



**CONSULTA ONLINE**

PERIODICO TELEMATICO ISSN 1971-9892



2016 FASC. II

(ESTRATTO)

**GIORGIO GRASSO**

**AGENZIE DI *RATING*  
E IMPATTO SULLE SOVRANITÀ**

12 LUGLIO 2016

**IDEATORE E DIRETTORE RESPONSABILE: PROF. PASQUALE COSTANZO**

**Giorgio Grasso**  
**Agenzie di rating e impatto sulle sovranità\***

*Abstract: this short article examines the sovereign credit ratings that is the credit rating released from credit rating Agencies where the entity rated or where the issuer of the debt or financial obligation is a State or a regional or local authority of a State or an international organization created by the State. During the financial and economic crisis sovereign credit ratings both in Europe and in Latin America shows deficiencies and some concerns for a lot of basic categories of constitutional law, because for example the publication of sovereign ratings or outlooks and the disclosure of rating changes affects the reliability of States, without any accountability of rating Agencies, even if the ratings have proven often to be inaccurate.*

*By using the provisions of the Article 5 of Regulation (EU) No 1060/2009, on the equivalence and certification based on equivalence, between credit rating Agencies, registered in the European Union and credit rating Agencies established in third countries, the article realized a first comparison with States like Argentina, Brazil and Mexico, with the aim to prove that there cannot be power without responsibility, and this also concerns the power of the most powerful actors in the age of globalization, like credit rating Agencies.*

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Rating e Rating sovrano. – 3. Qualche spunto comparativo con le vicende Iberoamericane. – 4. La disciplina normativa di riferimento: cenni. – 5. L'equivalenza tra il quadro giuridico e di vigilanza europeo e quello dei Paesi terzi (Argentina, Brasile e Messico, in particolare). – 6. Agenzie di rating e costituzionalismo: controllo giurisdizionale e pubblicizzazione del rating sovrano. – 7. Cenni conclusivi.

### 1. Introduzione

Occuparsi di “Agenzie di rating e impatto sulle sovranità”, seguendo il titolo di questo contributo, costringe a ritagliare all'interno dei più generali problemi che pone l'attività di rating sul credito gli aspetti specificamente riferiti al rating sovrano e al rating delle finanze pubbliche, quello rivolto cioè agli Stati, alle autorità regionali e locali, alle istituzioni finanziarie internazionali, alle organizzazioni sovranazionali, agli enti pubblici, così come stabilito dalla normativa europea<sup>1</sup> e con poche, più sintetiche, varianti anche dalla normativa statunitense<sup>2</sup>.

A voler essere molto netti, ragionare di rating sovrano, nella sua dimensione costituzionale, significa provare a riportare le Agenzie di rating dentro la cornice più autentica del costituzionalismo, inteso come limite all'esercizio del potere, nella necessaria corrispondenza tra il momento del potere e quello della responsabilità<sup>3</sup>.

---

\* Relazione presentata al Convegno *Costituzione economica e democrazia pluralista*, L'Aquila, Chieti-Pescara, Teramo, 4-7 aprile 2016, con qualche successivo aggiornamento e con l'aggiunta di alcune note e dei riferimenti bibliografici utilizzati per la sua stesura. Destinata anche alla pubblicazione negli *Atti*, per i tipi dell'Editoriale Scientifica, Napoli, 2016.

<sup>1</sup> Questo elenco è contenuto in particolare nell'art. 6 del Regolamento delegato (UE) 2015/2 della Commissione del 30 settembre 2014, che integra il Regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione per la presentazione delle informazioni che le Agenzie di rating del credito mettono a disposizione dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

<sup>2</sup> Nelle *Final Rules* adottate nell'agosto del 2014 dalla *Securities and Exchange Commission* statunitense si prevedono cinque classi di *credit ratings*, tra cui una rappresentata da «*issuers of government securities, municipal securities or securities issued by a foreign government*».

<sup>3</sup> Su questo fondamentale profilo del costituzionalismo, applicato alle Agenzie di rating, vedi per primo C. PINELLI, *L'incontrollato potere delle Agenzie di rating*, in <http://www.costituzionalismo.it>, 2012, 2; vedi, inoltre, G. GRASSO, *Rating dei debiti sovrani e diritto costituzionale*, in *Quad. cost.*, 2015, 87-88 e *passim*. In quest'ultimo lavoro sono sviluppati molti temi che qui trovano solo una sommaria ricostruzione.

E, poiché questo scritto si colloca nell'ambito di un Convegno internazionale, promosso dall'Istituto Iberoamericano di Diritto costituzionale, tenterò di fare anche qualche prima considerazione comparativa tra le vicende europee e le vicende del Sud America in particolare, visto che, nella seconda fase della crisi economico-finanziaria, quella che ha investito il debito sovrano, le valutazioni effettuate dalle Agenzie di *rating* hanno certamente colpito il c.d. ventre molle dell'Eurozona, rappresentato da Stati come l'Italia, la Spagna, la Grecia, il Portogallo, non meno che Paesi dell'America Latina, con una situazione politico-istituzionale spesso in tensione tra grandissime prospettive di sviluppo e di crescita, da un lato, e la necessità, dall'altro, di risolvere gravi problemi di natura politica, economica, sociale.

Del resto, come vedremo, esiste un punto di convergenza tra i due livelli, quello europeo e quello del Continente sudamericano, rappresentato dalla normativa europea<sup>4</sup>, la quale si è preoccupata di stabilire regole per garantire il riconoscimento dell'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza, fissato per le Agenzie di *rating* insediate e registrate in Europa, nei confronti dei Paesi terzi, tra cui spiccano, per le nostre riflessioni, l'Argentina, il Brasile e il Messico.

## 2. Rating e Rating sovrano

La circostanza che io debba considerare il *rating* sovrano non mi esime dal compiere due brevi osservazioni sulla cornice normativa più generale che riguarda le Agenzie di *rating* del credito. Mi riferisco, da una parte, al problema della mancanza di concorrenza all'interno del settore delle Agenzie di *rating*, poiché le tre Agenzie "sorelle", *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch Ratings*, occupano almeno il novanta per cento del mercato mondiale, essendo molto difficile per altre Agenzie minori di *rating* entrare dentro quel mercato; e, dall'altra parte, alla circostanza, di facile constatazione, che le Agenzie di *rating* hanno ottenuto molto potere anche perché la normativa statunitense, quella europea e quella internazionale per lungo tempo hanno attribuito in modo esclusivo alle valutazioni e ai giudizi emessi dalle Agenzie di *rating* quello che è stato denominato il "valore regolamentare" del *rating*, capace di costituire quindi l'unico strumento per autorizzare, anche in base al punteggio ottenuto, la collocazione di un certo prodotto finanziario sul mercato. Soltanto la disciplina normativa più recente ha cercato di superare questo profilo di grande criticità, come si vedrà tra breve.

Ma perché il *rating* sovrano ha delle peculiarità, delle singolarità, che meritano l'attenzione dello studioso del diritto costituzionale?

Basti qui ricordare la circostanza che, proprio nel biennio 2011/2012, almeno in Europa, le Agenzie di *rating* hanno finito per declassare pesantemente i debiti sovrani di numerosi Stati europei, andando conseguentemente a incidere sull'indirizzo politico di quegli Stati, in ordine, per esempio, alla possibilità di compiere determinate scelte in tema di *welfare* e di politiche di protezione sociale o di adottare politiche di altra natura<sup>5</sup>.

Si è capito tardi che nei confronti del *rating* sovrano, rivolto agli Stati, dovevano valere regole diverse, ad esempio la regola secondo la quale, nel momento in cui un'Agenzia emette un *rating* non richiesto, non sollecitato, occorre effettuare una calendarizzazione, al fine di evitare, in particolare, che l'Agenzia possa dare "la pagella" agli Stati soprattutto nell'imminenza e/o in prossimità di un'elezione politica oppure nel frangente in cui uno Stato stia affrontando una delicata situazione di politica interna, al pari dei casi di una crisi politico-istituzionale. Analogamente, si è capito tardi

<sup>4</sup> Si vedano l'art. 4, c. 3, del citato Regolamento n. 1060/2009, che disciplina le modalità con cui un'Agenzia di *rating* stabilita nella Comunità e regolarmente registrata possa avallare un *rating* emesso in un Paese terzo (c.d. *endorsement*), e soprattutto l'art. 5 del medesimo regolamento, che disciplina le modalità di equivalenza e di certificazione basata sull'equivalenza, per poter utilizzare nella Comunità i *rating* del credito in ordine a entità stabilite in Paesi terzi o a strumenti finanziari emessi in Paesi terzi e che sono emessi da un'Agenzia di *rating* del credito ivi stabilita, laddove in particolare non trovi impiego l'art. 4, c. 3, appena citato.

<sup>5</sup> Per un resoconto, si veda G. GRASSO, *Rating dei debiti sovrani e diritto costituzionale*, op. cit., 95-98.

che era anche fondamentale impedire che le valutazioni sugli Stati avvenissero poco prima della chiusura delle contrattazioni della Borsa, perché ovviamente, nel momento in cui viene emesso un *rating* su uno Stato, quel *rating* si ripercuote anche su tutti gli investitori pubblici e privati che operano dentro lo Stato, per un naturale effetto di propagazione, oltre che per quel meccanismo di “*sovereign ceiling*”, per il quale il *rating* dell’emittente sovrano diventa il *rating* di riferimento per tutti gli strumenti finanziari di natura privata di quello Stato, esentando le Agenzie di *rating* dal valutare separatamente questi diversi prodotti finanziari.

A questi profili problematici soprattutto il diritto europeo ha cercato di dare qualche risposta, con il Regolamento n. 462/2013, che modifica il Regolamento n. 1060/2009, del quale si dirà tra poco.

### 3. Qualche spunto comparativo con le vicende Iberoamericane

Proprio nell’ottica della comparazione a cui facevo cenno in precedenza, è utile dare conto brevemente di una serie di note, *rating* e valutazioni prospettiche (*outlook*) che, soltanto nel corso dei primi mesi del 2016, le tre Agenzie di *rating* hanno adottato nei confronti di alcuni Paesi dell’America Latina e dell’America Centrale<sup>6</sup>.

Così agli inizi di marzo del 2016, si può segnalare un *rating* molto duro di *Moody’s* nei confronti del Venezuela, motivato in particolare dal crollo del prezzo del petrolio, risorsa fondamentale per l’economia del Paese, da un’inflazione arrivata a livelli percentuali elevatissimi, dalle deboli risposte della politica, con un Paese considerato, conclusivamente, ad alto rischio di *default*.

Le vicende brasiliane, prima dell’*impeachment* contro la Presidente Dilma Rouseff, con tutta una serie di *rating* (ancora di *Moody’s*, nel caso di specie), dove si sottolinea che, di fronte alla grave crisi politica<sup>7</sup> ed alla questione della corruzione, «le sfide del Brasile richiederebbero una significativa e forte volontà politica», anche con un accordo tra Governo e Congresso, per poter incidere, per esempio, con riforme sull’età minima delle pensioni e sulla flessibilità fiscale. Ma la debolezza del sistema politico impedisce che queste riforme possano essere portate avanti in modo solido e, quindi, l’*outlook* fornito dall’Agenzia di *rating* è di segno negativo<sup>8</sup>. Nella fase politica successiva, poi, alla sospensione della Rouseff, restano comunque molte incertezze e le proposte di riforma annunciate dal Presidente Temer, in particolare in campo fiscale, che potrebbero essere favorite da una migliore collaborazione tra Presidente e Congresso, impossibile sotto la Presidenza Rouseff, sembrano non convincere sino in fondo ancora *Moody’s*, che in una nota di fine maggio 2016 parla di un lungo e arduo processo da compiere.

Quanto al Messico, che insieme al Cile e al Perù si vede riconosciuti in America Latina i *rating* più elevati, si può qui citare un *rating* non troppo soddisfacente di *Moody’s*, in cui si parla di una crescita lenta, anche per il basso prezzo del greggio, e di una difficoltà di portare avanti delle riforme del tutto adeguate, tanto che l’*outlook* prospettico passa da stabile a negativo<sup>9</sup>.

Infine il caso argentino, esemplare, nel contesto delle osservazioni che sto svolgendo, perché l’elezione del nuovo Presidente Mauricio Macri, nel novembre del 2015, è ritenuta da parte delle Agenzie di *rating* (sia da *Standard & Poor’s* sia da *Moody’s*) come un elemento che dà forte credibilità al Paese e, se il *rating* argentino resta molto basso, l’*outlook* prospettico va finalmente in una

<sup>6</sup> Tali informazioni sono state reperite, in particolare, consultando i siti internet delle tre Agenzie “padrone” del mercato, laddove si è trattato (e non è certo la regola...) di dati, note e *report* liberamente accessibili.

<sup>7</sup> Sulla quale vedi anche J. CERQUEIRA CESAR, *Democracia real e Democracia Formal*, Relazione orale al Convegno *Costituzione economica e democrazia pluralista*, L’Aquila, Chieti–Pescara, Teramo, 4–7 aprile 2016, di cui si pubblicano ora gli Atti.

<sup>8</sup> Il *rating* da cui sono tratte le citazioni è del 24 febbraio 2016. Appena dopo, però, in un *report* del 16 marzo 2016, in cui si dà conto comparativamente anche di altri Paesi sudamericani, *Moody’s* evidenzia che «*Brazil’s sovereign risk falls even as the economy falters*».

<sup>9</sup> Il *rating* citato è del 31 marzo 2016. In una successiva nota del 28 aprile, ancora *Moody’s* conferma questa relativa difficoltà del Messico, le cui prospettive risultano appunto indebolite.

direzione positiva<sup>10</sup>. Si sostiene tra l'altro che con questa elezione si possa risolvere il grave conflitto con i creditori internazionali, con aperture nei loro confronti, in funzione della completa estinzione del debito maturato dallo Stato sudamericano<sup>11</sup>, in un clima di fiducia che porta le due Agenzie di *rating* ad affermare che per l'Argentina possano esservi le condizioni per un ottimo sviluppo<sup>12</sup>.

#### 4. La disciplina normativa di riferimento: cenni

Volgendo rapidamente lo sguardo alla normativa statunitense sulle Agenzie di *rating*, occorre rilevare come la prima disciplina giuridica sul punto sia risalente al 2006, mediante il “*Credit Rating Agencies Reform Act*”, modificato nel 2010 per mano del “*Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*”. Dopo aver preso atto delle mancanze e delle responsabilità delle Agenzie di *rating* durante l'inizio della crisi finanziaria, quest'ultimo testo normativo ha cercato, in particolare, di incidere su due aspetti piuttosto critici della materia: per un verso, il conflitto di interessi tra Agenzie di *rating*, le c.d. NRSROs (*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*), e i soggetti pubblici o privati che vengono da queste valutati; per l'altro verso, l'affidamento esclusivo che tutti gli investitori che agiscono dentro il mercato hanno nei confronti delle Agenzie di *rating*, per cercare di ridurre e poi superare quella meccanicità, quella automaticità del *rating* del credito di cui parlavo poco sopra.

Ma la vera preoccupazione della normativa statunitense del 2010 rimane quella di meglio circoscrivere il *rating* sui prodotti finanziari strutturati, che tante lacune ha mostrato negli anni della crisi.

Quanto alla disciplina europea, essa era contenuta inizialmente nel Regolamento del 2009, già ricordato, poi modificato dal successivo Regolamento n. 462/2013. Questo secondo testo ha avuto il merito, più di ogni altra normativa di settore, anche di *soft law*<sup>13</sup>, di isolare nella più ampia regolamentazione del *rating* del credito i profili tipici del *rating* sovrano, anche per ridurre l'affidamento esclusivo e automatico al *rating* del credito,

In che modo ciò è stato opportunamente fatto? Insistendo, in particolare, su tre aspetti davvero decisivi: la calendarizzazione del *rating* sovrano, cui si è già fatto cenno; l'obbligo di comunicare agli Stati i *rating* sovrani, con un preavviso di almeno ventiquattro ore, in modo che gli Stati siano preventivamente informati e possano in qualche modo già sapere a che cosa andranno incontro; infine, il divieto posto nei confronti delle Agenzie di *rating* di dare suggerimenti politici, di esprimere considerazioni politiche su che cosa gli Stati debbano o non debbano fare. L'esame delle vicende politiche, gli elementi di crisi politico-istituzionale di questo o di quel Paese possono certamente essere utilizzati, ma solo al fine di motivare, di giustificare il *rating* emesso, piuttosto che l'*outlook* adottato. Le Agenzie non possono dire agli Stati quale debba essere la linea di indirizzo politico che essi devono perseguire, per ottenere un miglioramento della loro situazione o per “guadagnare punti” in riferimento alla loro credibilità, dinnanzi ai mercati e agli investitori istituzionali<sup>14</sup>.

<sup>10</sup> I *rating* citati sono del 24 novembre 2015 e del 17 dicembre 2015, per ciò che riguarda *Moody's*, e degli inizi di febbraio 2016, per ciò che riguarda *Standard & Poor's*.

<sup>11</sup> Sottolineato anche da P. Acconci, *Investimenti, negoziati del TTIP e “Right to Regulate”*, Relazione orale al Congresso *Costituzione economica e democrazia pluralista*, L'Aquila, Chieti-Pescara, Teramo, 4-7 aprile 2016, di cui si pubblicano ora gli Atti.

<sup>12</sup> In un successivo documento del 15 aprile 2016, il *rating* di *Moody's* è alzato da Caa1 a B3, sulla base di due differenti *driver* positivi per la credibilità del Paese, riguardanti la soluzione positiva di tutti i procedimenti giurisdizionali pendenti con i creditori, anche per l'approvazione di un provvedimento legislativo apposito, e l'aspettativa di miglioramenti della politica economica dell'Amministrazione Macri.

<sup>13</sup> Da quella americana appena menzionata, al *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, approvato in sede di International Organizations of Securities Commissions (IOSCO) nel marzo del 2015, sino alla disciplina adottata dal G20 nel 2010.

<sup>14</sup> Per una ricognizione della normativa europea su questo punto, si rinvia a G. GRASSO, *Rating dei debiti sovrani e diritto costituzionale*, op. cit., 103 ss.



5. *L'equivalenza tra il quadro giuridico e di vigilanza europeo e quello dei Paesi terzi (Argentina, Brasile e Messico in particolare)*

Come accennavo agli inizi di queste note, il momento di massima convergenza, relativamente al *rating*, tra la prospettiva europea e la prospettiva Iberoamericana è certamente rappresentato da quella disposizione del Regolamento n. 1060 del 2009, l'art. 5, che permette di riconoscere un quadro giuridico equivalente per le Agenzie di *rating* dei Paesi terzi. Tra la decina di Stati ai quali è stata riconosciuta questa "certificazione di equivalenza", risalente al biennio 2012–2014, ci sono tre Paesi del Sud o Centro America, il Brasile, l'Argentina e il Messico<sup>15</sup>, insieme per esempio agli Stati Uniti d'America, ad Hong Kong, all'Australia.

In base a tale riconoscimento, fondato sulla sussistenza di tre diverse condizioni<sup>16</sup>, sono stati, poi, adottati degli Accordi di cooperazione e di collaborazione tra l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e le corrispondenti autorità nazionali che si occupano del controllo, della regolamentazione e della vigilanza sulle Agenzie di *rating* nazionali.

Quale è l'elemento, non del tutto soddisfacente, di questa progressiva integrazione tra regolamentazione europea e regolamentazione dei Paesi terzi, dove la seconda sembra convergere sul modello della prima<sup>17</sup>? Dal riconoscimento dell'equivalenza del quadro normativo dei tre Paesi qui in esame, restano fuori proprio le disposizioni del Regolamento del 2013 che, modificando il testo del 2009, riguardano in modo specifico le condizioni in cui si deve effettuare il *rating* sovrano, il che significa che quelle norme europee più stringenti che vanno a circoscrivere l'esercizio del *rating* sovrano non sono state considerate equivalenti dal punto di vista del regime giuridico di questi tre Stati<sup>18</sup>.

6. *Agenzie di rating e costituzionalismo: controllo giurisdizionale e pubblicizzazione del rating sovrano*

Cosa fare per ricondurre, come prefiguravo poco sopra, le Agenzie di *rating* dentro i binari del costituzionalismo, quello che, come è stato ricordato anche nei lavori del nostro Convegno<sup>19</sup>, rimanda ancora all'art. 16 della Dichiarazione dei diritti dell'uomo e del cittadino del 1789?

Due vie sembra si possano utilmente percorrere: la prima è quella del ricorso in via giurisdizionale, nel senso dell'esistenza di una responsabilità civile e penale delle Agenzie di *rating* che si può

---

<sup>15</sup> Si vedano tre Decisioni di esecuzione della Commissione del 28 aprile 2014, sul riconoscimento dell'equivalenza del quadro giuridico e di vigilanza ai requisiti del Regolamento n. 1060/2009, riferite rispettivamente a Brasile, Messico e Argentina. Ciascuna di queste Decisioni entra nel dettaglio della disciplina normativa dei tre Paesi e di alcune loro prassi, per verificare se le condizioni richieste dal Regolamento europeo, affinché il quadro giuridico di un Paese terzo possa dirsi equivalente ai requisiti previsti dal Regolamento, siano effettivamente soddisfatte.

<sup>16</sup> Nell'ordine: le Agenzie del Paese terzo devo essere registrate e/o autorizzate e sottoposte a un'efficace vigilanza e ad un'effettiva applicazione su base continuativa; le Agenzie devono poi essere soggette a norme giuridicamente vincolanti, equivalenti a quelle previste dalla normativa europea, con qualche eccezione di cui si va a dire nel testo, dovuta probabilmente alla revisione del Regolamento del 2009; le Agenzie, infine, devono svolgere la loro attività, senza che vi siano interferenze da parte delle Autorità di vigilanza o di altre Autorità pubbliche con il contenuto dei *rating* del credito e delle relative metodologie.

<sup>17</sup> Sul punto anche N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Market Regulation*, IIIrd ed., Oxford, Oxford University Press, 2014, 681.

<sup>18</sup> Tale regime ha riguardato anche Singapore e Hong Kong, che si sono visti riconoscere l'equivalenza del quadro giuridico sempre nel 2014, dopo l'entrata in vigore del nuovo Regolamento del 2013. Per altre giurisdizioni interessate dalla decisione di equivalenza (Giappone, Stati Uniti d'America, Canada e Australia), la procedura di riconoscimento si era già realizzata nel 2012, vigendo il vecchio Regolamento del 2009.

<sup>19</sup> Si veda l'intervento orale di P. COSTANZO. Vedi, invece, con un'impostazione che sembra svincolare da quel tradizionale rimando, G. DI PLINIO, *Sovranità economica tra "democrazia" e "diritto"*, Relazione orale al Convegno *Costituzione economica e democrazia pluralista*, L'Aquila, Chieti-Pescara, Teramo, 4–7 aprile 2016, di cui si pubblicano ora gli Atti.

far valere dinanzi ai giudici. Su questo punto, lungamente si è ritenuto che ci fosse una specie di immunità per le Agenzie di *rating*; tale convinzione riposava nella dottrina e nella giurisprudenza statunitensi relative al I Emendamento, così da considerare i *rating* delle mere opinioni, coperte dalla libertà di manifestazione del pensiero. Più recentemente vi è stata però un'evoluzione di segno diverso, emblematicamente rappresentata da una sentenza australiana, che dimostra quanto siano globali i problemi di cui ci si sta occupando; si tratta di un *trial* del 2012, confermato in appello nel 2014 dalla Corte federale, la sentenza *Bathurst Regional Council vs. Local Government Financial Services Pty Ltd*, in cui si è affermata la responsabilità di *Standard & Poor's* per un *rating* negligente e, nondimeno, per un *rating* addirittura ingannevole<sup>20</sup>.

Altra via, da esplorare, potrebbe essere quella di creare delle Agenzie pubbliche di *rating*. Qui il confronto tra Europa e Stati centro-sudamericani pare di nuovo di un qualche interesse, poiché a livello europeo è stato già sviluppato uno studio sulla possibilità di istituire un'Agenzia europea di *rating*, anche se una più recente Relazione della Commissione europea, datata autunno 2015, segnala che la valutazione pubblica alla fine risulta troppo costosa, forse utile solo ai piccoli investitori, perché i grandi investitori posseggono comunque strumenti per ricavare autonomamente un *rating* interno, complementare a quello delle Agenzie<sup>21</sup>. A livello del Continente sudamericano, con la grandissima difficoltà di poter paragonare l'ordinamento dell'Unione europea e gli ordinamenti delle organizzazioni regionali ivi esistenti (Mercosur, Unasur, Celac), l'idea di costituire un'Agenzia pubblica di *rating* che possa entrare nel mercato, ottenendo il riconoscimento negli Stati Uniti come NRSRO e potendosi qualificare come Agenzia di *rating* registrata in Europa e nell'America meridionale e centrale, potrebbe trovare un qualche varco<sup>22</sup>.

### 7. Cenni conclusivi

Come concludere queste brevi considerazioni?

Le Agenzie di *rating* sono uno dei numerosi poteri privati globali che, anche per effetto della crisi economico-finanziaria e, già prima, della mondializzazione dei mercati, hanno finito per prendere sempre più il sopravvento sui soggetti politici, gli Stati nazionali, così come le organizzazioni sovranazionali e internazionali. Mascherando enormi conflitti di interesse, le Agenzie spesso hanno “colpito nel mucchio” o sono state eccessivamente accondiscendenti, con grossolani errori di valutazione sulla tenuta di banche d'affari o sulla solvibilità di intermediari finanziari che di lì a poco sarebbero miseramente falliti; come se questo non bastasse, attraverso il loro *rating* sul debito sovrano o minacciando *downgrading* e *outlook* prospettici negativi nei confronti degli Stati, hanno fatto di parole come “credibilità sui mercati”, “affidabilità” e “buona reputazione” un surrogato delle forme di giustificazione del potere, che dovrebbero stare alla radice del funzionamento dei regimi democratici: ricorso alla competizione elettorale, come strumento di lotta per il potere, formazione di esecutivi sostenuti dalla fiducia dei Parlamenti o direttamente legittimati dal voto popolare, riconoscimento del ruolo rappresentativo delle Assemblee elettive e del principio della sovranità popolare.

---

<sup>20</sup> Per un efficace commento delle due decisioni, poderose e assai complesse, vedi ora A. SAHORE, *ABN Amro Bank NV v Bathurst Regional Council: Credit Rating Agencies and Liability to Investors*, in *Sydney Law Review*, 2015, vol. 37, 436 ss.

<sup>21</sup> Vedi Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio (23 ottobre 2015) sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano, che si conclude affermando che «in questo momento una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano non appare né proporzionata né opportuna, ove la si analizzi alla luce delle esigenze degli investitori e dell'obiettivo di rimediare all'eccessivo affidamento ai *rating* esterni» (p. 20).

<sup>22</sup> Per una proposta in questo senso, v. A. SERRANO MANCILLA, *Por una Agencia latinoamericana de Calificación de Riesgo*, in <http://www.celag.org/por-una-agencia-latinoamericana-de-calificacion-de-riesgo-por-alfredo-serrano-mancilla/>, 19 aprile 2015.

A lungo senza controllo e senza la previsione di adeguati meccanismi in grado di arginare la loro “onnipotenza”, le tre Agenzie dominanti sono diventate i veri poteri sovrani, almeno sino a quando la normativa statunitense ed europea, ricordata anche poco sopra, ha cominciato a fissare nuove regole e vincoli all’esercizio del loro potere e ha tentato di ampliare la concorrenza a un maggior numero di Agenzie<sup>23</sup>; al contempo, sempre più forte è montata l’insofferenza contro di esse, da parte di quegli stessi esponenti politici, Presidenti, Primi ministri o Commissari europei, che fino a poco tempo prima lodavano la pretesa neutralità delle Agenzie<sup>24</sup>.

Se il dato odierno porta a considerare il *rating* necessario, quasi fosse un bene costituzionale del quale realisticamente non è più possibile fare a meno, la lunga esperienza della crisi economico-finanziaria, come è stato detto da più parti, ha insegnato però che bisogna imparare a fare un po’ meno affidamento sui giudizi resi dalle Agenzie di *rating*<sup>25</sup>, da queste Agenzie di *rating* almeno, ideando anche gli strumenti e i modi per fare valere sino in fondo tutta la responsabilità che consegue dal loro grande potere.

---

<sup>23</sup> Nelle citate *Final Rules* della *Securities and Exchange Commission*, considerando le dieci NRSROs registrate negli Stati Uniti d’America, emerge che *Standard & Poor’s*, *Moody’s* e *Fitch Ratings* “controllano” addirittura il 99% dei *rating*, riferiti alla classe dei *Government Securities*; solo nel settore dei *rating* sulle compagnie assicurative, *A.M. Best Company, Inc.* contende il mercato americano in posizione di forza alle tre “sorelle” del *rating* mondiale. Quanto alla normativa europea, il Regolamento n. 462/2013, per conseguire le finalità segnalate nel testo, stabilisce una durata massima del rapporto contrattuale tra l’emittente valutato e l’Agenzia di *rating*, l’obbligo di una rotazione regolare sui *rating* di certe attività e strumenti finanziarie e, infine, l’esistenza di un doppio *rating*, con il coinvolgimento di almeno una Agenzia di *rating* minore.

<sup>24</sup> Per esemplificazioni vedi G. GRASSO, *Rating dei debiti sovrani e diritto costituzionale*, op. cit., 97.

<sup>25</sup> In questo senso si era espresso, tra gli altri, il Governatore della Banca Centrale Europea Mario Draghi, in una audizione di fronte al Parlamento europeo, nel gennaio del 2012.