

28 gennaio 2013

## Il rating sovrano

di Guido Sirianni

Professore associato di Diritto pubblico - Università degli Studi di Perugia

**Abstract** Nel corso della crisi dell'eurozona le agenzie di rating sono state accusate di esercitare attraverso i loro giudizi sui titoli del debito sovrano un potere opaco, capace di turbare gli equilibri finanziari e monetari e di condizionare l'agenda politica degli stati e delle organizzazioni internazionali. Questo contributo, dopo aver ricostruito le origini, le finalità e le metodologie del rating sovrano, soffermandosi sulla affidabilità di tali giudizi e sul loro impatto sull'andamento dei mercati, esamina criticamente le proposte di nuove regolamentazioni pubbliche formulate a livello internazionale e comunitario al fine di ridurre il peso delle agenzie sul funzionamento dei mercati e di accrescere la trasparenza del rating sovrano. Throughout the crises of the Eurozone the credit rating agencies have been accused of exercising by their sovereign ratings a opaque and irresponsible power, able to shake the financial and monetary balances and to condition the political agenda of states and international organizations. The present contribution will first reconstruct the origins, the goals and the methodologies of the sovereign rating, questioning his reliability and impact on the market trend and spreads; secondly, it will examine critically the proposals for new public regulations formulated in international and EU context with the aim of reducing the influence of the agencies above the functioning of the markets and improve the sovereign rating's transparency .

**Sommario** 1. Le agenzie di rating, tra crisi dei derivati e crisi valutaria – 2. I downgrading dei debiti sovrani: le critiche e le reazioni – 3. Nella “scatola nera” del rating sovrano – 4. La “qualità” del rating sovrano e i suoi “fallimenti”. - 5. Gli effetti del rating sovrano sullo spread – 6. Gli indirizzi di riforma: “fare a meno” del rating sovrano e tentativi di normalizzazione.

1. La bufera finanziaria che ormai da anni – a partire dalla crisi dei derivati del 2008- sconvolge l'economia mondiale vede tra i suoi protagonisti le agenzie di rating. Le agenzie godevano, in effetti, prima della crisi, di una altissima considerazione da parte dei mercati, ed anche dopo lo shock del 2008 hanno comunque conservato un peso assai consistente nel guidare ed orientare le scelte degli investitori, tanto da farle tornare nell'occhio del ciclone nel corso della crisi del debito pubblico dell' Eurozona iniziata nel 2010 e tuttora in corso.

Il ruolo delle agenzie rientra, come noto, tra quello dei c.d. gate-keepers del mercato, in una posizione ausiliaria e distinta rispetto quella dei gate-keepers istituzionali, ed in primo luogo dei mercati regolamentati e delle autorità di regolamentazione e di vigilanza, ai quali soprattutto è affidato il compito di proteggerne la regolarità e la trasparenza. In un contesto di deregulation, il ruolo sussidiario dei gate keepers privati – le agenzie – man mano che la cornice dei controlli di tipo pubblicistico veniva rimpicciolita, si è per forza di cose dilatato.

Già la crisi dei derivati del 2008 aveva ben evidenziato le gravi falle del sistema di gate-keepers privati e pubblici allestito nel corso dei precedenti quaranta anni, secondo visioni liberiste o addirittura iperliberiste, la cui efficienza, solo pochi anni addietro, appariva indiscutibile. In questo contesto, anche la credibilità delle agenzie di rating è stata bruscamente messa in discussione, a fronte di clamorosi fallimenti del rating (esemplare il caso della banca d'affari Lehman Brothers, ai cui titoli fino al momento del crack era riconosciuto un rating con tripla A) e di tumultuosi conseguenti processi di regrading e di downgrading ai quali sono imputati effetti di ulteriore turbativa pro-ciclica di mercati già stressati. In breve, in questo scenario di disillusione, quelle che apparivano serie ed indiscusse gate-keepers del mercato si sono disvelate, all'opposto, come infide manipolatrici del mercato, corresponsabili – ai limiti della truffa - della disseminazione di titoli tossici[1].

La stentata, tortuosa ed ancora incompiuta opera di riorganizzazione di un sistema di gate-keepers del mercato finanziario ha investito dunque anche le agenzie di rating, sia negli USA, sia in Europa, imponendo un cambio di passo[2].

Negli USA la inadeguatezza dei deboli meccanismi di autodisciplina cui era stata per decenni affidata l'attività delle agenzie, seriamente percepita solo successivamente al crack Enron del 2001, ha indotto il Congresso ad approvare nel 2006, il Credit rating agencies reform act. Tale riforma ha assoggettato per la prima volta le agenzie ad una seria vigilanza regolamentare della Securities and Exchange Commission, incaricata anche di sanzionare eventuali abusi. Le regolamentazioni SEC del 2006 sono state irrigidite nel 2008, con un rafforzamento degli obblighi di disclosure e di pubblicità, una più restrittiva elencazione delle attività vietate e dei conflitti di interesse e norme più severe per il rating dei prodotti di finanza strutturata (i derivati). Ma anche questo assetto normativo non è stato reputato adeguato, visto che la materia ha trovato nel 2010 una nuova disciplina nell'ambito della generale riforma finanziaria introdotta dal Dodd Franck Act. Tale legge istituisce un apposito organismo di vigilanza (Office of credit ratings) in seno alla SEC, ma soprattutto impone regole più stringenti di trasparenza e responsabilità[3] e ridimensiona la regulatory licence di cui le agenzie avevano goduto[4]. Il Dodd Franck Act segna dunque il definitivo tramonto degli “anni ruggenti” della deregulation nei quali le agenzie avevano potuto godere di un vero potere oracolare, ma include anche l'implicito riconoscimento del fatto che, in ogni caso, i mercati non possono fare a meno dei servizi delle agenzie di rating, che quindi devono essere resi più affidabili. attraverso una regolazione pubblica pesante.

Sul versante europeo, la creazione di un regime di regolazione pubblica del rating viene posta in essere, sull'onda della crisi dei derivati, sulla scorta dell'esperienza americana, con le difficoltà conseguenti al fatto che si intende regolamentare un fenomeno i cui principali attori, le c.d. majors, sono stabiliti negli Usa ed operano su un mercato globale. In effetti, il regolamento 1060/2009 corrisponde alla volontà di introdurre in ambito comunitario una disciplina ispirata ai medesimi principi accolti nel Reform act del 2006 e nelle relative norme di attuazione emanate dalla SEC. Le agenzie USA possono dunque continuare ad operare in ambito europeo in tanto in quanto ottengano la certificazione di equipollenza alla normativa europea della normativa americana in virtù della quale esse hanno ottenuto l'autorizzazione USA. Il leit-motiv è dunque sempre quello della trasparenza, della prevenzione dei conflitti di interesse, della promozione della buona qualità del rating sotto il profilo della adeguatezza qualitativa e quantitativa delle risorse impiegate e delle metodologie utilizzate. Il regolamento comunitario a breve distanza dalla sua approvazione ha subito sostanziali modifiche col regolamento

513 del 2011, che ha irrigidito alcune disposizioni e soprattutto ha centralizzato le funzioni di controllo e disciplina del settore, prima disfunzionalmente disperse tra organi comunitari e autorità nazionali, affidandole all' ESMA (European Securities and Markets Authority). Modifiche più corpose, che saranno più avanti esaminate, sono state predisposte da una proposta del Parlamento Europeo e del Consiglio ((com.2011)747) che ha ricevuto l'approvazione finale del Parlamento Europeo il 16 gennaio 2013.

2. Mentre il processo di riforma delle agenzie muoveva i suoi primi passi, la crisi che nell' ultimo biennio si è abbattuta sul debito pubblico di molti paesi dell' eurozona – Grecia, Portogallo, Spagna, Italia, Irlanda, la stessa Francia - ha di nuovo richiamato l' interesse e le critiche dell'opinione pubblica sul ruolo di S&P, Moody's e Fitch, ma questa volta in un ambito della loro attività– quello, appunto, del rating sovrano – che da tempo non risultava essere oggetto di specifiche attenzioni. Una tempesta di critiche ancora più violenta si è poi abbattuta sulle agenzie a seguito del downgrading, per la prima volta nella storia – del debito pubblico degli USA operato da parte di S&P nel maggio 2011, tempesta che si è rinnovata nel settembre 2012, allorchè anche Moody's ha annunciato la possibilità di un downgrading del debito USA nel caso in cui governo e Congresso non fossero riusciti ad allontanare la prospettiva del c.d. fiscal cliff.

Non che il rating del debito sovrano non fosse stato anche in precedenza oggetto di contestazioni e di critiche: così, ad esempio, in occasione del downgrading del debito pubblico italiano, operato nel 1992, sorprendentemente, non prima, ma immediatamente dopo la adozione di severissime misure finanziarie da parte del Governo Amato, e soprattutto a seguito dei bruschi downgrading dei bond messicani (1994-1995) e sudcoreani (1997-1998). Altri “scivoloni” del rating sovrano hanno riguardato il debito sovrano uruguayano (ingiustificatamente svalutato) e i bonds argentini (sopravalutati). L'eco di tali contestazioni si è però rapidamente spenta, o forse è stata coperta dal clamore crisi dei derivati del 2008, lasciando tracce solo nel dibattito specialistico.

Non può certamente stupire che la squalificazione, attraverso sequenze ravvicinate di outlook negativi e downgrading, dei debiti sovrani di paesi di importanza primaria nell'economia globale, abbia suscitato reazioni molto forti. Questa volta sono stati da molte parti contestati alle agenzie non “solo” errori di valutazione, manipolazioni alimentate da conflitti di interesse, comportamenti poco responsabili che generano effetti pro-ciclici, ma qualcosa di assai più grave, e cioè un uso del rating volto a minare l' equilibrio finanziario e monetario internazionale nell'ambito di un attacco all'euro, guidato da ragioni oscure. In occasione del downgrading del debito USA del 2011, il governo americano ha aspramente contestato la fondatezza e l'obiettività della decisione assunta da S&P, in quanto guidata da un movente politico ed inficiata da un macroscopico errore nelle stime della evoluzione del debito pubblico. Nel Congresso sono stati denunciati sospetti di insider trading e molti commentatori hanno sottolineato come fosse del tutto paradossale che la contestazione di un livello di indebitamento eccessivo venisse proprio da quelle agenzie che avevano concorso in modo decisivo a determinare una crisi economica i cui costi (salvataggi, disoccupazione etc.) si sarebbero inevitabilmente scaricati sui conti pubblici[5].

Per la prima volta nella sua storia il rating sovrano ha mostrato la sua capacità di mettere in gioco fondamentali equilibri finanziari, monetari e geopolitici globali, compromettendo la capacità di governance di quegli organismi internazionali, comunitari, statali – il FMI, la BCE, l'Ecofin, le tesorerie nazionali - deputati alla loro salvaguardia. Le agenzie più volte sono state accusate di voler dettare l'agenda politica degli stati e degli organismi internazionali, e di supportare, in modo più o meno intenzionale, gigantesche speculazioni sui cambi. Ne è scaturito un inedito confronto tra il potere privato dei signori del rating, percepito come l'avamposto di un potere finanziario oscuro capace di mobilitare risorse infinite e il potere pubblico degli stati sovrani (e addirittura una superpotenza, gli

USA), che ha raggiunto punte drammatiche[6]. Il senso di questo drammatico scontro è ben reso dalla dichiarazione del Partito Socialista Europeo del 6 ottobre 2011, nel quale si denuncia che dall'inizio della crisi dell' Eurozona le tre maggiori agenzie di rating pretendono di condizionare le scelte politiche degli Stati, che questi, individualmente e collettivamente per effetto delle sequenze di downgrading e dell'innalzamento dei tassi di interesse, hanno effettivamente subito una drastica menomazione della loro diritto di determinare le proprie scelte di politica economica, e conseguentemente si invoca “nel nome della nostra economia, della nostra società e della nostra democrazia” una forte reazione politica a livello europeo contro questo stato di cose[7]

A fronte di questo “attacco al cielo” portato dalle agenzie, le reazioni politiche registrate nel corso del 2010 in sede internazionale (G20, Financial Stability Board) sono state di profonda preoccupazione.

L'esigenza di ridefinire il ruolo delle agenzie di rating aveva già fatto la sua apparizione nella agenda del G20 nell' incontro di Washington del novembre 2008, in coincidenza con la deflagrazione della crisi dei derivati. Il G20 di Washington, e quelli successivi di Londra (2009) e Toronto (giugno 2010) hanno sollecitato un intervento riformatore della regolazione delle agenzie rispondente a tre priorità: eliminare i conflitti di interesse; accrescere il grado di trasparenza; rendere comprensibili i rating concernenti i prodotti derivati (finanza strutturata). La crisi valutaria iniziata nel 2010, con il downgrading di molti debiti sovrani ha tuttavia indotto un importante mutamento di prospettiva. La già affermata esigenza di riformare la regolazione del rating, nei termini prima indicati, nell' intento di migliorarne la qualità e di accrescerne la obbiettività ed affidabilità, viene infatti affiancata da una prospettiva ulteriore, e cioè quella di un ridimensionamento dell' utilizzo del rating delle agenzie da parte dei mercati, e quindi della sua capacità di influenza. A tal fine si punta, più che sulla moltiplicazione e diversificazione dell'offerta di prodotti di rating disponibili sul mercato, attraverso il superamento dell'oligopolio delle majors, sulla promozione di una autonoma capacità degli investitori di produrre servizi di risk analysis al proprio interno. Il summit di Toronto ha quindi fissato una scadenza per la realizzazione di concreti interventi in questa direzione, incaricando il Financial Stability Board ed il Comitato di Basilea di formulare un preciso programma operativo. Il successivo G20 di Seul (novembre 2010) ha fatto proprie le dettagliate proposte formulate dettagliato dal FSB allo scopo di ridurre il ricorso al rating esterno [8]. Gli elementi della politica sul rating concordata a Seul si possono così riassumere: a) ridurre i riferimenti ai rating delle agenzie nell'ambito delle discipline concernenti standard, leggi e regolazioni; b) le banche, gli intermediari, gli investitori istituzionali devono condurre valutazioni di rischio autonome, utilizzando il rating solo se necessitate a farlo; 3) i rating esterni in ogni caso non possono essere impiegati in modo meccanico nelle operazioni sul mercato di banche centrali, nella vigilanza prudenziale sugli istituti di credito e nelle politiche di investimento dei gestori finanziari e degli investitori istituzionali.[9]

Come si può intuire, l'attuazione di queste direttive comporta una vasta azione riformatrice, che non riguarda solo la regolazione relativa alle agenzie, ma si estende al complesso delle regolazioni del circuito finanziario. Si dovrebbe in particolare imporre ad una serie molto estesa di istituzioni finanziarie l'onere di allestire propri modelli di valutazione del credito, di raccogliere i dati a tal fine necessari, di provvedersi di strutture e di personale adeguati.

In conclusione, le agenzie, nell'opinione espressa in quello che si può considerare il vertice della governance economica mondiale, sarebbero non solo squalificate, ma anche refrattarie alle nuove regolamentazioni pubblicistiche, sicchè il rimedio migliore per impedire nuove turbative della stabilità dei mercati finanziari consisterebbe nella riduzione della loro dipendenza dai giudizi delle agenzie. Ed è perfettamente coerente con tale assunto l'affermazione resa dal presidente della BCE, Draghi ancora nel 2012 secondo cui "la reputazione delle agenzie di rating e' diciamo, stata completamente screditata dall' esperienza del 2007-8" ma "la gente continua a usare questi rating perche' non ha niente di meglio; purtroppo sono altamente carenti, quindi bisogna trovare un sistema per farne a meno o farne meno uso"[10].

In realtà, l'attuazione delle raccomandazioni del G20 si è rivelata tutt'altro che facile, come testimonia il rapporto redatto Financial Stability Board nel 2011: “ work to reduce reliance remain at an early stage, both at standard setters, and at many national authorities” . Quanto agli organismi di normazione (Comitato di Basilea , IOSCO- International Organization of Securities Commission, IAIS-International Association of Insurance Supervision, etc.) non si va oltre l'avvio di studi. Tra le autorità nazionali, eccellono gli USA, che hanno nel Dodd Franck Act del 2010 espressamente escluso il riconoscimento di valore regolamentare al rating delle agenzie (v. in part. la già ricordata sez. 939 A). A livello europeo, Commissione ed il Parlamento europeo hanno portato a termine nel gennaio 2013 l' ampia proposta di riforma (com(2011)747) del regolamento 1060/2009 che abbiamo già nominata, che pur confermando l'obbiettivo di ridurre la regulatory licence delle agenzie, lo diluisce in una prospettiva di lungo termine.

A fianco alle reazioni politiche sviluppatasi a livello globale e comunitario nell'intento di ridimensionare la debordante attività delle agenzie attraverso una riforma della regolazioni, di cui si è appena detto, se ne sono sviluppate altre in ambito legale e giurisdizionale, finalizzate a chiedere conto alle agenzie del loro operato, squarciando la coltre di immunità che le ha in passato sempre protette, nel nome della libertà di manifestazione del pensiero.

Negli USA, al downgrading del 2011 sono seguite inchieste della SEC e della magistratura. In ambito europeo, l' organo di vigilanza sulle agenzie di rating, l'ESMA ha avuto una reazione più morbida, limitandosi a promuovere una indagine conoscitiva che ha interessato le tre società maggiori, da cui sono tuttavia emerse gravi irregolarità. Nel contesto italiano vanno segnalate le coraggiose iniziative “apripista” ancora in corso della Procura della Repubblica di Trani, che nel novembre 2012 ha rinviato a giudizio con l'accusa di manipolazione del mercato dirigenti e manager di Standard & Poors e di Fitch e dalla Procura della Corte dei conti del Lazio, che ha aperto una inchiesta per il danno erariale (120 miliardi di euro!) corrispondente al maggior costo del debito pubblico italiano causato dalle agenzie con ingiustificabili downgrading.

3. Sospendendo ogni giudizio sulle “colpe” del rating sovrano e sulle responsabilità che possono essere ad esso ascritte nella produzione dell' attuale disordine finanziario e rimandando ogni valutazione circa la possibile efficacia delle riforme regolamentari in corso, ci pare opportuno approfondire la conoscenza del fenomeno, per meglio comprendere come il rating sovrano e' nato e si è evoluto, quali sono le finalità che esso persegue e le metodologie con cui viene prodotto, in che misura esso possa essere considerato attendibile e se abbia una effettiva incidenza sul corso dei mercati e degli spread.

3.1. Le origini del rating sovrano sono remote e si intrecciano con la affermazione della piazza di New York come la principale sede di transazione di titoli di debito pubblico. Le prime esperienze di rating sono state condotte da Moody's negli anni precedenti la prima guerra mondiale, per svilupparsi rapidamente nel corso degli anni 20. Già nel 1929 Poors ha iniziato a pubblicare il rating sovrano di titoli di 21 paesi europei, asiatici, nordamericani e sudamericani. Dopo la seconda guerra mondiale il rating sovrano ha ripreso il suo corso, relativamente ai titoli dei paesi maggiormente industrializzati, per arrestarsi tuttavia quasi del tutto dopo il 1963 a seguito della introduzione di una imposta federale sulle transazioni (IET) che aveva determinato lo spostamento del mercato da New York alla sua antica sede, Londra. Cancellata nel 1974 la IET, col ritorno del mercato a Wall Street, anche l'attività di rating è ripartita impetuosamente. Ormai da decenni, non vi è emissione di debito pubblico di un significativo rilievo che non sia sottoposta al giudizio del rating. Sono 128 i paesi che risultano nella lista di S&P, superano il centinaio quelli delle altre liste e costituiscono ormai una minoranza i paesi non ancora sottoposti al rating delle tre majors o della agenzia cinese Da Gong. In parallelo alla sua espansione il

mercato dell'attività di rating sovrano ha assunto con una connotazione fortemente oligopolistica: fino al termine degli anni '90 S&P e Moody's lo hanno infatti coperto per oltre l'80% e solo dopo il 1997 Fitch ha potuto conquistare posizioni comunque di nicchia.[\[11\]](#)

3.2. Le ragioni della diffusione del rating sovrano vanno in primo luogo cercate nel fatto che il rating sovrano costituisce un prodotto molto appetito dagli emittenti, che non badano a spese per ottenerlo. Sono infatti solitamente le stesse autorità emittenti a chiedere che i propri titoli siano sottoposti a rating e quindi compresi negli elenchi poiché ritengono che il rating – meglio ancora se un rating concordante prodotto da più agenzie – rappresenti un fattore utile ad assicurare il collocamento e comunque il buon apprezzamento dei titoli da parte dei mercati. Il rating favorevole consente comunque di ottenere una immagine internazionale positiva tanto degli organi emittenti quanto dei governi, per la quale si giustificano spese anche consistenti[\[12\]](#).

Ragioni sostanziali e ragioni di immagine fanno dunque sì che ogni emittente si senta in qualche modo obbligato a figurare nelle liste del rating. Inoltre va aggiunto che la necessità del rating, dapprima riguardante soprattutto quei paesi con economie deboli e per ciò obbligati a cercare i finanziatori del proprio debito pubblico nelle piazze internazionali, si è poi estesa, in un contesto di internazionalizzazione del mercato del debito pubblico, alla generalità dei paesi, per effetto dei processi di liberalizzazione della circolazione dei capitali, come pure della rimozione di quei meccanismi statali che nel passato avevano garantito il collocamento dei titoli pubblici in ambito domestico (vincoli di portafoglio a carico di istituti bancari ed assicurativi, obbligo delle banche centrali di acquistare i titoli pubblici incollocati etc.). Il grande sviluppo delle emissioni effettuate da entità pubbliche subsovrane (regioni, enti locali, etc.) comporta che anche esse vadano sottoposte a rating, e che tale rating subsovrano debba essere necessariamente ancorato al rating sovrano.

In queste condizioni, vi è evidentemente il rischio che le agenzie emettano nei confronti dei titoli pubblici dei loro clienti rating compiacenti o comunque benevoli, e tale rischio sicuramente cresce allorché le agenzie accompagnano all'attività di rating sovrano quella (molto remunerativa) di consulenza dell'emittente nel confezionamento del prodotto finanziario.

Il rating sovrano è comunque ben accetto dagli investitori. Costoro – non solo quelli retail, ma anche quelli grandi - ben difficilmente potrebbero provvedersi di strutture interne in grado di svolgere una risk analysis del debito sovrano alternativa a quella offerta (gratuitamente) dalle agenzie. I mercati trovano dunque gratis nel rating sovrano della tre majors un prodotto considerato affidabile (più del rating delle società commerciali) che non soltanto li alleggerisce di oneri informativi, costi e di responsabilità, ma apparentemente non ha alternative a portata di mano e corrisponde, per semplicità e facilità d'uso, al ritmo vorticoso delle transazioni finanziarie imposto dalla globalizzazione finanziaria.

L'interesse delle autorità emittenti ad acquisire il rating sovrano e quello degli investitori a farne uso risultano infine tanto maggiori – e tanto meno spontanei - quando, in virtù delle regolamentazioni, di origine pubblica o anche privata, previste a carico degli investitori, il rating positivo (investment grade) delle agenzie rappresenta una condizione essenziale ai fini dell' inserimento di un dato titolo sovrano nei portafogli di istituti bancari, assicurazioni, fondi pensionistici, fondi comuni d'investimento, e cioè degli investitori più importanti. In queste condizioni le agenzie godono di una rendita di posizione nel rilascio di una attestazione di qualità (regulatory licence) che è di fatto obbligatoria, ma non può essere rilasciate da altri che dalle tre agenzie che controllano il mercato del rating sovrano, a livello mondiale, in modo oligopolistico.

La diffusione del rating sovrano ha tuttavia una motivazione sistemica che va oltre gli immediati vantaggi economici che l'agenzia e gli emittenti possono trarne o le utilità dei mercati fruitori. Va ricordato che i titoli sovrani rappresentano una quota parte rilevantissima - oltre il 40% - dei titoli che vengono complessivamente emessi: il non sottoporli a rating priverebbe tutte le altre attività di rating

svolte dalle agenzie (titoli subsovrani, titoli delle imprese commerciali e titoli di finanza strutturata) di un essenziale punto di riferimento. Gli investitori, nell'effettuare le loro scelte, non potrebbero comunque prescindere dal considerare gli andamenti del rating sovrano relativo all'area economica nella quale essi intendono impegnarsi. Il debito sovrano, nell'opinione non disinteressata delle agenzie, presenta un rischio di fallimento che, benchè assai molto più basso del debito delle imprese commerciali (1,5/2,0% contro 3,0/5,0%), sarebbe però destinato a crescere nel tempo, fino a divenire quasi eguale a quello delle imprese. Se il rischio fallimento del debito sovrano è destinato a crescere, la necessità di distinguere tra bond speculativi esposti a rischio default e bond di investimento, e cioè sicuri risulta chiaramente accresciuta. L'insieme di questi elementi spiega dunque perchè le agenzie dunque non solo non possono disinteressarsi del rating sovrano, ma sono obbligate a porlo all'apice del complessivo sistema del rating che esse allestiscono, facendone il loro "primo prodotto" (Bhatia). Non si può nemmeno tralasciare che il rating sovrano cattura l'attenzione dei media e dell'opinione pubblica più di ogni altro rating, quella attenzione che è di fondamentale importanza per agenti economici, come le agenzie, il cui capitale è eminentemente reputazionale.

L'essenzialità del rating sovrano nel "sistema" del rating fa dunque comprendere le ragioni che inducono le agenzie spesso ad assegnare i loro giudizi d'ufficio, senza che ciò gli sia stato commissionato (unsolicited), come avviene nel caso del debito americano, italiano, francese, ed anche quando ciò può risultare al contrario sgradito agli emittenti, accollandosene i relativi oneri. Il fatto che i rating possano essere emessi anche senza essere richiesti apparentemente ne rafforza la credibilità, allontanando il sospetto che l'agenzia possa essere indotta a compiacere chi commissiona i suoi servizi, ma può all'opposto anche generare il sospetto che giudizi rigorosi o severi (mediamente più che non quelli del solicited ratings) possano celare inconfessabili intenti ricattatori.

3.3. L'oggetto del rating sovrano, che può riguardare sia gli stati emittenti, sia specifici prodotti, , come del resto anche quello degli altri tipi di rating, non è definito da regolamentazioni, ma rimesso alla determinazione delle agenzie. Alle decisioni di rating si accompagnano altre esternazioni - outlook, reviews, watches – nelle quali vengono segnalate le possibili successive evoluzioni del rating in ragione delle tendenze riscontrate in campo politico ed economico.

I rating consistono in una attribuzione di classe di rischio riferito alla possibilità di fallimento sovrano<sup>[13]</sup> ed alla possibilità di perdere quella classe di rischio che è stata attribuita (downgrading).

Essi si configurano come previsioni di medio termine che non dovrebbero subire fluttuazioni dovute a fattori ciclici. Non si tratta - come le agenzie sottolineano – di previsioni esatte circa la possibilità di un fallimento o circa la distribuzione delle conseguenti perdite, ma solo di valutazioni di rischio con un valore relativo, che si riferiscono solo al rischio di fallimento e non si estendono ad altri rischi, come quelli di liquidità, di mercato o di fluttuazione di tassi di interesse. I rating sovrani si differenziano dunque profondamente dai più rigorosi rating bancari interni IRB (Internal Rating Based) previsti da Basilea 2, per i quali è prescritto l'impiego di modelli che comprendono una valutazione del grado di accuratezza, completezza ed adeguatezza dei dati che sono stati utilizzati per una specifica assegnazione di rischio.

La indagine svolta nel 2002 per il FMI da Bhatia nella "black box" del rating sovrano evidenzia, poi, che le analisi sono incentrate sulla sostenibilità del debito (una sorta di stress test), piuttosto che su valutazioni macroeconomiche; che la copertura dell'economia reale e monetaria è limitata; che le procedure non comprendano valutazioni che tengono conto della qualità e della tempestività degli interventi posti in essere dalle autorità di governo nelle situazioni di stress, e non apprezzano la volontà, oltre che della capacità dei governi di onorare il debito. La metodologia sequenziale usata non consentirebbe di cogliere

l'interdipendenza delle questioni e la loro circolarità, e, in termini conclusivi, di guardare in avanti.

In definitiva, le agenzie attraverso il rating sovrano si sforzano di far rientrare le diverse realtà analizzate in un vestito a taglia unica, con tutti i vantaggi e le forzature che ciò comporta. Ciò consente di gettare uno sguardo comparativo su tutti gli emittenti sovrani, ma al prezzo di molta superficialità ed approssimazione. E, in ogni caso, il rating non può che essere un prodotto empirico nel quale analisi qualitative e quantitative, soggettività ed oggettività si mescolano in modo insolubile “La limitata prevedibilità del comportamento economico in generale e di quello politico in particolare comporta che le affermazioni di rating possano malamente corrispondere a modelli e formule, perchè le metodologie delle agenzie mescolano analisi obbiettive con elementi e deduzioni soggettive”.

3.4. L'organizzazione ed il procedimento del rating sovrano mirano a garantire che il rating avvenga in modo obbiettivo, secondo parametri di giudizio omogenei (le scale di giudizio devono cioè trovare una applicazione globalmente uniforme a tutti i paesi). La regolamentazione europea (analogamente a quella americana) hanno introdotto in questo campo una serie di vincoli generali (valevoli cioè per ogni attività di rating, e quindi anche per il rating sovrano) ispirati alla volontà di rafforzare la professionalità e la indipendenza dei valutatori, di impedire conflitti di interesse, di accrescere la trasparenza anche attraverso la formalizzazione e la registrazione delle differenti fasi del processo.

Apparentemente il processo di valutazione e di giudizio, la cui durata media è di circa sei settimane, non ha un impianto verticale, ma corrisponde alla logica collegiale della peer analysis che meglio dovrebbe assicurare la obbiettività e la qualità tecnica delle valutazioni. Le procedure di rating prendono avvio, nel momento in cui l'agenzia intende cimentarsi in un rating, con un breve draft report redatto da un analista capo e trovano il loro fulcro in un comitato guidato da un presidente e composto da numero di analisti specializzati per area e tipologia di rating che può oscillare tra tre e sette. Il comitato è la sede nella quale le possibili opzioni nella assegnazione dei punteggi riguardanti i singoli aspetti di rischio ed il rischio complessivo vengono discusse e votate. Prevale la opzione più votata, ed alle sue risultanze viene adattato il contenuto del draft originariamente predisposto dall'analista capo. I comitati possono essere riconvocati quando occorre, e di solito, a seguito delle visite in loco, della durata di tra giorni, che vengono effettuati dai rappresentanti delle agenzie al fine conferire con la banca centrale, il ministero del tesoro, esponenti finanziari, personalità accademiche, opposizione.

Il processo di valutazione dei comitati è ordinato da check list elaborate dalle agenzie allo scopo di assicurare un esame regolare e completo dei fattori di rischio da prendere in considerazione. La regolamentazione comunitaria richiede che le metodologie debbano essere validate e rese pubbliche, per consentire al pubblico di comprendere come il rating si sia formato. Il controllore pubblico europeo, l'ESMA nello svolgere le sue verifiche per così dire esterne non può però interferire nella libertà delle agenzie di scegliere le proprie metodologie. Come si chiarisce nel punto 23 del regolamento “È opportuno che le agenzie di rating del credito utilizzino metodologie di rating che siano rigorose, sistematiche, continuative e soggette a convalida anche sulla base della pertinente esperienza storica e di test retrospettivi. *Tuttavia, un tale requisito non dovrebbe in alcun caso costituire motivo di interferenze con il contenuto dei rating e con le metodologie da parte delle autorità competenti e degli Stati membri.*”[\[14\]](#)

La pubblicità delle metodologie si esaurisce agli aspetti concernenti il processo valutativo e i parametri impiegati, di carattere qualitativo e quantitativo ma non si estende al valore che deve essere ad essi attribuito nella determinazione finale del livello di rating: “*There is also no disclosure of the quantitative parameters that characterize each rating grade. For this reason, validation tests undertaken by outsiders can only apply to the ability of ratings to differentiate potential defaulters and non defaulters, but not to estimating cardinal measures such as default probabilities*”[\[15\]](#).

La ramp di S&P [16] che non può essere disattesa se non con idonea motivazione, e che viene a sua volta sottoposta ad una valutazione e revisione periodica, si compone di 10 categorie analitiche: stabilità politica; struttura economica (crescita, redditi, export, proprietà delle imprese, dimensione settore pubblico, etc.); crescita (dinamica in termini di PIL); flessibilità fiscale I (entrate, spese, bilancio); flessibilità fiscale II (capacità del governo di gestire politiche di bilancio); flessibilità fiscale III (valutazione di poste non contabilizzate extrabilancio); stabilità monetaria; flessibilità estera I (liquidità e riserve); flessibilità estera II (indebitamento estero del settore pubblico); flessibilità estera III (indebitamento estero delle banche e dei privati).

Nella assegnazione del rating un rilievo particolare assume il political score [17], e cioè la pagella, il punteggio che viene dato ad un dato stato (in una scala decrescente, da 1 a 6) in termini di capacità delle istituzioni e della azione politica di condizionare i fondamentali del credito sovrano, attraverso una finanza pubblica sostenibile, uno sviluppo equilibrato, e con la capacità di fronteggiare situazioni di crisi economica e politica.

Il fattore primario, nella determinazione del political score è costituito dalla serietà, stabilità e prevedibilità della condotta delle istituzioni e della politica. Tale giudizio viene effettuato sulla base di una serie di indicatori, e cioè: la capacità che uno stato ha dimostrato nel gestire crisi politiche, economiche e finanziarie; la continuità nel mantenere, in periodi prosperi, comportamenti ispirati a prudenza; la capacità nel promuovere una crescita equilibrata; la capacità e la volontà di attuare in campi quali la sanità e le pensioni le riforme necessarie per assicurare una condizione di stabilità finanziaria nel lungo termine; la previsione che il contesto politico possa essere in grado di affrontare future crisi o di dirigere importanti mutamenti politici; l'esistenza o la possibile futura esistenza di trasformazioni politiche che possono alimentare conflitti interni, nascenti dalla richiesta popolare di una maggiore partecipazione politica o economica, o da crisi di legittimazione alimentate da fattori etnici, politici o religiosi.

La ramp di S&P non manca di offrire una rappresentazione molto elementare di quello che si configura nella sua prospettiva come “buon governo” o come “malgoverno”. Capaci e stabili sono quei governi e quelle istituzioni che sono in grado di prevedere con anticipo le avversità e di correggere gli squilibri, in modo da sostenere le prospettive di lungo termine e di ridurre il rischio di un deterioramento della fiducia nella loro meritevolezza. All'opposto, lì dove esistono rischi di successione al potere, poteri eccessivamente concentrati, pericoli attuali o prossimi di crisi istituzionale, l'instabilità politica e la possibilità di mutamenti sostanziali mettono in dubbio la continuità del credito.

Come si può notare, la “pagella politica”- quella pagella che nel linguaggio politico corrente viene evocata come “fiducia dei mercati” in questo o quello stato sovrano, facendo tremare governi ed istituzioni, pur avendo un peso molto rilevante nella determinazione del rating, come conferma il caso del downgrade del debito USA, si basa su parametri estremamente vaghi, o piuttosto su generiche enunciazioni di buon senso, che lasciano spazi di applicazione ed interpretazione soggettiva praticamente infiniti. La ramp di S&P chiede in fin dei conti agli analisti di dare un voto, da uno a sei, sulla fiducia che un governo, un paese meriterebbero sulla base di una valutazione qualitativa interna, del tutto soggettiva, talvolta integrata da giudizi provenienti da fonti internazionali (Banca Mondiale, FMI, Transparency, etc.). Naturalmente al political score, che si fonda su valutazioni puramente qualitative si accompagna l'economical score, nel quale l'analisi quantitativa è prevalente. Ciò dovrebbe assicurare un risultato sufficientemente oggettivo. Tuttavia, anche le analisi quantitative includono una forte componente valutativa, e comunque le proporzioni in cui le agenzie effettuano il mix tra i due score, come si è già detto, non vengono divulgate.

Infine, la metodologia del rating non si esaurisce peraltro nella prefigurazione di ramp o di check list, ma include, prima di ogni altra cosa, la scelta dei dati necessari (reperimento, verifica, trattamento) e delle modalità attraverso cui essi si trasformano in giudizi. Questi aspetti essenziali, anche dopo le

recenti riforme regolamentari, restano opachi.

4. Molteplici sono i rilievi critici che solitamente vengono mossi al rating sovrano. L'approccio più radicalmente critico è quello che contesta la stessa possibilità di operare valutazioni circa il possibile default sovrano, tanto per la limitatezza delle serie statistiche disponibili quanto per la sovrapposizione di elementi di incertezza riguardanti tanto i profili politici quanto quelli economici. Se, ad es. il numero dei fallimenti sovrani, dal dopoguerra in poi, è estremamente contenuto, che senso ha condurre una risk analysis del tutto ipotetica di debitori come l'Italia, la Francia, gli Stati Uniti, che hanno sempre onorato i loro debiti? Le agenzie, coi loro rating sovrani, sarebbero venditrici di fumo, anche se esse possono obiettare che il rischio sovrano esiste e tende nel tempo a crescere ed allinearsi a quello delle imprese commerciali. Ma anche chi non esclude a priori la possibilità e la utilità di una risk analysis sovrana può dubitare che le analisi che vengono effettuate dalle agenzie siano corrette sotto il profilo metodologico, siano svolte con mezzi adeguati e risultino scientificamente verificabili. L'opacità che tradizionalmente contraddistingue la vita delle agenzie non permette di effettuare giudizi sulla qualità del loro prodotto, visto che mancano i parametri di raffronto (quelli effettivamente utilizzati non sono pienamente conoscibili, e comunque non è possibile operare confronti con un inesistente standard esterno). Inoltre il fatto che molti rating sovrani siano pagati dagli emittenti, che le agenzie svolgono anche lucrose consulenze, che i loro soci oltre che nel campo del rating operano spesso in altri settori in potenziale conflitto, legittimano il dubbio che le agenzie non siano indipendenti come dovrebbero, ma canalizzano interessi poco riconoscibili. A seconda dei punti di vista si può ritenere, dunque, che le agenzie siano "solamente" inadeguate rispetto all'obbiettivo che si prefiggono, che la qualità del loro rating sia scadente, ovvero che esse, oltre che inadeguate, possano essere anche in malafede, al servizio di interessi politici ed economici desiderosi di manipolare il mercato del debito pubblico. Ma non è neanche da trascurare l'ipotesi che le disfunzioni dipendano, oltre che da una presunta maggiore o minore qualità del rating prodotto dalle agenzie, dall'uso improprio che ne fanno i mercati, nel momento in cui annettono ad esso una capacità previsionale differente da quella che gli è stata impressa (come nei casi in cui si parifica impropriamente il rating delle agenzie al più rigoroso e validato risk assesment interno IRB di Basilea II).

Si è appena accennato alla difficoltà di formulare giudizi sulla qualità del rating sovrano, quella qualità che la regolamentazione pubblica intenderebbe innalzare e che frequentemente è oggetto di contestazione. Il tema della qualità si intreccia strettamente con quello dell'effetto che i rating producono sull'andamento dei mercati. Se si ritiene che i rating influenzino i mercati, il fatto che i rating siano opachi o di cattiva qualità comporta il rischio di una manipolazione del mercato tanto più inaccettabile perchè alimentata da errori di stima o da interessi particolari. Se viceversa i rating non influenzano i mercati, il problema della qualità o della opacità perde interesse collettivo, e riguarda piuttosto il rapporto tra chi ha utilizzato le indicazioni del rating e chi le ha fornite.

La "qualità" del rating può essere intesa in termini molto differenti: a) come corrispondenza del rating a metodologie date. Come si è notato, data la opacità di tali metodologie, è impossibile operare verifiche in questa prospettiva; b) come stabilità del rating nel tempo. Una previsione a medio termine può essere considerata di "buona qualità" se non richiede correzioni troppo frequenti e se il mutamento del rating è giustificato dalla variazione di fattori economici strutturali e non da andamenti congiunturali. Bhatia (2002) e S.&P (2010) concordano nel qualificare come "fallimento del rating" il fatto che nel corso di un anno il rating abbia richiesto tre o più correzioni; c) come capacità di segnalare la pericolosità di quei debitori che si rivelano effettivamente inadempienti. Se i default sovrani riguardano paesi posti a livelli bassi della graduatoria, si può dedurre che il rating sia stato assegnato correttamente.

La questione della qualità del rating, nella prospettiva indicata sub d) e c) è stata affrontata, con esiti

parzialmente divergenti, in due analisi empiriche elaborate nell'ambito dell' IMF in momenti diversi (2002 e 2012) .

Nella indagine ufficiosa del FMI svolta da Bhatia nel 2002, e cioè a ridosso della crisi asiatica, nel corso della quale molti rating erano stati tumultuosamente rivisti al ribasso, si rileva che nel quinquennio 1997-2002 in numero dei “fallimenti” del rating sovrano è rimasto elevato, nonostante l'impegno speso dalle agenzie per migliorare i loro prodotti.

Le principali cause di tali fallimenti sono individuate, nell'ordine, nel rischio informativo, nella limitatezza delle analisi, nel condizionamento derivante da ragioni d'interesse.

Il primo e il più serio limite, la inadeguata base informativa, che le agenzie, anche per ragioni di prestigio non confessano mai pubblicamente, viene dal fatto che i dati macroeconomici utilizzati sono soprattutto di provenienza statale, e quindi condizionati tanto dalla efficienza dei sistemi statistici nazionali, quanto dai criteri politici con cui stati spesso gestiscono e somministrano all'esterno i propri flussi informativi. Le agenzie possono integrare i dati disponibili con quelli del FMI e talvolta concordano con gli stati programmi di informazione, ma resta tuttavia per esse molto difficoltoso l'accesso a informazioni complete per quanto riguarda i dati finanziari, l'andamento dei conti con l'estero le riserve valutarie. Le difficoltà naturalmente sono tanto maggiori nel caso dei rating non richiesti dagli stati emittenti, quando per ovvie ragioni le agenzie non possono contare su dati diversi da quelli ufficiali e sulla collaborazione delle autorità.

Quanto alle carenze analitiche, queste vengono imputate a carenze sia organizzative, sia metodologiche. Gli addetti al rating sovrano sono troppo pochi per fare un buon lavoro e per svolgere analisi originali. Le agenzie nella generalità dei casi si limitano a rielaborare dati e ricerche provenienti dal Fondo Monetario, da banche d'affari, da altre agenzie, dal mondo accademico.

I conflitti di interesse possono condizionare in modo rilevante la qualità del rating, visto che i proventi delle agenzie non vengono dagli utilizzatori, ma dalle autorità emittenti. I firewall interni creati per impedire i conflitti di interesse (codici di condotta, controlli periodici sul comportamento degli analisti, limitazione del voto all'interno dei comitati) possono rivelarsi muri di carta.

Nella ricerca effettuata, dieci anni dopo, da J. Kiff, S. Nowack e L. Schumaker[18] la qualità del rating viene valutata, sulla base di evidenze empiriche, sia sotto l'aspetto b) (i “fallimenti” del rating) sia sotto quello c) ( il rapporto tra rating e fallimenti sovrani).

Quanto alla prima prospettiva, lo studio evidenzia che il numero medio dei fallimenti nel corso della crisi 2008-2010 risulterebbe in regresso. Tale maggiore stabilità del rating conseguirebbe al fatto che le agenzie, nell'intento di ridurre gli sbalzi eccessivi o troppo bruschi, hanno sviluppato nuove metodologie che legano la assegnazione del rating alla capacità dello stato di superare una crisi (non Through The Cycle, ma Through Crisis Criteria). La sottoposizione a stress test TTC, , garantisce ai rating una maggiore stabilità nel tempo, ma li rende più allarmisti, con l'effetto indesiderabile di accentuare i comportamenti pro-ciclici degli investitori. Lo stesso studio pare tuttavia dubitare del fatto che la qualità del rating sovrano possa essere effettivamente valutata sul parametro della stabilità, allorché sopraggiungono trasformazioni economiche profonde che non consentono di distinguere nettamente tra fattori strutturali e congiunturali e rendono difficile ogni previsione a lungo termine: *“all of this highlights the fact that risk is a forward-looking measure that is difficult to estimate when conditions change drastically”*.

Lo studio del 2012 afferma poi, con una certa indulgenza, che la qualità del rating, nella prospettiva c) (quella del confronto tra le previsioni e i fallimenti sovrani realmente avvenuti) possa essere ritenuta accettabile, dal momento che tutti i 14 fallimenti sovrani registrati tra il 1975 ed il 2009 hanno

interessato stati che erano stati collocati da oltre un anno ai livelli più bassi della scala del rating, da BB- in giù. Il sovereign rating si rivelerebbe in questa prospettiva più affidabile del rating delle imprese commerciali. Ma ognuno ben coglie i limiti del parametro di giudizio utilizzato, vista la esiguità della casistica dei fallimenti sovrani. Il fatto che non si siano registrati errori clamorosi non parrebbe sufficiente ad attestare la qualità dei rating sovrani, in specie alla luce del fatto che questi, come si è in precedenza segnalato, pretendono di coprire non solo il rischio di fallimento sovrano, ma anche il rischio di downgrading, che a ben vedere è quello cui gli investitori mediamente prestano maggiore attenzione.

5. I dubbi e le critiche relative alla possibilità, l'attendibilità, la buona qualità dei rating sovrani si accompagnano ad interrogativi sull'impatto che essi producono sui mercati. Anche in questo caso si sono registrate forti divergenze nella letteratura economica tra chi nega una effettiva capacità di condizionamento e chi comprende il rating sovrano tra quelle previsioni che hanno una forte attitudine ad autoavverarsi[19]. Questo secondo orientamento pare tuttavia essere ormai prevalente, trovando un importante avallo negli studi più recenti del FMI. Il già citato studio di J. Kiff, S. Nowack e L. Schumaker conferma, sulla base di un'ampia ed aggiornata analisi empirica che confronta l'evoluzione del rating sovrano con quello dello spread dei titoli sovrani corrispondenti nel periodo compreso tra il mese di gennaio 2005 ed il mese di giugno del 2010[20], l'opinione già avanzata in precedenti ricerche secondo cui esiste una stretta relazione tra l'andamento dei titoli pubblici e l'attività delle agenzie.

Più in particolare, l'analisi dimostra che gli outlook negativi producono un significativo effetto sullo spread, particolarmente accentuato nel caso dei paesi collocati ai livelli inferiori della graduatoria di rischio; che le decisioni di downgrading e upgrading, sebbene non influenzino direttamente lo spread, per la valenza para-regolatoria che è loro sovente attribuita, producono effetti rilevanti sulla liquidità del mercato, inducendo le istituzioni bancarie, le assicurazioni, i fondi pensionistici etc. ad effettuare acquisti e vendite. Dati empirici confermerebbero infine l'esistenza di un rapporto causa-effetto tra i comportamenti delle agenzie ed il processo di dilatazione progressiva della forbice degli spread dei titoli sovrani verificatosi tra il 2005 ed il 2010: la "febbre" degli spread sarebbe stata cioè alimentata dai comportamenti delle agenzie.

Le agenzie, in conclusione, non si limitano a fotografare la realtà, ma la conformano, diffondendo giudizi, sotto forma di outlook e di rating, che, benché abbiano una rilevante incidenza sulla possibilità degli stati, sviluppati e non, di accedere ai mercati, sul costo del debito sovrano, ed in ultima analisi su un valore comune, quale quello della stabilità finanziaria, sono tuttavia formulati attraverso processi e metodologie che restano largamente opachi e di incerta qualità. Tale capacità di condizionare il mercato dei titoli sovrani costituisce un dato di fatto, rispetto al quale diviene di secondaria importanza stabilire se e in quale misura ciò sia dovuto ad una volontà manipolatoria delle agenzie, alla buona qualità del loro prodotto, al fatto che i rating siano stati troppo generosamente richiamati dagli standard setters e dai regolatori, o alla attitudine gregaria dei mercati finanziari. Tutto quello che si può dire è che nel corso di un quarantennio i mercati finanziari, i gate keepers pubblici, e gli stessi emittenti sovrani hanno consegnato alle tre majors, anche nel campo dei titoli sovrani, un potere enorme. Non pare si possa a questo punto negare l'esistenza di un oggettivo conflitto tra i poteri sovrani (la loro pretesa di garantire la regolarità dei mercati, di custodire la stabilità finanziaria, e di proteggere i propri interessi nella qualità di emittenti) ed un potere privato - le agenzie- che viceversa condiziona i mercati, interferisce nella possibilità degli stati di finanziarsi col debito pubblico, e rischia di turbare la stabilità finanziaria, senza incontrare regole e responsabilità.

6. Come si è anticipato, nella evoluzione della governance finanziaria globale si tende a conferire alle agenzie di rating del credito un ruolo diverso che nel passato. Si può ipotizzare che proprio il contestato

attivismo dalle agenzie nel campo del rating sovrano nel corso degli ultimi due anni abbia accelerato tale mutamento di prospettiva. L'esperienza europea mostra tuttavia le difficoltà ed i limiti del percorso riformatore.

La principale strategia indicata dal G 20 e dal World Stability Board per ridimensionare l'ingombrante e prociclica dell'oligopolio delle agenzie e cioè la eliminazione dei riferimenti al rating nell'ambito di leggi, standard e regolazioni si scontra con grandi difficoltà, sintetizzabili nel fatto che non risulta ragionevole cancellare con un tratto di penna il riferimento al rating e quindi la regulatory licence delle agenzie quando ancora non è ben chiaro come il rating esterno possa essere sostituito, col rischio di gettare nel caos i mercati finanziari. Gli operatori finanziari dovrebbero cioè tornare a fare, ma su un mercato globalizzato infinitamente più affollato di attori e di prodotti, un mestiere difficile, impegnativo sul piano organizzativo, metodologico ed economico, che essi hanno da quattro decenni disimparato, delegandolo alle big three. Ben si comprende, dunque, la lentezza, se non la reticenza di regolatori e standard setters nel cancellare i propri riferimenti al rating, che, come scrive l'*Economist*<sup>[21]</sup>, sono ancora in attesa di consigli sul modo di sostituire le agenzie con qualcos'altro. Inoltre, la cancellazione delle regulatory licence non comporterebbe necessariamente l'abbandono del rating esterno da parte degli investitori, ove questi continuassero a trovarlo vantaggioso a livello individuale, anche se pericoloso in una prospettiva collettiva per le sue valenze pro-cicliche. Come si è detto, è ben difficile immaginare che gli investitori istituzionali, le banche e le assicurazioni possano fare "in casa" quel rating sovrano che oggi gratuitamente ricevono dalle agenzie, e non è neanche sicuro che un rating "domestico" risulterebbe di qualità migliore. Un atteggiamento di prudente realismo è assai chiaramente riconoscibile nel severo parere espresso il 2 aprile 2012 dalla Banca centrale europea sulle più drastiche proposte di riforma del regolamento 1060/2009 originariamente formulate (com(2011)747, artt. 5 *bis* e 5 *ter*) nelle parti concernenti l'affidamento eccessivo ai rating esterni<sup>[22]</sup>. Scrive la BCE (punto 1.4.): "Sebbene potrebbe essere consigliabile eliminare le disposizioni che impongono il ricorso obbligatorio ai rating esterni dalla legislazione nazionale e della Unione o anche tutti i riferimenti ai rating esterni nei limiti in cui tali requisiti riferimenti esterni potessero essere percepiti come incoraggianti il ricorso "meccanico" a tali rating, la BCE raccomanda cautela in relazione alla formulazione proposta nelle menzionate proposte di riforma del regolamento, potrebbero esservi difficoltà applicative". Alla argomentazione di queste difficoltà la BCE aggiunge risolutivamente, dando la propria "interpretazione autentica" dei desiderata del Financial Stability Board: "soprattutto la BCE sostiene il parere del FSB, secondo il quale le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante e i relativi rating possono essere utilizzati in modo appropriato dalle imprese nell'ambito delle loro procedure di valutazione del credito interne. In tale contesto, obiettivi dell'attuale riforma sono l'affidamento eccessivo ai rating del credito esterni e il potenziamento della loro qualità, non l'eliminazione del loro utilizzo(...). La BCE sostiene il metodo graduale invocato dal FSB e nota che i riferimenti al rating delle agenzie di rating del credito dovrebbero essere eliminati o sostituiti solo quando siano individuate e possono essere attuate in modo sicuro alternative credibili. In tale contesto, è necessario che gli organismi di normazione e le autorità elaborino piani di transizione e scadenze per permettere la rimozione o la sostituzione dei riferimenti ai rating delle agenzie di rating del credito ove possibile, nonché l'introduzione in modo sicuro dell'associato potenziamento della capacità di gestione del rischio".

La riforma del regolamento 1060/2009 approvata dal Parlamento europeo con una larghissima maggioranza trasversale nella sessione generale del 16 gennaio 2013 si conforma alle richieste della BCE, assumendo la riduzione dell'affidamento al rating che appaia *eccessivo* o *meccanico* (e non la eliminazione tout court dell'affidamento al rating) e, soprattutto, sempre che siano identificati validi sistemi alternativi di valutazione del rischio creditizio, come un obiettivo da realizzare secondo un programma scaglionato nel tempo, che coinvolge gli enti creditizi e le imprese di investimento, le autorità di vigilanza, il Comitato europeo per il rischio sistemico, la BCE, la Commissione. Gli enti creditizi e le imprese di investimento non dovrebbero dunque fare affidamento esclusivo o meccanico ai rating, e dovrebbero essere incoraggiati dalle autorità di vigilanza a ridurre il ricorso a tale pratica nella

loro attività contrattuale (art.5 bis); le autorità europee di vigilanza sulle banche, sulle assicurazioni e sui mercati dovrebbero espungere dalle raccomandazioni, dagli orientamenti e dalle norme tecniche già entro il 31 dicembre 2013 quei riferimenti ai rating che possono generare affidamenti eccessivi o meccanici (art.5 ter); nel diritto dell'Unione i riferimenti al rating dovrebbero essere rivisti per iniziativa della Commissione entro il termine, non certo breve, del 1° gennaio 2020 (art. 5 ter bis). Alla BCE è infine affidato il compito di dar conto annualmente nella relazione sulla attività del Sistema Europeo delle Banche Centrali dei progressi nella attuazione dei principi sulla riduzione dell'affidamento al rating fissati dal Financial Stability Board, di cui la BCE è membro (cons.3 bis).

Sfumata la prospettiva di fare a meno delle agenzie cancellandole dalle regolazioni, se non a medio e lungo termine, il fulcro della riforma licenziata dal Parlamento europeo si porta sull'accrescimento della trasparenza, della indipendenza e della qualità dei prodotti di rating attraverso una e regolamentazione pubblicistica provvista di controlli e sanzioni adeguate e meno lacunosa di quella vigente. La difficoltà di garantire l'indipendenza, l'obiettività, la buona qualità del rating (compreso quello sovrano), è testimoniata dalle forti resistenze che le agenzie hanno frapposto alla attuazione del vigente regolamento 1060/2009, come si evince dall'indagine svolta dall'ESMA attraverso questionari e visite presso le e majors insediate nella Unione Europea[23] e pubblicata nel 2012. Le deficienze riscontrate dall'Autorità, rispetto a quanto viene richiesto dal regolamento 1060, sono in effetti profonde e generalizzate. Le procedure che si svolgono nei comitati ed in altri incontri non vengono adeguatamente documentate; non risultano verbalizzate né le votazioni che si svolgono nei comitati, né le motivazioni in base alle quali le proposte iniziali assegnazione del rating avanzate dagli analisti sono accolte o respinte; le decisioni organizzative e le nomine dei membri dei comitati non sono giustificate. Agli analisti che compongono i comitati non viene sempre dato tempo sufficiente per svolgere un esame adeguato dei dati in base ai quali devono pronunciarsi; il numero dei dipendenti e degli analisti, la loro qualificazione ed esperienza non garantiscono prodotti di buona qualità; i sistemi di controllo interno e l'attività dei direttori indipendenti non corrispondono allo spirito delle previsioni normative; le metodologie rese pubbliche non sempre offrono una chiara ed esaustiva rappresentazione di criteri, modelli e della corrispondente incidenza nella adozione di una decisione (le agenzie rendono cioè pubblici gli ingredienti del loro prodotto, ma i relativi dosaggi); la presentazione dei rating non è sempre corredata di elementi atti a consentire al pubblico una valutazione critica; lo stesso ambiente ITC presenta deficienze. Come si vede, questa valutazione severa è sostanzialmente coincidente con quella espressa negli studi sul rating sovrano promossi dal FMI nel 2002 e nel 2012 e lascia intuire la gravosità dell'impegno richiesto, nel momento in cui l'Autorità dovrà pretendere da agenzie abituate ad operare nell'ombra senza rispondere a nessuno il rispetto di una disciplina comunitaria assai più rigorosa e pervasiva di quella attualmente vigente.

I giri di vite della riforma licenziata dal Parlamento Europeo appaiono significativi e ricalcano sotto molti profili le soluzioni adottate dal Dodd Frank Act del 2010. Gli aspetti principali riguardano la prevenzione dei conflitti di interessi[24], le procedure di definizione delle metodologie e la loro comunicazione e sottoposizione a verifiche esterne[25], l'obbligo di fornire indicazioni chiare e comprensibili circa le metodologie e le ipotesi su cui il rating viene emesso[26], l'obbligo di comunicare preventivamente agli emittenti metodologie e ipotesi su cui si fondano rating e outlook, anche non sollecitati[27]. Il progetto affronta inoltre due aspetti ulteriori, non toccati dalla regolamentazione vigente, quello della comparabilità dei rating prodotti dalle diverse agenzie, attraverso la creazione presso l'ESMA di una piattaforma europea nella quale tutti i rating dovrebbero essere pubblicati e soprattutto quello della responsabilità civile delle agenzie nei confronti di investitori ed emittenti in caso di violazione intenzionale o per negligenza grave delle norme regolamentari[28].

Il contrasto dei conflitti di interesse, il controllo delle metodologie, la pubblicizzazione delle motivazioni su cui si fondano le decisioni, la responsabilità civile, previsti in via generale per ogni tipo di rating, dovrebbero riverberarsi positivamente anche sul rating sovrano. Tuttavia, la riforma introduce,

per la prima volta, prescrizioni specificamente indirizzate a tale tipologia di rating, Gli organi comunitari, ed in particolare il Parlamento Europeo[29], non potevano, in concomitanza con i drammatici downgrading dell' Eurozona, non farsi carico di una forte insofferenza nei confronti delle agenzie, mediando tra le richieste più radicali (come la messa al bando dei rating sovrani non richiesti dagli emittenti o la imposizione di una loro sospensione nel corso di operazioni di sostegno internazionale o comunitario a favore di stati in difficoltà) e quelle, di segno inverso, secondo cui, regole generali più severe avrebbero rese superflue prescrizioni speciali per il rating sovrano[30]. Il testo licenziato dal Parlamento europeo corrisponde ad un punto di equilibrio nel quale si riflette l'idea che il rating sovrano assolve una necessità obbiettiva dei mercati e degli stessi emittenti sovrani (non se ne può fare cioè a meno), ma comporta speciali pericoli che vanno limitati attraverso apposite cautele da prescrivere mediante con regole pubblicistiche, perchè non si può, alla luce della esperienza, confidare nella capacità e nella volontà di autodisciplina delle agenzie. I particolari pericoli che la regolamentazione comunitaria intende contenere si annidano oltre che nella dubbia qualità e nella opacità dei giudizi (segnalate in molti studi, tra cui quelli dell' IMF sui quali ci siamo soffermati), nella attitudine delle agenzie a manipolare i mercati del debito pubblico ed i corsi valutari, anche attraverso la scelta del momento in cui diffondere i rating e gli outlook, e nella loro tendenza a sconfinare dal proprio ambito specifico - la classificazione della meritevolezza del credito - pretendendo di dettare agli emittenti sovrani indicazioni di politica economica e sociale.

Quanto al primo aspetto, la riforma sottolinea la necessità di una trasparenza rinforzata relativamente alla qualità ed adeguatezza del personale impiegato, alle indagini preparatorie svolte, alla conoscibilità delle ipotesi su cui i rating si basano (cons. 30). Tanto i rating sovrani quanto gli outlook (come si è notato, questi ultimi hanno una particolare incidenza sugli spread) dovrebbero essere accompagnati dalla pubblicazione integrale di una relazione dettagliata che illustra non solo le ipotesi, i parametri, comunque tutti i fattori che sono stati presi in considerazione ai fini della formulazione del giudizio, ma anche gli elementi di incertezza [31]. Laddove sia operata una revisione dei rating o degli outlook precedenti, la relazione dovrebbe esporre in modo puntuale i cambiamenti delle ipotesi quantitative[32] e la loro ponderazione, evidenziando comunque i limiti insiti nella assegnazione nel nuovo livello di rischio ed allegando una sintesi dei verbali delle riunioni dei comitati di rating. Ulteriori oneri informativi riguardano la trasmissione all'autorità di controllo di dati disaggregati sul personale assegnato alle differenti tipologie di rating ed ai proventi di ciascuna attività di rating[33]. Ciò consentirebbe sia di verificare la adeguatezza del personale destinato al rating sovrano sia di conoscere la provenienza delle risorse utilizzate in tale settore di attività. Quanto ai rating sovrani unsolicited, spesso al centro dei contrasti tra le agenzie e gli emittenti, la riforma segue un indirizzo di prudente diffidenza, chiedendo che nei listini essi siano resi chiaramente distinguibili da quelli solicited e vietando che essi possano essere diffusi più di due o tre volte all'anno (cons.32; art. 8 c.3).

Relativamente al secondo aspetto – i rischi di manipolazione dei mercati connessi alla scelta del momento in cui un rating sovrano o una prospettiva di variazione vengono resi pubblici – le nuove norme regolamentari adottano una soluzione drastica che dovrebbe precludere la possibilità di comportamenti opportunistici senza intaccare formalmente l'autonomia delle agenzie: si prescrive infatti che l'agenzia debba attenersi al rispetto di un programma che essa stessa e' tenuta a fissare da un anno all'altro (cons. 32 punto a ; art. 8 punto 3), e che le date debbano sempre coincidere con mercato fermo (venerdì). La programmazione del calendario riduce il sospetto di manipolazioni e può smorzare gli effetti negativi, in termini prociclici, che possono essere generati da sequenze troppo ravvicinate di downgrading, ma può anche comportare effetti indesiderabili (il rating programmato può coincidere col momento più inopportuno). Per ridurre un altro aspetto critico connesso alla comunicazione dei rating, il “rischio di contagio” – la possibilità cioè che gli effetti pregiudizievoli del rating possano diffondersi ingiustificatamente da paese a paese - il regolamento impone poi che i rating sovrani possano essere emessi solo in base alla preventiva analisi delle specificità proprie di ciascun paese e vieta che possano essere effettuati outlook cumulativi di area economica riferiti a più paesi, a meno che non siano

corredati da specifiche relazioni illustrative delle singole situazioni ( cons. 32 ter, art.8 bis).

Quanto al problema, molto vivo e delicato, della eliminazione delle interferenze del rating sovrano nella sfera delle scelte politiche degli emittenti, la soluzione indicata dalla riforma regolamentare può offrire il fianco ad opposte critiche. Come si legge nelle premesse (cons. 32 quater) “la trasparenza dei rating non dovrebbe indurre a formulare conclusioni sugli indirizzi delle politiche nazionali (economiche, in materia di lavoro o altro). Di conseguenza sebbene tali politiche possano costituire per l'agenzia di rating un fattore per la valutazione del merito di una entità sovrana o dei suoi strumenti e possano essere utilizzate per spiegare i principali motivi alla base di un rating, non dovrebbero essere autorizzati requisiti e raccomandazioni dirette o esplicite da parte delle agenzie di rating alle entità sovrane in relazione a tali politiche. Le agenzie di rating dovrebbero astenersi da qualsiasi raccomandazione diretta ed esplicita sulle politiche dell'entità sovrana”. E coerentemente nell'Allegato I (sez. D, parte III, punto 44) precisa che il divieto riguarda tanto il rating quanto le prospettive di rating ( gli outlook). Il divieto così introdotto può a prima vista apparire illogico, ipocrita e illegittimamente limitativo della libertà di espressione e di critica delle agenzie. Ove si assume che la trasparenza delle motivazioni costituisce un requisito essenziale, per ridurre l'eccessivo affidamento nel rating da parte dei mercati, e che la valutazione delle capacità di governo degli emittenti e gli indirizzi politici (il political score, di cui si è in precedenza detto), costituisce un fattore di giudizio, inevitabilmente soggettivo, in base al quale le decisioni di rating vengono adottate, non si comprende come sia possibile che il regolamento, anziché di imporre la esternazione di questi apprezzamenti politici, vieti che essi siano esplicitati nelle comunicazioni delle agenzie. Le nuove norme vanno però esaminate in modo più attento, ben considerando il quadro regolatorio e sostanziale nel quale si collocano. In primo luogo va chiarito se, nel caso delle agenzie, possa farsi propriamente richiamo alla libertà di manifestazione del pensiero. Le agenzie sono imprese che producono servizi consistenti nella stima della meritevolezza di credito di un agente o di un prodotto finanziario. La produzione di tale servizio presuppone e comporta l'esercizio di una libertà di giudizio e di comunicazione che tuttavia non esclude - a differenza di libertà incompressibili riservate alle sole persone fisiche ed alle formazioni sociali - la possibilità di limitazioni giustificate dalla esigenza di salvaguardare altri interessi. Le agenzie non informano (come fanno i media, che per questo esercitano una libertà di espressione e di critica), ma giudicano della meritevolezza del credito, effettuano stime, che come tali sono sempre caratterizzate da un alto tasso di soggettività, ma che comunque scaturiscono dalla applicazione delle regole dell'arte (economical score e political score). Ed infatti, mentre nessuna regolamentazione può imporre ad una testata giornalistica le modalità di trattamento di una notizia, la regolamentazione dell' industria del rating può ben prescrivere come il rating debba essere elaborato e comunicato al pubblico. Va poi da se che gli spazi della regolamentazione pubblicistica sono tanto maggiori quanto più esteso è il valore certificatorio che le regolazioni conferiscono ai giudizi di meritevolezza delle agenzie. In secondo luogo, la limitazione imposta dal regolamento ha un oggetto ben circoscritto: si stabilisce infatti che nei rating e negli outlook non devono figurare raccomandazioni politico economiche, prescrizioni e direttive rivolte agli stati o loro autorità regionali e locali. Le “raccomandazioni”, le “prescrizioni”, le “direttive” sono cosa ben distinta dalle valutazioni delle “politiche” che un governo persegue o intende perseguire, operata dalla agenzia al fine di formulare un giudizio di meritevolezza. Raccomandazioni, prescrizioni, direttive sono infatti le tipiche forme in cui si manifesta un potere di indirizzo e non di giudizio. Il divieto pone dunque un limite che è a ben vedere implicito nel rating del credito, la cui funzione è quella di valutare la meritevolezza del debito sovrano, e non quella di indirizzare le politiche economiche, l'agenda delle autorità sovrane emittenti. In terzo luogo, la opportunità della scelta comunitaria di vietare formalmente alle agenzie di rivolgere indirizzi alle autorità sovrane discende dal fatto che le agenzie - le big three - hanno frequentemente preteso di esercitare tale potere di dettare indirizzi (non generici consigli) con la forza che viene loro dal fatto di incarnare un oligopolio mondiale che controlla il rating sovrano in modo totale ed è per questo in grado di imporre il rispetto delle sue richieste. Se il mercato del rating sovrano non avesse una caratterizzazione oligopolistica, ma concorrenziale, la necessità di affermare in modo esplicito il divieto non si porrebbe, perchè nessuna agenzia riterrebbe di poter dettare prescrizioni agli

Stati, e perchè le prescrizioni eventualmente impartite non sarebbero avvertite come una minaccia per le prerogative dei governi. Resta infine da notare che il divieto in questione ha un valore simbolico importante (le autorità della Unione Europea “mettono a partito” le agenzie, dopo che gli Stati membri ne hanno subito l'arroganza) ma non è certamente in grado, da solo, in assenza di altre strutturali misure, di ridimensionare il peso eccessivo delle agenzie e la loro capacità di condizionare le agende politiche, che può ben manifestarsi egualmente in forme esteriormente sobrie ed asettiche.

Incrociando le disposizioni generali riguardanti le agenzie ed i loro prodotti, e quelle speciali indirizzate al rating sovrano si può dedurre, con qualche ottimismo, che lo spazio di franchigia di cui le agenzie hanno goduto potrebbe subire, per effetto della riforma, un certo ridimensionamento. E' però difficile prevedere se ciò potrà bastere a ridurre le forti tensioni esistenti nel rapporto tra agenzie ed emittenti sovrani, tensioni che dovrebbero essere in qualche modo arbitrate, con molta energia, attraverso i controlli, le sanzioni e la moral suasion da parte di una Agenzia, l' ESMA, che per la sua stessa prossimità fisica al mercato della City londinese potrebbe non essere dotata della sensibilità necessaria. Vanno inoltre segnalate due grandi questioni che la riforma comunitaria lambisce, ma lascia sostanzialmente aperte. In primo luogo, l' obiettivo di una maggiore trasparenza delle attività di rating sovrano poste in essere dalle agenzie non può essere disgiunto da una corrispondente e simmetrica maggiore trasparenza finanziaria degli emittenti sovrani. L' opacità dei dati della finanza statale nel passato ha oggettivamente alimentato il ruolo delle agenzie (nella supposizione che queste riuscissero ad avere informazioni migliori di quelle disponibili al pubblico), ma al tempo stesso è stata alla base del rischio informativo che, come si è notato, può essere considerato una delle maggiori cause dei “fallimenti” del rating sovrano. Se, come sembra ineluttabile, i debiti sovrani continueranno a cercare i loro finanziatori nel mercato internazionale, i dati della finanza pubblica, da intendersi come un bene comune, dovranno essere messi dagli stati a disposizione dei mercati e della opinione pubblica, in quantità e qualità adeguate, per consentire sia agli investitori sia alle agenzie di svolgere al meglio le loro valutazioni di rischio. La consapevolezza di ciò si rinviene nella riforma regolamentare comunitaria, che affida alla Commissione il compito di raccogliere, trattare e pubblicare, nel quadro della sua attività di vigilanza sulle politiche economiche e fiscali degli Stati membri, e nel limite della riservatezza che tale vigilanza comporta, i dati relativi alla situazione, ai risultati economici, finanziari e fiscali di ciascun Paese, allo scopo di metterli a disposizione degli investitori, per consentire loro di valutare il merito potenziale di credito degli emittenti. La stessa Commissione potrebbe integrare tali dati con fattori ed indicatori supplementari, utili a rendere più agevole la valutazione di meritevolezza.

(cons.30 bis). Dunque, la riforma affida alla Commissione un compito molto delicato e complesso, sotto il profilo tanto tecnico quanto politico, di mediazione e garanzia tra Stati membri e mercati, nella produzione di un flusso regolare di informazioni. Tale missione tuttavia, se non è accompagnata dalla definizione di regole, procedure, assetti organizzativi, allo stato del tutto assenti, si risolve in una mera buona intensione.

In secondo luogo, le prospettive del rating sovrano non possono essere separate dal superamento dell'oligopolio delle agenzie (o meglio del duopolio Standard & Poors e Moody's, che si spartiscono la quasi totalità di tale mercato). Nel dibattito che si è svolto in seno alla Comunità ha ricevuto ampio seguito la ipotesi di rompere l'oligopolio americano attraverso la creazione di una agenzia indipendente europea, secondo un percorso analogo a quello che ha portato alla emersione, in ambito cinese, della agenzia Da Gong. Tale progetto, accolto in un primo tempo dal Parlamento Europeo si è però arenato, per le sue difficoltà attuative e per la dubbia fiducia che i mercati avrebbero potuto accordare a rating sovrani prodotti da una entità troppo vicina agli emittenti. La riforma licenziata nel 2013 lascia intendere che la questione potrebbe essere riconsiderata entro il 2016, in ragione della futura evoluzione del mercato del rating, ed assegna alla Commissione il compito di studiare l'opportunità e le modalità organizzative di una agenzia per il rating sovrano e di una fondazione operante nelle altre tipologie di rating (cons. 32 bis).

Una maggiore apertura del mercato resta dunque tra i desiderata del nuovo regolamento, anche se gli strumenti previsti a tal fine appaiono modesti. Allo scopo di favorire l'indipendenza ed il pluralismo delle agenzie si vieta che l'azionista che detiene più del 5% di una agenzia possa avere una partecipazione superiore al 5% del capitale di un'altra agenzia (art.6 bis); si auspica che, ove un investitore intenda chiedere un doppio rating, consideri la possibilità di chiedere la seconda valutazione ad una agenzia che copra una quota di mercato inferiore al 10%; si formula l'impegno a sostenere in futuro, anche con incentivazione di carattere finanziario, la creazione di una rete di piccole agenzie del credito dando mandato alla Commissione di relazionare al riguardo entro la fine del 2013(cons. 36 bis). E' stata invece ridimensionato, limitandolo al solo settore del rating delle ricartolarizzazioni, anche in ragione delle perplessità espresse dalla BCE, l'obbligo (art. 6 ter) fatto agli emittenti di cambiare periodicamente il fornitore dei servizi di rating (c.d. obbligo di rotazione), per impedire la formazione di concrezioni di interessi e favorire l'ingresso di nuovi operatori; è invece sparito dal testo di riforma licenziato il divieto fatto alle majors di acquisire nuove agenzie per un decennio che il progetto prefigurava per porre un argine alle concentrazioni e per impedire che le nuove concorrenti finiscano fagocitate. In questo scenario, lo sviluppo dell'offerta dei servizi di rating, in una prospettiva necessariamente di lungo termine, resta dunque essenzialmente legato alle capacità attrattive di un mercato che, nonostante il discredito che il rating ha raccolto, continua ad essere in espansione ed a produrre profitti elevati, richiamando nuovi operatori globali e regionali quali Kroll, Bloomberg e The Economist Intelligence Unit.

## All.1 Taming the Agencies: A democratic, accountable and transparent credit rating system

*Declaration adopted by the PES Presidency on 6 October 2011*

Credit Rating Agencies (CRAs) have become a major factor of instability. Since the beginning of the Eurozone debt crisis, the 3 agencies, which control 95% of the market (Moody's, Standard and Poor's (S&P) and Fitch) have effectively been dictating economic policy to EU Member States. This is not to say that CRAs are entirely responsible for the eurozone debt crisis, but their biased judgments and excessive power have certainly made it worse.

A number of member states need structural changes to correct the factors that created the conditions for the crisis. But to do that requires governments to have enough room to manoeuvre and to be able to have comprehensive democratic control of their economic and fiscal policy tools. Yet because of successive downgrades and rising interest rates, sovereign states, individually, and collectively, have seen a drastic reduction in their scope to formulate economic policy. This situation needs to be addressed by EU policymakers. For the sake of our economies, of our societies, and of our democracies.

Wholly detached from their accountability, transparency and even accuracy of their decisions, the power of Credit Rating Agencies (CRAs) has grown dramatically in the last decades. Unaccountable to the people and their democratically elected representatives, they answer only to their basic short-term needs, which are driven solely by profit. In the decade preceding the current crisis, large CRA revenues rose by as much as 900% and according to Nobel Prize laureate Joe Stiglitz, the subprime crisis would not have happened without their contribution.

From their role in fuelling the subprime bubble, to Standard & Poor's \$2 trillion calculation "error" that led to the US downgrade, the need for a reform of the rating system has become more apparent than ever.

Since the crisis, CRA actions have been rife with inconsistencies. Recent ratings of many sovereign debts have been subsequently proven to be inaccurate. Questions over the impartiality of the ratings have remained. The CRA were unable to assess consistently all available information, institutional structure of the Eurozone and political context of potential payment defaults.

Our demands for fixing credit rating

Our response is twofold. We must take immediate regulatory measures to tackle the most urgent problems of the private credit-rating system. In the long run, the creation of a European Independent Credit Rating Agency (EICRA) would be an important step in addressing all the flaws of the credit rating system.

Measures that can and must be taken immediately include:

**Tackling the conflict of interest:** Issuers of rated financial products choose their agency according to the probability of getting a good rating. Because CRAs rely on fees paid by those who are being rated rather than by those who use ratings, their business model is flawed with potential conflict of interest. To circumvent this, the rating models and methodology used by CRAs must be disclosed to the public. Only widespread transparency can avoid preferential treatment of certain issuers. Moreover, potential conflicts of interest also arise from the ownership structure of CRAs which are largely owned by financial institution that rely on credit rating in their day-to-day business.

**Transparency:** Credible and democratic credit rating requires the highest level of transparency. Furthermore, states, unlike companies, can never go bankrupt. The rating of states has far greater consequences than the rating of individual companies. For these reasons the rating of states and the rating of companies must rely on clearly differentiated criteria.

**Fighting markets concentration:** Only three US-based CRAs share 95% of the global market. Moreover, these three supposedly competing agencies are largely owned by the same shareholders. The degree of their abnormal profit – above 40% of their revenues – is evidence of their market dominance, and indicates potential market abuse that must be investigated and, if appropriate, corrected. The European Commission must use its unequivocal mandate in this respect and launch an investigation without delays.

**Compare CRAs' accuracy:** In the short run a publicly accessible register of CRAs' past performances can be created, in order to enable regulators to assign obligatory rating according to the CRAs' accuracy, not their market position. Systems of double-ratings can also be used to limit the influence of single CRAs.

**Giving regulatory power back to the regulator:** Since the 1970s, governments have literally outsourced

their risk assessment capacities to private CRAs. This in turns has transformed the rating of private CRAs from opinions into rulings. CRAs representatives have repeatedly claimed that they do not want this responsibility. Public institutions must favour their own risk assessments and rely in later stages on EICRA.

These measures are a first answer to fixing credit rating. However, in order to fully address the reliance of the current regulatory system on private CRAs, the oligopolistic structure of the market and the inherent conflict of interest, an independent alternative to private credit rating is necessary.

The PES supports the creation of a European Independent Credit Rating Agency. Fully autonomous from both the market and governments, the EICRA would reduce information asymmetry in the global market, promote transparency and accountability of the current system and generate reliable information on creditworthiness for regulatory and supervisory purposes. It should have the following characteristics:

It would rate both private and sovereign issuers and products. It would be financed independently and would thus eliminate entirely conflicts of interest inherent to the issuer-pays model.

Its rating model would take into account economic growth, job creation and long-term solvability independent of business cycles. It would be democratically adopted by the European Parliament and the Council. This would reduce the strictly pro-cyclical effect of private rating and would not push issuers and credit products into a spiral of downgrades and rising yields.

In the near future, the rating delivered by EICRA should be the only measure of risk internalised by European regulators and central bank. In turns, EICRA ratings would be established as a benchmark for European public pension funds and other public investment institutions.

Reforming the current system of credit rating is an essential part of our strategy to regulate financial markets so that finance can become a true contributor to growth and jobs. This reform of the financial sector is an integral part of the PES progressive and fair solution to the crisis.

*Note: The British Labour Party does not sign up to this declaration*

All. II

Principle I. Reducing reliance on CRA ratings in standards, laws and regulations

Standard setters and authorities should assess references to credit rating agency (CRA)

ratings in standards, laws and regulations and, wherever possible, remove them or

replace them by suitable alternative standards of creditworthiness.

- References to CRA ratings should be removed or replaced only once alternative

provisions in laws and regulations have been identified and can safely be implemented.

- It is particularly pressing to remove or replace such references where they lead to mechanistic responses by market participants.

- Standard setters and authorities should develop alternative definitions of creditworthiness and market participants should enhance their risk management capabilities as appropriate to enable these alternative provisions to be introduced.

- Standard setters and authorities should develop transition plans and timetables to enable the removal or replacement of references to CRA ratings wherever possible and the associated enhancement in risk management capabilities to be safely introduced.

#### Principle II. Reducing market reliance on CRA ratings

Banks, market participants and institutional investors should be expected to make their own credit assessments, and not rely solely or mechanistically on CRA ratings.

- The design of regulations and other official sector actions should support this principle.

- Firms should ensure that they have appropriate expertise and sufficient resources to manage the credit risk that they are exposed to. They may use CRA ratings as an input to their risk managements, but should not mechanistically rely on CRA ratings.

- Firms should publicly disclose information about their credit assessment approach and processes, including the extent to which they place any reliance on, or otherwise use, CRA ratings.

- Supervisors and regulators should closely check the adequacy of firms' own credit assessment processes, including guarding against any upward biases in firms' internal ratings.

#### Principle III.1. Central bank operations

Central banks should reach their own credit judgements on the financial instruments that they will accept in market operations, both as collateral and as outright purchases. Central bank policies should avoid mechanistic approaches that could lead to unnecessarily abrupt and large changes in the eligibility of financial instruments and the level of haircuts that may exacerbate cliff effects.

Central banks should avoid mechanistic use of CRA ratings by:

- except when infeasible, making independent determinations of whether a financial instrument should be eligible in its operations (both by being prepared to reject assets offered as collateral or for outright purchase despite their external ratings and by assessing whether any external rating change should lead to a change in a financial instrument's eligibility or haircut);
- reserving the right to apply risk control measures such as additional haircuts to any individual financial instruments or classes of collateral based on an internal risk assessment; and
- reserving the right to apply additional risk control measures such as additional haircuts to any individual financial instrument that has not been subject to an internal risk assessment by the central bank.

### Principle III.2. Prudential supervision of banks

Banks must not mechanistically rely on CRA ratings for assessing the creditworthiness of assets. This implies that banks should have the capability to conduct their own assessment of the creditworthiness of, as well as other risks relating to, the financial instruments they are exposed to and should satisfy supervisors of that capability.

- In order to provide market discipline, banks should publicly disclose information about their credit assessment approach, and the proportion of their portfolio (or of particular asset classes) for which they have not conducted an internal credit assessment. This could be required for instance through Pillar 3 of the Basel II

framework.

- Banks using the standardised Basel II approach currently have minimum capital requirements based on CRA credit ratings. As long as some banks continue to have capital requirements based on CRA ratings, supervisory processes should be put in place to check the understanding of the appropriate uses and limitations of CRA ratings by these banks' risk managers.

III.2.a. Larger, more sophisticated banks within each jurisdiction should be expected to assess the credit risk of everything they hold (either outright or as collateral), whether it is for investment or for trading purposes.

- In order to ensure that credit risks are adequately managed, banks should, where needed, enhance their capacity for internal credit assessment.

- Supervisors should incentivise banks to develop internal credit risk assessment capacity, and to increase use of the internal-ratings-based approach under the Basel capital rules. In order to do this, supervisors should enhance their ability to oversee and enforce sound internal credit policies.

- This may require an increase in resources devoted to bank risk management and supervisory oversight of risk management.

III.2.b. Smaller, less sophisticated banks may not have the resources to conduct internal credit assessments for all their investments, but still should not mechanically rely on CRA ratings and should publicly disclose their credit assessment approach.

- Such banks should understand the credit risks underlying their balance sheet as a whole and, for all exposures that would materially affect the bank's performance, should make a risk assessment commensurate with the complexity and other characteristics of the investment product and the materiality of their holding.

Principle III.3. Internal limits and investment policies of investment managers and

institutional investors

Investment managers and institutional investors must not mechanistically rely on CRA ratings for assessing the creditworthiness of assets. This principle applies across the full range of investment managers and of institutional investors, including money market funds, pension funds, collective investment schemes (such as mutual funds and investment companies), insurance companies and securities firms. It applies to all sizes and levels of sophistication of investment managers and institutional investors.

III.3.a. Investment managers should conduct risk analysis commensurate with the complexity and other characteristics of the investment and the materiality of their exposure, or refrain from such investments. They should publicly disclose information about their risk management approach, including their credit assessment processes.

III.3.b. Senior management and boards of institutional investors have a responsibility to ensure that internal assessments of credit and other risks associated with their investments are being made, and that the investment managers they use have the skills to understand the instruments that they are investing in and exposures they face, and do not mechanistically rely on CRA ratings. Senior management, boards and trustees should ensure adequate public disclosure of how CRA ratings are used in risk assessment processes.

III.3.c. Regulatory regimes should incentivise investment managers and institutional investors to avoid mechanistic use of CRA ratings.

- Regulators of investment managers should enhance their ability to oversee and enforce sound internal credit policies.

Principle III.4. Private sector margin agreements

Market participants and central counterparties should not use changes in CRA ratings of counterparties or of collateral assets as automatic triggers for large, discrete collateral calls in margin agreements on derivatives and securities financing transactions.

III.4.a. Supervisors should review the margining policies of market participants and central counterparties to guard against undue reliance on CRA ratings.

#### Principle III.5. Disclosures by issuers of securities

Issuers of securities should disclose comprehensive, timely information that will enable investors to make their own independent investment judgements and credit risk assessments of those securities. In the case of publicly-traded securities, this should be a public disclosure.

III.5.a. Standard setters and authorities should review whether any references to CRA ratings in standards, laws and regulations relating to disclosure requirements are providing unintended incentives for investors to rely excessively on CRA ratings and, if appropriate, remove or amend these requirements.

[1] Sul ruolo delle agenzie nella organizzazione del mercato dei derivati e nella creazione di un circuito distributivo immunizzato da responsabilità v. Di Gaspare, *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, Cedam, 2011, 184 ss.

[2] Tra le ricostruzioni di tale processo v. nella letteratura nazionale, G. Romano, *Le agenzie di rating del credito. Fenomenologia e regolamentazione*, Luiss, Dipartimento di Studi giuridici-CERADI, 2010; Presti, *Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione*, Jus, 2009, I, 67; F. Parmeggiani, *La regolazione delle agenzie di rating tra tentativi incompiuti e prospettive future*, in *Giur. Comm.* 2010, 121; L. Pianesi, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*, in *Riv. Trim. Dir. Pubbl.* 2011, 200; L. Ammannati, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, in [www.amministrazioneincammino.it](http://www.amministrazioneincammino.it) (2011); A. Benedetti, *Le agenzie di rating tra crisi dei modelli di mercato e criticità dei processi di regolamentazione*, in *Costituzionalismo.it* fasc. 2/2012

[3] V. in particolare, la disciplina puntuale delle ipotesi di sospensione e revoca delle licenze; le sanzioni indirizzate direttamente ai dipendenti; i controlli circa la adeguatezza delle risorse impiegate nei procedimenti di rating; l'obbligo di allegare al rating una documentazione probatoria; l'obbligo di sottoporre i rating a stress test; i controlli sulla governance delle agenzie; la responsabilità civile nei confronti dei terzi, con la tipizzazione della due diligence e della reasonable investigation.

[4]La sez.939 A prevede che entro un anno le agenzie federali e gli organi di regolazione effettuino un programma di revisione delle previsioni statutarie e regolatorie concernenti la meritevolezza creditizia, sostituendo i riferimenti al rating del credito delle NRSRO (Nationally Recognized Rating Organizations) con altri standard.

[5]Per le repliche di S&P v. *Special report on the U.S. Rating downgrade and its global effects*, in *Credit Week*, aug. 17, 2011, in [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), dove tra l'altro si sostiene che il political score negativo assegnato alla capacità delle istituzioni e della politica americana di ridurre il debito trova la sua giustificazione in una puntuale applicazione dei criteri metodologici in base ai quali il rating sovrano viene definito.

[6]V. le considerazioni di C. Pinelli, *L'incontrollato potere delle agenzie di rating*, in [www.costituzionalismo.it](http://www.costituzionalismo.it) (2012), che sottolineano la valenza costituzionale di questo conflitto.

[7]PES, *Taming the agencies: a democratic acceptable and transparent credit rating system*. (V. all.1)

[8] *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* 27 October 2010. ( V. all.2).

[9]Per un quadro d'insieme, v. , Kim, Pil.Kyn, *G20 Plan to reduce reliance on CRA's and Korea's response*, Korea Capital Market Institute, 2011, reperibile in [www.KSRI.org](http://www.KSRI.org). Le misure deliberate risultano ampiamente corrispondenti alle analisi ed alle proposte elaborate contestualmente in seno all'IMF. V. in particolare il *Global Financial Stability Report 2010, chap.3, Uses and abuses of sovereign credit ratings* (rep. in [www.imf.org](http://www.imf.org))

[10]ANSA, 12 agosto 2012

[11]Sulla nascita e l'evoluzione del rating sovrano v. Ashok Vir Bhatia, *Sovereign credit methodology. An evaluation*, IMF Working paper, 02/170 2002, reperibile in [www.imf.org](http://www.imf.org); D. Levey, *Sovereign rating history*, in Moody's Investor Service Special Comment, 2002, in [www.moody's.com](http://www.moody's.com)

[12] Le tariffe del rating sovrano (Bhatia cit.) un decennio addietro variavano tra 50.000 e 150.000 e più dollari all'anno, secondo le dimensioni dell'emittente. Nessuna agenzia, peraltro, dichiara i proventi ed i costi del rating. (solo i progetti di riforma del regolamento comunitario prevedono obblighi di pubblicità in questo campo).

[13] I rating di Moody's si riferiscono alle perdite attese, mentre quelli Standard & Poor's e Fitch's considerano la sola probabilità di fallimento.

[14]Solo nel 2012 il regolamento delegato n.447 ha emanato prescrizioni concernenti l'obbligo delle agenzie di fare uso sistematico e continuo e trasparente di metodologie rigorose e soggette a verifica,

[15] *Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings*),

IMF Working Paper 2012. reperibile in [www.imf.org](http://www.imf.org)

[16] Informazioni aggiornate sono reperibili in [www.standardsandpoors.com](http://www.standardsandpoors.com), con (“How we rate sovereigns”). Per una analisi critica di tale ramp v. Bhatia *cit.*, .

[17] V. in particolare *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*

*Criteria, cit.* parr. 36-41.

[18] *Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings*, IMF Working Paper 2012 cit.

[19] Per un quadro di confronto dei contributi economici sul tema v. Batia *cit.* e Kiff, Nowack e Schumaker *cit.*

[20] L'analisi ha interessato 72 dei titoli sovrani valutati da Moody's ed ha messo a confronto 101.176 spread quotidiani e 194 decisioni di rating (downgrading, upgrading, outlook positivi e negativi), nel periodo gennaio 2005-luglio 2010.

[21] *Judges with tenure. Making financial markets less reliant on rating will not be straightforward*, The Economist 13 ag.2011

[22] Pubblicato in GUCE C167/2 del 13.06.2012.

[23] *ESMA's Report on the supervision of Credit Rating Agencies*, march 2012, reperibile in [www.esma.europa.eu](http://www.esma.europa.eu)

[24] L' allegato I, sezione B, punto. 3 vieta l'emissione del rating in presenza di conflitti di interessi effettivi o potenziali derivanti dal coinvolgimento di soggetti che detengono più del 10% del capitale dell'agenzia o in grado di esercitare su di essa una influenza significativa; l' allegato I, sezione B, punto 4 vieta ai soggetti che detengono più del 5% del capitale o esercitano una influenza significativa sull'agenzia di fornire consulenze all'entità sottoposta a valutazione.

[25] per gli articoli 8, paragrafi 5 *bis*),6 e 7 le variazioni significative delle metodologie, che devono essere rigorose, sistematiche, continuative e convalidate in base alla esperienza, sono sottoposte a consultazione (art.14), valutate ed approvate dall' ESMA (che comunque non può imporre scelte di merito) e rese pubbliche col corredo di una spiegazione dettagliata.

[26] Allegato I, sezione D, parte I, punto 2 *bis*.

[27] Allegato I, sezione D, parte I, punto 3

[28] V. i cons. 24,25 e 26 e l'art. 35 bis. L'onere della prova grava sul ricorrente, nel limite della sua possibilità di fare accesso alle informazioni che sono di stretta pertinenza delle agenzie. La responsabilità civile originariamente prevista solo a favore degli investitori, è stata nel corso dell'iter approvativo opportunamente estesa agli emittenti emittenti.

[29] Nella risoluzione dell' 8 giugno 2011 (2010/2302(INI)) il Parlamento Europeo ha direttamente affrontato il tema del rating sovrano o ( v. i punti 34-40) sottolineandone le criticità (in particolare, il deficit di trasparenza, l'oscurità delle metodologie ed il discostamento dei rating delle agenzie dai modelli previsionali in uso presso le istituzioni finanziarie internazionali, la grave potenzialità prociclica

e il pesante impatto sul corso degli spread).

[30] Per un ampio quadro dei temi di dibattito, col corredo di indicazioni bibliografiche aggiornate si segnala la pubblicazione del Parlamento Europeo *Rating Agencies. Role and influence of their sovereign credit risk assessment in the Euro Area*, (dec. 2011), nella quale un panel di esperti (S. Eijffinger, G. De la Dehesa, A. Sibert, N. Veron, G.B. Wolf, K. Whelan) analizza e valuta le proposte di riforma emerse in ambito comunitario, esprimendo molte riserve relativamente alla istituzione di una agenzia indipendente europea di rating (rep. in [www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies](http://www.europarl.europa.eu/activities/committees/studies)).

[31] All.I, sez.D, parte III – Obblighi aggiuntivi relativi ai rating sovrani. Tali obblighi si assommano a quelli richiesti, in generale per ogni tipologia di rating (indicazione dell'analista principale; esposizione delle principali fonti rilevanti, delle metodologie, delle ipotesi; presentazione degli scenari di stress, della qualità delle informazioni e della loro verifica, etc).

[32] Gli elementi di valutazione che la relazione deve evidenziare sono reddito pro-capite, prodotto interno lordo, tasso di inflazione, saldo di bilancio, saldo dei conti con l'estero, debito estero, indicatore di sviluppo economico, indicatore di inadempimento.

[33] Allegato I, sezione E, parte III, punti 3 e 7.