche sui redditi generati da servizi ausiliari. Tale calcolo può anche essere fuorviante in quanto manca una chiara definizione dei servizi ausiliari. Invero, le piccole agenzie di rating e i nuovi operatori hanno evidenziato una mancanza di conoscenza riguardo all'attuazione di tale articolo e hanno chiesto che siano elaborati orientamenti a livello di UE o di Stati membri.

Articolo 11, paragrafo 2

A norma dell'articolo 11, paragrafo 2, le agenzie di rating del credito sono tenute a comunicare informazioni sui rating del credito emessi, compresi i rating non sollecitati, al registro centrale dell'ESMA (la banca dati CEREP). Tali informazioni sono intese a consentire agli investitori di raffrontare i dati tra le agenzie di rating del credito e di valutare i risultati dei rating emessi da una singola agenzia.

L'articolo 11, paragrafo 2, potrebbe andare a vantaggio più degli investitori che applicano tecniche sofisticate che non di quelli che si basano sulla fiducia in quanto,

⁴⁰ La banca dati CEREP raccoglie dati sui rating del credito emessi da agenzie di rating registrate o certificate e sui rating del credito avallati dalle agenzie di rating registrate, come pure sui rating del credito emessi in un paese terzo da agenzie di rating non certificate o registrate nell'UE ma appartenenti allo stesso gruppo. Alcune delle informazioni contenute nella banca dati CEREP sono a disposizione del pubblico attraverso il sito web dell'ESMA.

⁴¹ Si vedano anche la sezione riservata alle domande, gli orientamenti e altri strumenti dell'ESMA, come pure un modello comune di comunicazione e relative istruzioni.

anche se tutte le informazioni sono accessibili al pubblico, il raffronto dei risultati tra le agenzie di rating richiede comunque tempo e competenze.

La pubblicazione di queste informazioni può accrescere la visibilità delle piccole agenzie di rating del credito e aiutarle a superare la barriera all'ingresso rappresentata dalla reputazione.

Articolo 11 bis

A norma dell'articolo 11 bis, il CEREP sarà incorporato nella piattaforma europea di rating, sito web gestito dall'ESMA in cui saranno pubblicati tutti i rating del credito disponibili emessi dalle agenzie di rating del credito registrate o certificate.

La piattaforma europea di rating è stata creata per aumentare la quantità di informazioni accessibili agli investitori e dare visibilità alle agenzie di rating del credito più piccole, in quanto la pubblicazione di tutti i rating su un sito web potrebbe accrescere la consapevolezza e la fiducia degli investitori nei confronti delle piccole agenzie di rating. Tuttavia, il ricorso a metodologie diverse tra agenzie di rating del credito non semplifica i raffronti tra i rating.

Va altresì osservato che i rating basati sul modello "investor paid", che sono esclusivamente prodotti e comunicati agli investitori dietro il pagamento di una commissione, sono esclusi dalla piattaforma europea di rating per non compromettere siffatti modelli di business.

La piattaforma europea di rating non è ancora diventata pienamente operativa ed è pertanto prematuro valutarne l'impatto sulla concorrenza. Poiché visibilità e reputazione sono molto importanti nel settore del rating, gli effetti di questa disposizione sulla concorrenza andrebbero ulteriormente monitorati una volta che la piattaforma sarà pienamente attuata.

3. Valutazione globale

Da quanto emerge, le piccole agenzie di rating e i nuovi operatori non stanno ancora emettendo un numero significativo di rating del credito in tutte le classi di attività e sembra esservi poca concorrenza tra le agenzie di rating del credito, tenuto conto dei frequenti aumenti tariffari e delle elevate provvigioni applicate dalle agenzie di rating del credito più grandi.

Tuttavia, va anche osservato che quello dei rating del credito è un mercato particolare fondato principalmente sulla reputazione acquisita presso investitori ed emittenti. Data la natura fortemente reputazionale del mercato, le misure che obbligano a scegliere agenzie di rating del credito oltre a quelle di scelta degli emittenti e apprezzate dagli investitori possono portare a conseguenze indesiderate e, nel contempo, essere poco efficaci nel promuovere nuovi ingressi nel mercato.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito ha creato un quadro favorevole al miglioramento della concorrenza nel settore delle agenzie di rating.

Nel complesso, l'articolo 8 quater, in combinato disposto con l'articolo 8 quinquies, l'articolo 11, paragrafo 2, e l'articolo 11 bis, potrebbe condurre a un incremento della

domanda di rating di strumenti finanziari strutturati da parte delle piccole agenzie di rating. Inoltre, l'attuazione degli articoli 11 bis e 11, paragrafo 2, secondo cui le informazioni pertinenti al secondo rating sono rese pubblicamente accessibili, potrebbe favorire l'impatto dell'articolo 8 quater, che mette gli investitori nelle condizioni di esercitare maggiore pressione sulle agenzie di rating del credito affinché competano sulla qualità.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito ha dato anche maggiore visibilità alle agenzie di rating che operano nell'UE, ad esempio attraverso la registrazione presso l'ESMA e la comunicazione al pubblico delle informazioni sui rating del credito emessi. Il maggior numero di misure sulla trasparenza ha inoltre creato consapevolezza in merito all'esistenza delle piccole agenzie di rating del credito. Infine, l'emissione - e la pubblicazione - dei rating non sollecitati sembra essere uno strumento efficace per aumentare la visibilità delle piccole agenzie di rating e consentire loro di costruirsi una reputazione.

In conclusione, sebbene alcune misure siano in procinto di essere attuate, la Commissione non si attende a un rapido cambiamento nel settore oligopolistico del rating. Tuttavia, l'analisi e il parere tecnico dell'ESMA indicano che occorre più tempo per poter valutare pienamente l'impatto delle misure introdotte di recente dal regolamento sulle agenzie di rating del credito per quanto riguarda la concorrenza sul mercato delle agenzie di rating.

III. Impatto e valutazione delle disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di governance

Considerando che attualmente il mercato del rating del credito è ancora dominato da tre grandi agenzie e che le nuove agenzie devono affrontare vari ostacoli per accedere al mercato, è della massima importanza garantire la buona condotta delle agenzie di rating del credito, in particolare di quelle storiche, come pure l'alta qualità dei rating. Questo obiettivo può essere conseguito solo mediante adeguati vincoli normativi che infine apporteranno benefici anche alla produzione di rating di alta qualità e perciò alla stabilità dei mercati.

Tra le altre cose, la recente crisi finanziaria ha messo in rilievo le problematiche riguardanti la qualità e l'indipendenza dei rating del credito. In particolare sussistevano preoccupazioni riguardo a possibili conflitti di interessi tra emittenti e agenzie di rating del credito dovute al modello di remunerazione "issuer pays" e ai rapporti forti e di lunga durata con gli emittenti. Oltre a ciò, si registravano preoccupazioni in merito all'indipendenza delle agenzie di rating del credito nel fornire un rating a strumenti emessi da loro azionisti come pure in merito all'indipendenza e alle qualifiche degli analisti di rating. In seguito alla crisi finanziaria, inoltre, occorreva rafforzare la trasparenza dei prodotti finanziari strutturati, al fine di consentire agli investitori di svolgere una propria valutazione del merito di credito di questi prodotti complessi. Per affrontare tali questioni, nell'ultima revisione del regolamento sulle agenzie di rating del credito sono state introdotte varie disposizioni in materia di conflitto di interessi (1), strumenti finanziari strutturati (2) e modelli di remunerazione (3). La presente sezione intende esaminare se tali disposizioni sono efficaci o se sono necessari ulteriori miglioramenti.

1. Conflitto di interessi

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede varie disposizioni che trattano la prevenzione e la gestione di situazioni di conflitto di interessi. L'obiettivo generale è quello di assicurare l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e conseguentemente la qualità dei loro rating come pure di rafforzare la fiducia degli investitori nel funzionamento generale dei mercati finanziari.

L'introduzione nel regolamento di amministratori indipendenti senza incarichi esecutivi ha costituito un fattore fondamentale nel garantire l'efficacia dei sistemi di controllo interno e l'individuazione dei conflitti di interesse. Nel nominare le persone che svolgeranno tale funzione, è molto importante garantire standard minimi di conoscenze e buona reputazione. L'ESMA ha manifestato l'intenzione di essere maggiormente proattiva a tale riguardo al fine di garantire una governance di alto livello in maniera uniforme in tutte le agenzie di rating del credito.

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito stabilisce norme e procedure interne per gli analisti e le altre persone coinvolte nella procedura di rating del credito al fine di individuare e gestire gli eventuali conflitti di interessi che potrebbero emergere nel corso della procedura di rating. Tali disposizioni sono integrate dai requisiti dettagliati contenuti nell'allegato I del regolamento. Le norme in materia di esenzione per le piccole agenzie di rating del credito contribuiscono ad assicurare un impatto proporzionato del regolamento sulle agenzie di rating del credito di diverse dimensioni.

La pressione degli azionisti sulle agenzie di rating del credito è potenzialmente in grado di comprometterne l'indipendenza, nei casi in cui un'agenzia di rating del credito valuta i propri azionisti o strumenti finanziari emessi dagli azionisti. Questo aspetto è attenuato da disposizioni che limitano la partecipazione azionaria, assicurando l'indipendenza delle agenzie di rating del credito e la qualità dei loro rating. L'applicazione pratica di tali disposizioni, tuttavia, resta poco chiara in quanto attualmente a livello europeo non vi è una definizione comune del termine "azionista".

Il regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede una serie di requisiti in materia di conoscenze, competenze e condotta degli analisti di rating e degli altri dipendenti delle agenzie di rating del credito coinvolti nella procedura di rating. Istituito un meccanismo di rotazione graduale di tale personale è possibile garantire l'indipendenza dei rating. D'altro canto la rotazione del personale potrebbe causare un aumento dei costi di trasferimento di un analista a un altro portafoglio.

Gli attuali lavori dell'ESMA su orientamenti in materia di validazione e revisione delle metodologie delle agenzie di rating del credito⁴² potrebbero fornire ulteriori precisazioni in merito alle procedure interne in materia di conformità e di rischio di un'agenzia di rating del credito e quindi una definizione più precisa della nozione di

⁴² Si veda il documento di consultazione, disponibile sul sito dell'ESMA: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-consults-validation-and-review-cras%E2%80%99-methodologies-guidelines>.

"metodologia del rating" tenendo conto della definizione del codice IOSCO del 2015⁴³.

L'attuale livello delle sanzioni non appare proporzionato rispetto al fatturato delle agenzie di rating del credito, specialmente di quelle più grandi, e al momento le eventuali ammende che possono essere imposte dall'ESMA non hanno nella pratica un effetto deterrente o dissuasivo⁴⁴: la Commissione intende pertanto riflettere ulteriormente sul regime sanzionatorio del regolamento sulle agenzie di rating del credito, diverso dai regimi ai sensi della legislazione europea più recente.

2. Disposizioni relative ai prodotti finanziari strutturati e loro potenziale estensione ad altri prodotti finanziari

La disposizione del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di rotazione obbligatoria tra un'agenzia di rating del credito e un emittente (articolo 6 ter) è limitata all'emissione di ricartolarizzazioni e integrata da un periodo di incompatibilità di quattro anni al massimo, nel corso del quale a un'agenzia di rating del credito non è consentita l'emissione di rating su ricartolarizzazioni con attività sottostanti provenienti dallo stesso cedente. Un'esenzione attenua eventuali effetti onerosi per le agenzie di rating del credito di piccole dimensioni.

L'articolo 8 ter del regolamento sulle agenzie di rating del credito prevede la creazione da parte dell'ESMA di un sito web inteso a comunicare le informazioni sugli strumenti finanziari strutturati. L'ESMA ha recentemente annunciato che, a causa di una serie di difficoltà riscontrate nei lavori preparatori per la creazione del sito web, è improbabile che esso sarà disponibile per le entità notificanti entro il termine legale fissato al 1° gennaio 2017.

Sia l'articolo 6 ter che l'articolo 8 ter devono ancora essere attuati e applicati nella pratica. In relazione alla disposizione in materia di doppio rating obbligatorio degli strumenti finanziari strutturati di cui all'articolo 8 quater, pare che, per un funzionamento efficace della concorrenza, attualmente non vi sia una scelta sufficiente tra le valutazioni delle diverse classi di attività da parte delle agenzie di rating del credito. Alla luce di quanto precede, la possibilità di estendere ad altri prodotti finanziari il meccanismo di rotazione obbligatoria e le disposizioni in materia di comunicazione di informazioni sugli strumenti finanziari strutturati appare in questa fase prematura, in quanto attualmente mancano dati sufficienti per l'analisi dell'impatto di tali disposizioni sulla pratica del rating del credito. La Commissione continuerà a monitorare gli sviluppi del mercato dal momento in cui diventeranno applicabili le disposizioni pertinenti del regolamento sulle agenzie di rating del credito.

⁴³ Per la relazione finale del 2015 sul codice di condotta IOSCO — Principi basilari per le agenzie di rating del credito, si veda: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD482.pdf>.

⁴⁴ Per fare un paragone, la Commissione per i titoli e gli scambi statunitense (Securities and Exchange Commission - SEC) nel gennaio 2015 ha imposto sanzioni complessive pari a 77 milioni di USD per una serie di violazioni della normativa federale in materia di titoli commesse da Standard & Poor's (<https://www.sec.gov/news/pressrelease/2015-10.html>).

3. Modelli di remunerazione alternativi

Dall'attuazione del regolamento sulle agenzie di rating del credito sono stati ravvisati pochi mutamenti nel settore del rating per quanto riguarda i modelli di remunerazione, in particolare nei rating concernenti le obbligazioni societarie e gli strumenti finanziari strutturati. Il modello di remunerazione dominante e più usato nel mercato delle agenzie di rating è il modello "issuer pays", in cui le agenzie di rating del credito sono pagate dagli emittenti che intendono sollecitare rating del credito per i loro prodotti di investimento.

Altri esempi di modello di remunerazione sono: il modello "skin in the game" (conservazione di una parte del rischio), in cui gli investitori producono rating per progetti che finanziano parzialmente in quanto detengono gli strumenti emessi, o in cui le agenzie di rating del credito sono remunerate mediante gli strumenti valutati, che detengono fino a scadenza⁴⁵, e il modello "platform pays", che introduce un intermediario nel mercato ai fini del finanziamento e della produzione del rating. Il modello di compensazione "pay for performance" prevede che ciascuna agenzia di rating del credito paghi una percentuale fissa dei suoi redditi a un fondo comune, che viene poi versato all'agenzia di rating del credito con le migliori prestazioni: ciò costituisce un incentivo affinché le agenzie di rating del credito migliorino l'accuratezza dei loro rating, ma nel contempo può comportare delle incertezze per quanto riguarda l'efficacia del meccanismo di incentivi. I rating del credito potrebbero altresì essere prodotti da organizzazioni senza scopo di lucro o potrebbero essere finanziati dai governi. Il coinvolgimento dei governi nell'assegnazione delle agenzie di rating del credito agli emittenti potrebbe accrescere il rischio di segmentazione dei mercati su base nazionale e potrebbe altresì innescare conflitti di interessi all'interno del settore, specialmente per quanto concerne l'emissione di rating sovrani e subsovrani.

Come indicato nella valutazione d'impatto del 2011 della Commissione, tutti i possibili modelli di remunerazione possono comportare conflitti di interessi. Il regolamento sulle agenzie di rating del credito, pertanto, non impone l'utilizzo di un particolare modello di remunerazione in quanto fondamentale non è necessario favorirne uno rispetto ad un altro.

Attualmente nella pratica i modelli di remunerazione alternativi sono usati raramente come soluzioni a sé stanti, in quanto le agenzie di rating del credito tendono a ricorrere a modelli ibridi: per alcuni clienti si emettono rating sulla base del modello "issuer pays", per altri ricorrendo al modello "investor pays" o a fronte di una sottoscrizione. L'analisi dell'ESMA conclude che tale flessibilità nella scelta del modello di remunerazione dovrebbe essere mantenuta, di modo da consentire agli operatori del mercato di mantenere la facoltà di scegliere il modello più adatto in relazione alla loro strategia di mercato.

⁴⁵ Il modello si basa sull'assunto che l'entità che produce il rating, che allo stesso tempo è un investitore nei titoli oggetto di valutazione, è chiaramente interessata a produrre un rating accurato.

4. Valutazione globale

Alla luce di quanto precede, le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito in materia di governance sembrano essere prevalentemente di tipo preventivo, apportando nel contempo un importante contributo per garantire l'indipendenza delle agenzie di rating del credito. Sebbene secondo il parere tecnico dell'ESMA alcune disposizioni possano comportare costi di attuazione per le agenzie di rating del credito, in quanto impongono modifiche dei sistemi IT, della formazione, delle procedure legali e di conformità, ci si attende che il recente quadro sulla governance delle agenzie di rating del credito apporti globalmente benefici sul lungo termine.

Per quanto le modifiche possano non essere immediatamente visibili nella pratica del rating del credito, le disposizioni sono efficaci nel fornire alle autorità di regolamentazione gli strumenti necessari per la vigilanza sulle agenzie di rating del credito che non rispettano le disposizioni in materia di governance del regolamento sulle agenzie di rating del credito. Tuttavia il regime sanzionatorio di cui al regolamento sulle agenzie di rating del credito può necessitare di una revisione per garantirne la credibilità e proporzionalità in quanto deterrente.

IV. Opportunità e fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea

A causa di questioni legate alla prociclicità nella pubblicazione dei rating evidenziate dalla recente crisi del debito sovrano nell'UE, nel 2013 il regolamento sulle agenzie di rating del credito è stato modificato, introducendo misure aggiuntive volte ad incrementare la trasparenza dei rating del debito sovrano. L'articolo 8 bis del regolamento sulle agenzie di rating del credito impone ora alle agenzie di rating del credito di rendere noto un calendario annuale in cui devono essere stabilite le date di pubblicazione dei rispettivi rating sui debiti sovrani.

Oltre a ciò, in una relazione del 2015⁴⁶ la Commissione ha analizzato l'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito, considerando se esistono fonti di informazione sufficienti e adeguate per gli investitori, che consentano a questi ultimi di svolgere la propria valutazione del rischio di credito delle obbligazioni sovrane. Nella sua relazione la Commissione è giunta alla conclusione che l'introduzione di tale valutazione europea del merito di credito apporterebbe un esiguo valore aggiunto alle informazioni già esistenti fornite dalle varie fonti del regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica (per esempio le relazioni elaborate nel contesto del semestre europeo). Non vi sarebbe nemmeno un miglioramento per gli investitori istituzionali rispetto alle informazioni ottenute, in quanto essi hanno già a disposizione dati sufficienti grazie a canali pubblici e privati. Inoltre gli investitori che operano nel mercato globale delle obbligazioni sovrane tendono ad affidarsi maggiormente a informazioni fornite da istituzioni internazionali quali il Fondo monetario internazionale (FMI) o la Banca mondiale.

⁴⁶ La relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano, Bruxelles, 23.10.2015 (COM(2015) 515 final), è consultabile al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52015DC0515>.

CONCLUSIONI

I rating del credito esterni continuano a svolgere un ruolo importante in alcune parti del quadro regolamentare dell'UE per il settore finanziario, in particolare per le banche e le società di assicurazione. La Commissione, tuttavia, ritiene che attualmente non vi siano alternative praticabili per sostituire interamente i rating del credito esterni. In tale contesto le autorità di vigilanza dovrebbero continuare a promuovere l'attenuazione della tendenza all'affidamento automatico ai rating del credito, assicurando in tal modo che gli operatori del mercato ricorrano a strumenti alternativi, come quelli di cui alla sezione I.2., a integrazione dei rating del credito esterni. Dal canto suo, la Commissione continuerà a monitorare gli sviluppi del mercato.

Per quanto concerne la concorrenza, la Commissione continuerà altresì a monitorare lo sviluppo del mercato in risposta all'attuazione del regolamento sulle agenzie di rating del credito prima di prendere in considerazione l'adozione di ulteriori misure. Ciò è particolarmente rilevante in quanto alcune disposizioni sono ancora in corso di attuazione e richiedono un certo tempo perché se ne possano valutare i benefici.

La garanzia di un quadro regolamentare proporzionato e che non imponga costi indebiti costituisce un prerequisito per promuovere l'accesso al mercato e una maggiore concorrenza nel mercato delle agenzie di rating del credito. Dando seguito al suo invito a presentare contributi, la Commissione continuerà a monitorare l'applicazione del regolamento per quanto riguarda le agenzie più piccole, con particolare attenzione alla questione della proporzionalità.

Più in generale, la Commissione cercherà di evitare e ridurre ulteriormente gli ostacoli normativi per l'accesso al mercato, come ha fatto recentemente modificando i progetti di norme tecniche di attuazione sul mapping dei rating del credito proposte dalle AEV. La Commissione promuoverà inoltre un'accettazione quanto più ampia possibile delle agenzie di rating del credito minori, anche nel contesto del quadro di riferimento per la valutazione della qualità creditizia (ECAI) del SEBC.

Nonostante questi sforzi volti a stimolare una maggiore concorrenza, i recenti sviluppi indicano che nel prossimo futuro il mercato dei rating del credito potrebbe rimanere un oligopolio altamente concentrato. In tale contesto è essenziale garantire che le agenzie di rating del credito storiche siano soggette a un solido quadro regolamentare sostenuto da un regime sanzionatorio credibile con un livello proporzionato di sanzioni, che possano fungere efficacemente da deterrente. Oltre a ciò, l'efficacia della governance e delle procedure di conformità interne svolge un ruolo particolarmente importante nel garantire la qualità dei rating del credito esterni in un mercato caratterizzato da una ridotta pressione concorrenziale; il regolamento sulle agenzie di rating del credito ha introdotto prescrizioni significative per rafforzare tali meccanismi.

È troppo presto per valutare l'impatto del regolamento sulle agenzie di rating del credito per quanto riguarda gli strumenti finanziari strutturati, in quanto alcune disposizioni pertinenti non sono ancora state applicate nella pratica. In questo

contesto non sembra appropriato al momento pensare a un'estensione delle disposizioni del regolamento ad altri prodotti finanziari.

Per quanto concerne gli obblighi di comunicazione di cui all'articolo 39 ter, paragrafo 2, secondo comma, e tenendo conto della relazione della Commissione del 2015 sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano, la Commissione ritiene che al momento non sia necessaria un'agenzia europea di rating del credito specializzata nel debito sovrano o una fondazione europea di rating del credito per altri rating del credito. Oltre a ciò, è probabile che nella pratica la creazione di tali agenzie comuni apporterebbe una spesa aggiuntiva maggiore di qualsiasi eventuale valore aggiunto per il mercato del rating.

In generale si ritiene che le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito avranno un impatto positivo nel lungo termine sul mercato del rating del credito. Attualmente non esistono prove di potenziali conseguenze negative per le agenzie di rating del credito o per gli emittenti. Poiché non sono ancora state attuate tutte le disposizioni del regolamento sulle agenzie di rating del credito, il mercato del rating del credito deve essere ulteriormente monitorato per una valutazione completa dell'impatto del quadro legislativo.