



REGOLAMENTO EMITTENTI

MODIFICHE ALL'ART. 69-DECIES DEL REGOLAMENTO CONSOB N. 11971/1999 CONCERNENTE LE VALUTAZIONI DEL MERITO DI CREDITO

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

2 febbraio 2007

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 28 febbraio 2007 al seguente indirizzo:

C O N S O B

Divisione Mercati e Consulenza Economica

Via G. B. Martini, n. 3

00198 ROMA

oppure all'indirizzo di posta elettronica: consob@consob.it

* * *

1. Evoluzione normativa

La disciplina legislativa (legge comunitaria 2004) di attuazione della direttiva n. 2003/6/CE in materia di abusi di mercato aveva riformulato il comma 8 dell'art. 114 del TUF introducendo, per i soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni riguardanti strumenti finanziari o gli emittenti di tali strumenti e per i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, l'obbligo della corretta presentazione delle informazioni, accanto a quello già esistente della trasparenza dei conflitti di interesse.

Sulla base di tale formulazione tra i soggetti sottoposti agli obblighi previsti dalle disposizioni in materia di raccomandazioni e valutazioni erano incluse le società di *rating*.

Nel regolamento Consob n. 11971/1999 ("RE"), sulla base di quanto previsto dal citato comma 8 dell'art. 114, erano state introdotte disposizioni relative alla corretta presentazione e trasparenza dei conflitti di interesse nella produzione e nella diffusione di valutazioni del merito di credito. Si consideravano, in particolare, i giudizi sul merito di credito di un emittente strumenti finanziari o di uno strumento finanziario, destinati ai canali di divulgazione o al pubblico, prodotti:

- dalle società di *rating*,

- dai soggetti abilitati e
- dagli altri soggetti che esercitano tale attività in modo professionale.

Tenendo conto degli orientamenti emersi a livello comunitario, favorevoli all'adozione da parte delle agenzie di *rating* di procedure di autoregolamentazione¹, il regolamento Consob, riconoscendo la diversa funzione dei giudizi di *rating* rispetto alle raccomandazioni, aveva dettato una diversa disciplina per le due materie. In particolare, per le valutazioni del merito di credito l'art. 69-*decies*² non prevedeva adempimenti comportamentali ma, rinviando alla citata autoregolamentazione, aveva previsto un'adeguata trasparenza delle misure adottate da parte dei soggetti interessati per presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di conflitti di interessi.

La legge del 28 dicembre 2005, n. 262 (art. 14, comma 1) ha successivamente modificato l'art. 114, comma 8 prevedendo che: *“I soggetti che producono o diffondono ricerche o valutazioni, con l'esclusione delle società di rating, riguardanti gli strumenti finanziari indicati all'articolo 180, comma 1, lettera a), o gli emittenti di tali strumenti, nonché i soggetti che producono o diffondono altre informazioni che raccomandano o propongono strategie di investimento destinate ai canali di divulgazione o al pubblico, devono presentare l'informazione in modo corretto e comunicare l'esistenza di ogni loro interesse o conflitto di interessi riguardo agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce.”*.

Escludendo in modo esplicito le società di *rating*, la disciplina in esame resta pertanto applicabile solamente alle altre due categorie di operatori, ossia i soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito.

2. Considerazioni sulle modifiche al RE conseguenti all'esclusione delle società di *rating* dalla disciplina delle ricerche e valutazioni

Come già rilevato, le disposizioni dell'art. 114, commi 8 e 9³ del TUF comportano la necessità di prevedere una normativa secondaria applicabile alle valutazioni del merito di credito prodotte o diffuse da soggetti diversi dalle società di *rating*.

L'esclusione delle società di *rating* peraltro, da un lato, consente di rivalutare complessivamente la portata della disciplina in termini di natura degli adempimenti e di efficacia dell'azione di

¹ Cfr. Il *Technical advice* del CESR del 30 marzo 2005 favorevole all'adozione da parte delle agenzie di *rating* di una autoregolamentazione basata sul codice di condotta Iosco.

² “Art. 69-*decies* (Corretta presentazione delle valutazioni del merito di credito e comunicazione al pubblico di interessi o di conflitti di interesse) **1.** Le società di *rating*, i soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito informano il pubblico delle misure adottate al fine di presentare l'informazione in modo corretto e di comunicare l'esistenza di ogni interesse o conflitto di interesse riguardo ai soggetti o agli strumenti finanziari cui l'informazione si riferisce, specificando, altresì, se e in quale forma tali misure sono aderenti a quelle emanate dalla International Organization of Securities Commissions in materia di Credit Rating Agencies. **2.** Le informazioni indicate al comma 1 sono rese disponibili su apposito sito internet, che consenta direttamente e facilmente la consultazione delle stesse da parte del pubblico, ovvero mediante altra fonte dove le predette informazioni possono essere consultate con modalità equivalenti. Le valutazioni del merito di credito contengono un rinvio chiaro e visibile al luogo in cui tali informazioni sono disponibili. **3.** Le informazioni indicate al comma 1 e le loro eventuali modifiche sono tempestivamente comunicate alla Consob.”.

³ L'art. 114, comma 9, del TUF prevede che: “La Consob stabilisce con regolamento: a) disposizioni di attuazione del comma 8;”.

enforcement della Consob e, dall'altro, fa venir meno l'esigenza di mantenere a livello regolamentare due discipline parallele, una per le raccomandazioni e una, basata sull'autoregolamentazione, per le valutazioni del merito di credito.

L'art. 114, comma 8 novellato pone inoltre la necessità di individuare i soggetti ("società di *rating*"), per i quali non trova applicazione la disciplina in esame. In proposito, in assenza di una definizione fornita dalla legge è possibile fare riferimento ai criteri definiti nella prassi internazionale e alle norme esistenti.

In particolare, un importante riferimento, ai fini della definizione di società di *rating*, può essere costituito dalla presenza dei requisiti stabiliti da Banca d'Italia, in attuazione della Direttiva sui requisiti di capitale delle banche, nella Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006⁴. Tali requisiti, previsti ai fini del riconoscimento delle "agenzie esterne di valutazione del merito di credito" (cd. ECAI), riguardano l'oggettività, l'indipendenza, la verifica periodica dei giudizi, la reputazione sul mercato, la trasparenza della metodologia e dei giudizi. La Banca d'Italia inoltre, nell'ambito della valutazione dei requisiti, tiene conto dell'eventuale adozione, da parte dell'agenzia di *rating*, di "un codice di condotta in linea con le migliori prassi a livello internazionale".

Ai fini della emananda nuova disciplina, occorre poi considerare che:

- i soggetti che producono valutazioni del merito di credito - oltre alle agenzie di *rating* ora escluse dall'ambito di applicazione della disciplina - sono per lo più intermediari autorizzati già tenuti al rispetto della disciplina in materia di raccomandazioni, che hanno già predisposto procedure e presidi volti ad adempiere a tali previsioni;
- l'area degli altri soggetti, diversi da quelli indicati al punto precedente, presenta forti elementi di omogeneità con quella degli analisti indipendenti che producono ricerche sugli strumenti finanziari, che ricadono ugualmente sotto la disciplina delle raccomandazioni;
- è stata già maturata una notevole esperienza nella valutazione dei comportamenti dei soggetti che producono raccomandazioni; le attività di *enforcement* risulterebbero facilitate se, sia per le raccomandazioni che per i giudizi del merito di credito, vi fosse la possibilità di verificare omogenei adempimenti regolamentari (quali le norme di trasparenza dei conflitti di interesse e di correttezza di elaborazione delle informazioni oggi previste per le raccomandazioni) anche se tali regole dovessero trovare applicazione differenziata nelle due citate aree (ad es. tutte le medesime norme in merito ai conflitti di interesse e soltanto talune in materia di correttezza).

Gli elementi di cui sopra inducono quindi a ritenere non opportuno mantenere per le due citate categorie di operatori il rinvio contenuto nell'art. 69-*decies* alle norme di autoregolamentazione proprie delle agenzie di *rating*, quali il codice di condotta dello Iosco. Sembra, invece, che risponda a criteri di sistematicità delle norme regolamentari, per quanto riguarda gli adempimenti dei soggetti vigilati, e di economicità, per quanto riguarda l'aspetto dell'*enforcement* della Consob, richiamare per questi soggetti le norme regolamentari dettate per le raccomandazioni, nei limiti di compatibilità, tenuto conto delle differenze esistenti tra le due tipologie di informazione finanziaria.

Alla luce delle precedenti considerazioni l'art. 69-*decies* dovrebbe quindi essere riformulato nel senso di richiamare l'applicazione di quelle norme relative alla corretta presentazione dell'informazione e all'indicazione dei conflitti di interesse già previsti per le raccomandazioni

⁴ Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche, Titolo II, Capitolo 1, Parte prima, Sezione VIII, "Agenzie esterne di valutazione del merito di credito", pp. 32-43.

che risultano applicabili alle valutazioni del merito di credito. In questo senso l'art. 69-*decies* potrebbe essere così formulato:

**“ Sezione III
Valutazioni del merito di credito**

Art. 69-*decies*
(*Disposizioni applicabili*)

I soggetti abilitati e gli altri soggetti che professionalmente producono o diffondono valutazioni del merito di credito, escluse le agenzie di rating, osservano, nello svolgimento di tale attività, le prescrizioni contenute negli articoli 69, 69-*bis*, 69-*ter*, lettere *a*), *b*), *d*), *e*) e *f*), 69-*quater*, 69-*quinquies*, commi 1, 2, lettera *a*), e 3, 69-*sexies* e 69-*septies* del presente regolamento”.

In relazione alla esclusione delle società di *rating* dall'ambito di applicazione della disciplina contenuta nell'art. 69-*decies*, si rende poi necessario eliminare anche negli articoli 104 e 113 del RE il riferimento a dette società.