

# SENATO DELLA REPUBBLICA

XVI LEGISLATURA

Doc. XVIII  
n. 143

## RISOLUZIONE DELLA 6<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE

(Finanze e tesoro)

(Estensore COSTA)

*approvata nella seduta del 6 marzo 2012*

SULLA

**PROPOSTA DI DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO CHE MODIFICA LA DIRETTIVA 2009/65/CE CONCERNENTE IL COORDINAMENTO DELLE DISPOSIZIONI LEGISLATIVE, REGOLAMENTARI ED 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'ECESSIVO AFFIDAMENTO AI *RATING* DEL CREDITO (COM (2011) 746 DEFINITIVO)**

E SULLA

**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 DEFINITIVO)**

*ai sensi dell'articolo 144, commi 1 e 6, del Regolamento*

---

Comunicata alla Presidenza il 12 marzo 2012

---

**INDICE**

|   |             |   |
|---|-------------|---|
| Testo della risoluzione .....                             | <i>Pag.</i> | 3 |
| Parere della 14 <sup>a</sup> Commissione permanente ..... | »           | 8 |

La Commissione, esaminate, ai sensi dell'articolo 144 del Regolamento, la proposta di direttiva COM (2011) 746 definitivo del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2009/65/CE concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed 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, e la proposta di regolamento COM (2011) 747 definitivo del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, sottoposte al parere motivato sulla sussidiarietà;

premessò:

che le proposte in titolo costituiscono un ulteriore intervento in materia di regolazione dell'attività delle agenzie di *rating*, dopo il regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, a sua volta rivisto in concomitanza con l'entrata in vigore del regolamento istitutivo dell'autorità europea per la vigilanza sui mercati finanziari (ESMA);

che la proposta 746, unitamente alla proposta di direttiva n. COM (2011) 453 definitivo, anch'essa in corso di esame, reca disposizioni relative all'eccessivo affidamento ai *rating* esterni in tema di organismi di investimento collettivo e di requisiti patrimoniali delle banche;

che tali proposte si inseriscono nel complesso e articolato progetto di regolamentazione finanziaria dell'Unione europea al fine di stabilizzare i mercati, evitare rischi a carattere sistemico, tutelare i risparmiatori e gli investitori e sostenere comunque l'efficienza e la trasparenza dei mercati finanziari;

considerato inoltre:

che le agenzie di *rating* si sono sviluppate in passato quali soggetti in grado di ridurre le asimmetrie informative dei mercati finanziari globalizzati, ma che in tempi più recenti esse, anche in ragione delle condizioni di monopolio e di stretta connessione con gli emittenti e gli operatori di mercato, hanno assunto un ruolo di attori e non più solo di fornitori di analisi e di valutazioni non accessibili alla generalità degli operatori;

che, in virtù di tale ruolo, la stessa legislazione europea e gli accordi internazionali ne hanno sancito la funzione guida di analisi e valutazioni di rischio di credito e di merito creditizio;

che la trasparenza e l'efficienza dei mercati costituiscono obiettivi che non si conciliano con l'attività di soggetti privati con sede legale esterna all'Unione europea e che operano in regime di sostanziale monopolio;

valutato che la vigente disciplina ha previsto la creazione di un albo sotto il controllo dell'ESMA e che si intende favorire la creazione e l'insediamento nei mercati europei di un numero crescente di agenzie, in grado di far emergere condizioni di concorrenza effettiva nel mercato delle informazioni e delle analisi finanziarie;

sottolineato:

che la Commissione considera positivamente le misure recate dalla proposta di regolamento che trovano corrispondenza nelle risoluzioni (*Doc. XVIII*, n. 48) approvata dalla Commissione medesima in data 28 luglio 2010,

tenuto conto delle considerazioni dell'onorevole Leonardo Domenici, relatore al Parlamento europeo sulla proposta di cui al COM 747, nell'audizione svolta il 22 febbraio presso la Commissione;

valutato che la proposta 747 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,

accertata la conformità ai principi di sussidiarietà e proporzionalità formula le seguenti osservazioni:

1. Appare necessario adottare una definizione giuridica del *credit rating* che sia più vicina e aderente al concetto di «attività di servizio di informazione» – basate su dati oggettivi e analisi motivate –, nello stesso tempo uniformando la disciplina dell'attività delle agenzie, in termini di trasparenza e adeguatezza dei processi di analisi, sia per quanto riguarda il vero e proprio giudizio di merito di credito (*rating*) che per quanto concerne la prospettiva di *rating (outlook)*, in modo da orientare la normativa non tanto sui soggetti che emettono il *rating*, bensì sul rispetto effettivo delle prescrizioni in relazione al servizio offerto.

2. Per quanto concerne il giudizio sul debito sovrano, pur esprimendo condivisione per i contenuti della proposta – *rating* semestrale, reso noto a mercati chiusi, trasparenza sulle risorse umane coinvolte nell'analisi –, la Commissione esprime la convinzione che essi vadano rafforzati, a tutela della stabilità dei mercati e degli stessi Stati sovrani; infatti, la specificità della crisi manifestatasi nel 2011, che ha visto l'estensione dei fattori di squilibrio dal debito dei privati e delle imprese finanziarie a quello dei titoli di Stato e, per tale via, direttamente alla solidità delle banche, impone di valutare con maggiore accuratezza i collegamenti e le relazioni tra i giudizi sulla solvibilità di uno Stato e la libera attività di analisi delle agenzie.

3. Con particolare riferimento ai giudizi sul debito sovrano la Commissione sollecita quindi l'introduzione di un espresso divieto di emissione di *rating* non sollecitati (anche con la predisposizione di eventuali specifiche sanzioni), pur nella consapevolezza che tale misura, pienamente condivisibile per l'area dell'Unione potrebbe avere effetti non certo positivi in riferimento ad altri ordinamenti ed economie, che potrebbero giovare indirettamente dell'impossibilità di organismo esterno a valutarne la solvibilità.

4. Per i motivi citati si sollecita l'introduzione di norme volte a individuare ovvero istituire da parte dell'Unione europea un organismo indipendente incaricato di svolgere la valutazione dei titoli di debito pubblico e quindi dell'affidabilità creditizia dei paesi membri dell'Unione. Con tale proposta, non si intende eludere il tema di maggiore rilievo, e come tale già emerso nel corso del dibattito, della costituzione di un'agenzia di *rating* europea: al di là dei costi di un tale organismo, occorre valutare tutti gli aspetti in campo, non ultimo il non facile equilibrio tra la natura pubblica e l'indipendenza di giudizio, soprattutto in relazione alla solvibilità degli Stati sovrani. La Commissione prende atto che la Commissione europea ha escluso l'istituzione di un'agenzia di *rating* 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». Così come prende atto della posizione espressa sul punto dall'onorevole Domenici.

4.1. Potrebbe, d'altro canto, essere opportuno valutare la possibilità che i *rating* emessi sul debito sovrano debbano, ove difforni dalle analisi delle autorità dell'UE (Commissione, BCE e BEI *in primis*), ma anche del FMI o dell'OCSE, debbano essere ampiamente e analiticamente motivati. Occorre, infatti, 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 cosiddetto *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 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2011. La Commissione europea, inoltre, predispose 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.

4.2. 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, e anche, nella prospettiva della sua istituzione, debbano tenere conto di quanto espresso dall'agenzia europea di *rating*. Eventuali giudizi o prospettive di giudizi difformi da quanto espresso da tali istituzioni dovrebbero essere adeguatamente motivati.

4.3. Contestualmente si invitano il Governo italiano e la Commissione europea a sollecitare l'adozione di analoghe misure nelle sedi internazionali deputate a partire dal prossima riunione dei capi di Stato e di governo (G20) in modo da garantire lo stesso livello informativo anche per gli altri Paesi.

4.4. Conclusivamente, pur tenendo conto di quanto espresso ai punti 4.1, 4.2 e 4.3, la Commissione auspica che la Commissione europea possa nuovamente discutere e rivedere le valutazioni in tema di agenzia europea del *rating*.

5. La Commissione, pur apprezzando le disposizioni recate dalle proposte 746 e 453, ai fini di una riduzione dell'eccessivo affidamento ai *rating* esterni nelle materie ivi indicate, sollecita tuttavia un'ampia e accurata revisione delle norme in vigore, al fine di abrogare tutte le disposizioni che obbligano gli operatori pubblici e privati a operare in maniera automatica in relazione ai giudizi emessi, con particolare riferimento alle scelte di portafoglio degli investitori istituzionali e ai titoli di Stato, fatta salva la facoltà di tali soggetti di operare tali scelte in maniera discrezionale e a tutela dei patrimoni gestiti e investiti. In particolare, si suggerisce di coinvolgere direttamente le autorità europee di vigilanza sui mercati finanziari, creditizi e assicurativi, al fine di emanare istruzioni di vigilanza volte a evitare l'automatico adeguamento delle scelte di investimento ai *rating* emessi.

6. La Commissione ritiene che il punto di maggiore debolezza della vigente disciplina delle agenzie di *rating* consista nella scarsa efficacia di misure di contrasto o attenuazione dei conflitti di interesse in capo alle agenzie stesse. Mentre in prima istanza era sembrato sufficiente obbligare le agenzie a rispettare norme di trasparenza volte a rendere conoscibili sia gli assetti proprietari e che gli incroci azionari, la Commissione esprime il convincimento della necessità e urgenza dell'introduzione di vincoli espressi al possesso azionario. Si sollecita quindi l'introduzione di un divieto di partecipazioni incrociate tra le società di *rating*, che rap-

presentano ad oggi un ulteriore fattore di non concorrenzialità e di opacità decisionale.

7. Inoltre, dato il modello di finanziamento della agenzie, i cui proventi risiedono nelle commissioni pagate dagli emittenti titoli che richiedono il giudizio, è necessario introdurre un divieto assoluto di detenzione da parte delle società di *rating* di azioni di società emittenti o di società che ne hanno il controllo, diretto o indiretto, o partecipazioni rilevanti; lo stesso divieto dovrebbe essere introdotto per gli emittenti rispetto alle azioni delle società di *rating*. In una prospettiva di medio periodo, potrebbe essere opportuno avviare una riflessione sul modello di pagamento, tenendo conto che in ultima analisi i costi dei *rating* potrebbero essere anche distribuiti tra i fruitori delle informazioni, investitori e risparmiatori, e non solo agli emittenti. A tale fine appare opportuno prevedere che l'ESMA elabori proposte innovative sul modello di pagamento, in modo tale da rendere pienamente indipendenti la remunerazione delle agenzie dal soggetto sottoposto al *rating*.

8. In termini di apertura al mercato e ad altri soggetti, la Commissione prende atto con favore dell'introduzione dell'albo, tenuto e controllato dall'ESMA, e tuttavia suggerisce l'introduzione di ulteriori misure finalizzate a attenuare le posizioni di monopolio, anche con previsione, temporanea, di limiti alle quote di mercato detenute dalle maggiori agenzie.

La Commissione inoltre fa proprie integralmente le osservazioni espresse in sede consultiva dalla 14<sup>a</sup> Commissione permanente del Senato sulle proposte in titolo.

La Commissione nel presentare le proposte di modifica dei considerando e dell'articolato con la presente risoluzione invita il Governo a sostenerne i contenuti.

**PARERE DELLA 14<sup>a</sup> COMMISSIONE PERMANENTE**

(POLITICHE DELL'UNIONE EUROPEA)

(Estensori: FONTANA e GERMONTANI)

29 febbraio 2012

La Commissione, esaminati gli atti COM(2011) 746 definitivo e COM(2011) 747 definitivo,

considerato che la proposta 747 apporta modifiche al regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 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'onorevole Leonardo Domenici, relatore al Parlamento europeo sulla proposta di cui al COM 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 motivata dalla Commissione europea affermando che «dalla valutazione d'impatto è emerso che, anche se un'a-



genzia 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 un'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 cosiddetto *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 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 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 de-

gli 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 difforni 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 del 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, posseda direttamente o indirettamente «strumenti finanziari dell'entità valutata o di terzi collegati» (allegato I, sez. B, punto 3, lettera *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 numero 10 della direttiva 2003/125/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (cosiddetto *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 inte-

resse 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, lettera *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.