

Dipartimento di Impresa & Management

Cattedra di Diritto Bancario

**CRISI FINANZIARIA E DEI DEBITI SOVRANI:
IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING**

Relatore:

Prof.ssa Mirella Pellegrini

Candidato:

Francesco Di Perna

Matricola: 153211

ANNO ACCADEMICO 2011-2012

*A mia madre,
colei che ha reso possibile tutto questo*

"Non pretendiamo che le cose cambino, se continuiamo a fare le stesse cose. La crisi può essere una grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi...

...Finiamola una volta per tutte con l'unica crisi pericolosa, che è la tragedia di non voler lottare per superarla."

Albert Einstein

CRISI FINANZIARIA E DEI DEBITI SOVRANI: IL RUOLO DELLE AGENZIE DI RATING

CAPITOLO PRIMO

ORIGINI E CONSEGUENZE DELLA CRISI FINANZIARIA	6
1.1 EVENTI DELLA CRISI	7
1.2 IL CONTAGIO COME EFFETTO DELLA GLOBALIZZAZIONE	10
1.3 LA CRISI NELL'EUROZONA: UNO STIMOLO AL CAMBIAMENTO	12
1.4 UN CONFRONTO CON LA CRISI DEL '29	17

CAPITOLO SECONDO

DALLA CRISI FINANZIARIA ALLA SOVEREIGN DEBT CRISIS	20
2.1 IL LEGAME TRA LE DUE CRISI: IL DEBITO PUBBLICO	21
2.2 LE PROBLEMATICHE DOVUTE ALL'ECCESSIVO DEBITO	28
2.3 ALCUNE MODALITÀ D'INTERVENTO	33

CAPITOLO TERZO

LE AGENZIE DI RATING E IL LORO CONTRIBUTO ALLA CRISI	36
3.1 IL SIGNIFICATO DEL RATING	37
3.2 L'IMPATTO DI TALI TIPOLOGIE DI GIUDIZI SUI MERCATI	43
3.3 LE AGENZIE DI RATING: ALCUNE RESPONSABILITÀ?	47
3.4 UN MONOPOLIO DA COMBATTERE	54
CONCLUSIONI	58
BIBLIOGRAFIA	59

CAPITOLO PRIMO

ORIGINI E CONSEGUENZE DELLA CRISI FINANZIARIA

Si parla di crisi finanziaria quando la domanda di denaro delle imprese è superiore all'offerta di denaro da parte di banche e investitori¹. In genere tale squilibrio si manifesta alla fine della fase espansiva di un ciclo economico², in quanto la disponibilità ad offrire denaro diminuisce poiché risente di una situazione economica non più positiva e pertanto lascia insoddisfatta la domanda di credito delle imprese.

Spesso la nascita delle crisi finanziarie viene ricondotta a particolari soggetti che operano nei mercati ossia gli *speculatori*. Lo speculatore è colui che assume posizioni aperte³ per conseguire profitti, è un vero e proprio giocatore d'azzardo nei mercati e pertanto attraverso il suo operato si può creare confusione all'interno del settore finanziario. Per completezza è opportuno ricordare che esistono altri operatori finanziari, ossia *arbitraggisti*⁴ e *hedger*⁵.

In realtà sono diverse le teorie proposte dai vari economisti per spiegare le “vere” ragioni che conducono l'insorgere di una crisi. Da Malthus che la riconduce all'aumento della popolazione, che tende a crescere in misura superiore rispetto alla disponibilità di risorse; Marx che come Shumpeter ne dà una spiegazione ciclica, però mentre il primo la ricollega all'espansione e contrazione dell'Esercito Industriale di Riserva⁶ (EIR), il secondo la giustifica con il ruolo delle innovazioni ad opera dell'imprenditore⁷.

Sta di fatto che lanciando uno sguardo nel passato sono diverse le crisi (bancarie, finanziarie, reali) che hanno caratterizzato l'economia mondiale e tutto fa pensare che quella che stiamo attraversando sicuramente non sarà l'ultima.

¹ Si definiscono tali, coloro che risparmiano in attività finanziarie ossia depositi, azioni, obbligazioni, etc.

² Cfr. F. ASSANTE - M. COLONNA – G. DI TARANTO – G. LO GIUDICE, *Storia Dell'Economia Mondiale*, Monduzzi Editore, II edizione, 1997, cap. 3.

³ Che nel gergo finanziario vuol dire comprare e vendere allo scoperto, cioè attività che non si possiedono.

⁴ mantiene il prezzo in linea con il valore fondamentale.

⁵ controbilancia il rischio del proprio portafoglio.

⁶ Costituito dalle persone disoccupate (in cerca di occupazione o disponibili a spostarsi in un altro settore).

⁷ Per una trattazione breve ma esaustiva dell'argomento si rinvia a C. D'IPPOLITI, *Crisi: (come) ne usciamo?*, L'asino d'oro edizioni, 2012, pag. 55 e ss.

1.1 EVENTI DELLA CRISI

Con riferimento alla crisi finanziaria iniziata nel 2007 negli Stati Uniti ma poi estesa agli altri paesi del mondo, è ormai pacifico che le cause vanno ricondotte ad un uso errato delle tecniche di cartolarizzazione⁸ connesse alla stipula di mutui sub-prime, al crollo del mercato immobiliare e all'utilizzo di strumenti derivati⁹, che hanno introdotto instabilità all'interno dei mercati finanziari.

Un uso non distorto della securitisation e dei credit derivatives necessita l'inclusione di prestiti di buona qualità, mentre le banche americane spinte dai grandi profitti e pertanto non curanti del rapporto rischio-rendimento¹⁰ decidono di inserire in queste operazioni soggetti con scarse capacità di rimborso (da qui la definizione di subprime¹¹). Il sempre maggiore utilizzo di queste tecniche evidenzia il passaggio da un modello di banca tradizionale che pertanto opera in un'ottica *originate to hold*¹² ad un modello di banca innovativo che agisce nell'ottica *originate to distribute*¹³.

In questo nuovo modello la banca perde l'incentivo a fare screening e monitoring¹⁴ in quanto una volta emesso il prestito, questo viene inserito in una cartolarizzazione e pertanto alla banca non interessa più se il prestito andrà a buon fine o meno.

Inoltre nell' *originate to distribute* la banca tradizionale viene sostituita dai *mortgage brokers* (mediatori di ipoteca) ossia intermediari che vendono prodotti di credito ipotecario per conto dei creditori, che vengono ritenuti parte integrante del problema¹⁵.

⁸ O securitisation consiste nella cessione di crediti in blocco ad uno Special Purpose Vehicle (SPV), il quale pagherà il prezzo della cessione con il ricavato di un'emissione di titoli sul mercato.

Per approf. E. PICOZZA, *Diritto dell'economia: disciplina pubblica*, Volume Secondo, Cedam, 2005, pag 491 ss.

⁹ Per comprenderne significato e utilizzo si rinvia a F. S. MISHKIN - S. G. EAKINS - G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Paravia B. Mondadori, 2007, cap 23.

¹⁰ Rapporto che, Markowitz ci insegna, sicuramente non può essere trascurato da coloro che operano in questo settore.

¹¹ Con tale termine non si indicano solo soggetti che non possono fornire garanzie, ma anche coloro che pur avendo garanzie sono stati, evidentemente per mutui a loro già concessi, "protestati".

¹² *origina e trattiene*, cioè la banca emette il mutuo/prestito e lo mantiene nel suo bilancio fino alla scadenza, mantenendo pertanto anche il rischio di insolvenza.

¹³ *Origina e distribuisce*, ossia una volta emesso il mutuo la banca lo toglie dal proprio bilancio mediante una cessione pro soluto, cioè con la tecnica della cartolarizzazione.

¹⁴ Che sono alla base del buon funzionamento del sistema in quanto permettono il superamento delle problematiche relative al *moral hazard* e all' *adverse selection* nel settore del credito, e che rappresentano le principali conseguenze dell'asimmetria informativa in questo mercato.

¹⁵ Le conseguenze del loro agire sono state ben definite dal prof. G. Ferri, Università di Bari, al convegno "*Banche: mercati senza regole e clientela senza fiducia*", Roma, 2008.

Possiamo identificare 3 fasi che caratterizzano la crisi del 2007:

- 1) Fase di avvertimento: a partire dal 2001 fino al 2006 si avvertono i primi segnali di difficoltà finanziaria negli Stati Uniti;
- 2) Fase di confusione con inizio del contagio: nel 2007 i prezzi delle case in USA cominciano a scendere, ed un numero elevato di famiglie cessa di rimborsare il mutuo. Cominciano ad essere in difficoltà importanti organismi finanziari, l'apice è rappresentata dal fallimento di Lehman Brothers;
- 3) Fase di crisi "fiduciaria" e di contagio globale: la crisi ormai si è propagata nell'intera economia andando pertanto a coinvolgere gli altri mercati.

Andando ad analizzare brevemente queste fasi riscontriamo subito come le difficoltà in cui versava il mercato statunitense hanno ben presto coinvolto anche le investment banks¹⁶. La prima vittima della crisi dei mutui subprime è stata la Bear Sterns, colosso di Wall Street, salvata grazie all'intervento della FED¹⁷ per poi essere acquistata da un'altra società leader nei servizi finanziari ossia JPMorgan Chase. A questo si aggiungono altri salvataggi quali American International Group (AIG), Fannie Mae e Freddie Mac negli Stati Uniti e Northern Rock, Bradford & Bingley, Fortis e molti altri in Europa.

Non vi è dubbio che ad ampliare gli effetti sistemici della crisi sia stato il fallimento nel settembre del 2008 di un'altra importante società finanziaria, Lehman Brothers¹⁸, che pertanto ha dato applicazione, contrariamente a quello che sostenevano le autorità americane, alla regola del too big too fail¹⁹.

Ci si è chiesti il motivo per il quale Lehman Brothers non sia stata salvata come invece è avvenuto per altre istituzioni finanziarie. In genere in queste situazioni il salvataggio avviene attraverso l'acquisto della banca in grave difficoltà da parte di un'altra²⁰; nel caso di specie nessun grande intermediario decise di acquistare Lehman soprattutto perché non si riusciva a comprendere il valore dei prodotti finanziari che questa aveva in portafoglio in quanto erano prettamente derivati.

¹⁶ Banche d'investimento che offrono servizi finanziari e che pertanto non raccolgono risparmio presso il pubblico dei depositanti, ma operano in titoli.

¹⁷ Federal Reserve, ossia la banca centrale americana istituita nel 1913 con l'approvazione del Federal Reserve Act dal Congresso degli Stati Uniti.

¹⁸ Lehman Brothers Holdings Inc. fondata nel 1850, il 15 settembre 2008 ha annunciato la volontà di avvalersi del Chapter 11 della legge fallimentare statunitense ossia di una procedura simile al concordato preventivo in Italia.

¹⁹ Il crollo dei giganti, che genera una recessione globale.

²⁰ spesso infatti questi acquisti sono delle vere occasioni in quanto si elimina un concorrente e lo si acquista ad un prezzo minore rispetto al suo vero valore.

A partire da questo evento si innesca una crisi di fiducia che riduce la propensione al rischio degli investitori e pertanto anche i mercati monetari²¹, azionari²² e obbligazionari²³ cominciano ad avvertire importanti flessioni²⁴. Infatti ciò che colpisce di più della crisi è la velocità con cui il meccanismo delle aspettative²⁵ ha portato, attraverso il fallimento di Lehman Brothers, al coinvolgimento anche dell'economia "reale", pertanto ad una caduta della domanda, della produzione e del commercio.

Nel 2008 l'economia mondiale ha subito un forte rallentamento che ha riguardato non solo le economie più avanzate, ma anche quelle emergenti ed in via di sviluppo²⁶. La globalizzazione ha incrementato gli effetti dell'avversione al rischio coinvolgendo anche i paesi emergenti che si sono ritrovati all'interno della recessione a seguito della riduzione del flusso di commercio e di capitale²⁷.

Si nota che le banche italiane all'inizio della crisi sono riuscite a mantenere una certa stabilità, visto il loro modello tradizionale, l'ampia raccolta al dettaglio, ma in ogni caso si trovano ad operare in un contesto critico e fortemente instabile²⁸.

Possiamo pertanto identificare dei fattori che sono comuni alle varie crisi finanziarie che nel corso della storia si sono verificate²⁹, e dei fattori che invece la caratterizzano dalle altre.

Fattori comuni:

- Forti squilibri settoriali;
- Rapida espansione del credito che rende più semplice la formazione di bolle;
- Crisi bancarie a seguito dello scoppio di una bolla speculativa³⁰;

²¹ Cioè mercati nei quali non si scambia moneta ma attività a breve termine con scadenza inferiore all'anno.

²² le azioni sono titoli rappresentativi di una quota del capitale sociale delle imprese e che pertanto danno il diritto ad una frazione degli utili proporzionale al numero delle azioni che si possiede.

²³ Mercati nei quali si negoziano titoli rappresentativi di debito con scadenza superiore ai 12 mesi.

²⁴ Per approfondimento si rimanda a F. COLOMBINI – A. CALABRÓ, *Crisi Finanziarie. Banche e Stati*. Utet giuridica, 2011, pag 39 ss.

²⁵ secondo la definizione di MUTH (1961) le aspettative sono previsioni soggettive dei valori assunti in futuro da variabili rilevanti ai fini delle decisioni correnti.

²⁶ per comprendere quali sono questi paesi e ciò che li caratterizza E. GRILLI, *Crescita e sviluppo delle Nazioni*, UTET, 2005.

²⁷ Vedi paragrafo successivo;

²⁸ Per meglio comprendere la situazione delle banche italiane nelle prime fasi della crisi si rimanda all'intervento del dr. S. MIELI, Direttore Centrale per la Vigilanza Creditizia e Finanziaria, Banca d' Italia, nella Convention ABI 2009: *Basilea 2 e la crisi finanziaria*, 4 giugno 2009.

²⁹ Spagna (1977), Svezia (1991), Giappone (1992), Francia (1994), Germania (1977), UK (1974, 1991, 1995) e molte altre;

³⁰ non esiste una vera definizione di bolla speculativa, in genere l'allontanamento del prezzo di un titolo dal suo valore di equilibrio anche per lunghi periodi di tempo viene attribuito alla presenza di una bolla speculativa;

Fattori caratteristici:

- Valutazioni distorte delle agenzie di rating³¹;
- Carenze nel contesto regolamentare;
- Assenza di trasparenza nelle tecniche di trasferimento dei rischi dovuto proprio all'utilizzo della cartolarizzazione che ha trasformato attività con rating basso in titoli con tripla A;

1.2 IL CONTAGIO COME EFFETTO DELLA GLOBALIZZAZIONE

Per molti anni tutti i Paesi hanno aperto le loro frontiere per permettere la creazione di un sistema globale in quanto questo amplia le possibilità di crescita e sviluppo di ciascuno di essi, ed infatti a partire dal XX secolo si definisce un nuovo sistema economico³² a cui viene dato il nome di globalizzazione.

Il maggior legame economico e politico tra i vari Stati crea una forte dipendenza che pertanto porta ad estendere la crisi da un livello nazionale ad uno mondiale, come è accaduto con la crisi dei mutui negli Stati Uniti a partire dal 2007.

La globalizzazione nel settore finanziario se da un lato consente un maggior flusso di capitali, dall'altro rende più semplice la creazione di crisi economiche e finanziarie che per effetto domino diventano di carattere sistemico. Diverse sono le modalità di trasmissione di una crisi che generano pertanto fenomeni di contagio³³.

Sicuramente l'espandersi della crisi del 2007, un pò come è avvenuto con la crisi del '29, è frutto della libera circolazione dei capitali, con la peculiarità che la crisi finanziaria che ha caratterizzato questi ultimi anni è partita da tensioni all'interno del mercato immobiliare generando una crisi bancaria, e poi per effetto dei legami frutto della globalizzazione, ha a sua volta impattato sui mercati finanziari, ed infine ha sfociato in una crisi dei debiti sovrani a seguito degli interventi che i vari Stati hanno dovuto effettuare per salvaguardare la propria situazione finanziaria.

³¹ per le quali si rinvia al capitolo 3 di questo elaborato;

³² Cfr. F. ASSANTE – M. COLONNA – G. DI TARANTO – G. LO GIUDICE, *Storia Dell'Economia Mondiale*, cit., cap. 2.

³³ Si identificano in particolare due meccanismi: il *fundamental mechanism* e il *behavior of investors*.

Pertanto in un contesto globalizzato diventa necessaria la creazione di un “governo” che innalzi i livelli di efficienza permettendo di recuperare le economie più deboli, e la definizione di una nuova architettura della supervisione finanziaria in Europa.

In tale direzione si muovono i lavori del gruppo *de Larosière* che evidenziano la distinzione di una vigilanza micro-prudenziale, a livello cioè di singolo intermediario, e di una macro-prudenziale, che invece è attenta a prevenire problematiche a livello sistemico. L'autorità a cui farebbe capo la vigilanza macro è la BCE poiché avendo il controllo della politica monetaria sarebbe in grado di attivarsi tempestivamente in presenza di crisi.

Sono stati però riscontrati molti limiti nell'architettura così come definita dal Rapporto *de Larosière* ed infatti non sono mancate critiche e problematiche relative alla sua attuazione³⁴.

È opportuno notare che la globalizzazione è solo uno dei canali attraverso i quali una crisi si propaga. Altri canali possono essere:

- ASIMMETRIE INFORMATIVE³⁵, alle quali nel caso di specie si aggiunge la complessità delle operazioni di finanza strutturata (derivati) sui mutui;
- RUOLO DELLE BANCHE che essendo presenti in diversi mercati creano un legame tra questi e attraverso la liquidazione dei portafogli trasferiscono le difficoltà di un sistema ad un altro; il contagio ad opera delle banche non si limita solo a questo. Si identifica quel fenomeno noto come *credit crunch* attraverso il quale le banche rappresentano un vero “tramite” tra la finanza e l'economia reale. Esso parte dal fatto che gli intermediari avendo difficoltà nel reperire capitali riducono l'erogazione di prestiti; senza i prestiti le imprese non possono investire, questo può ridurre la produzione, quindi occupazione e consumo, innescando un circolo vizioso che rappresenta l'inizio della crisi “reale”.

Sta di fatto che il processo di globalizzazione, i vari meccanismi di trasmissione, a cui aggiungasi il carattere banco centrico dei nostri sistemi finanziari, ha innescato questo temuto effetto domino che ha permesso l'estendersi della crisi anche ai paesi dell'eurozona.

³⁴ Cfr. AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, CEDAM, Seconda Edizione, 2010, cit., pag. 182 e ss.

³⁵ F. S. MISHKIN – S. G. EAKINS – G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, pag. 386 e ss.

1.3 LA CRISI NELL'EUROZONA: UNO STIMOLO AL CAMBIAMENTO

L'insorgere della subprime mortgage crisis evidenzia sicuramente il non adeguato sistema di vigilanza sul settore bancario e finanziario e, con l'estendersi della crisi all'eurozona, il non coordinamento tra le forme di intervento attuate dai vari paesi dell'Unione. Tali problematiche conducono alla definizione di diversi scenari per quanto riguarda le sorti dell'euro: dalla proposta di dichiarare la fine della moneta unica, soprattutto col propagarsi dell'euroscetticismo, all'idea di escludere dall'eurosistema i paesi che presentano maggiori difficoltà (Grecia in primis).

Per quanto attiene l'idea di una fine dell'euro, questa sicuramente non può trovare applicazione in quanto rappresenterebbe una "soluzione" che certamente creerebbe problematiche maggiori rispetto al male che si vuole combattere, dagli elevati costi per lo scioglimento dell'Unione monetaria, alla stabilità della stessa Comunità Europea, a importanti ripercussioni anche nei confronti di quei paesi che stanno uscendo benissimo dalla crisi (vedi Germania³⁶).

Di contro, mantenere l'euro in presenza della crisi può rappresentare quella svolta che consente un rinnovamento dell'Unione monetaria soprattutto nel senso di un maggiore coordinamento tra gli Stati aderenti³⁷.

Nell'area dell'euro uno dei paesi che ha occupato intere pagine di giornali e che è stato, e lo è ancora, l'epicentro di tutto il terremoto mediatico nei confronti dell'eurozona è sicuramente la Grecia.

La Grecia è il paese che più di tutti è stato coinvolto dalla crisi finanziaria e per il quale più volte è stata ipotizzata la possibilità di *default*³⁸, facendo temere circa la continuità dell'Unione Monetaria.

Le maggiori critiche nei confronti della Repubblica Ellenica sono rivolte alle modalità di gestione delle politiche fiscali, che ricordo essere le uniche politiche rimaste in capo agli Stati aderenti l'UEM, che ha generato al suo interno un deficit³⁹ insostenibile.

³⁶ Non a caso lo spread viene calcolato in termini di differenziale con i BUND, ossia i titoli di Stato decennali tedeschi, considerati pertanto risk free nell'area dell'euro. Per completezza d'informazione è opportuno precisare che il vero risk free (ossia il tasso riferito ai titoli di Stato del miglior prenditore di fondi, tripla A) sono gli US-Tbill (titoli americani a 3 mesi) in quanto gli USA oltre ad essere una tripla A possono battere moneta, ciò che invece non può fare la Germania.

³⁷ F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani*, Utet giuridica, 2012, cap. 3.

³⁸ Significa letteralmente fallimento e con riferimento ad uno Stato, consiste nel non essere in grado di far fronte ai debiti e agli interesse che su questi maturano.

³⁹ Uscite pubbliche maggiori delle entrate.

Il “caso” della Grecia che pertanto nella sostanza si identifica nel non rispetto del patto di stabilità⁴⁰, per il quale è opportuno ricordare che 20 paesi su 27 non ne riescono a rispettare i parametri vista la loro rigidità⁴¹, ha raggiunto questa situazione così grave anche per l’elevata presenza di debito pubblico⁴² in mano agli investitori stranieri rendendola fortemente esposta alla crisi di fiducia che caratterizza i mercati internazionali⁴³.

In realtà la Grecia fece così tanto scalpore non solo per questo. Nel 2004 venne fuori la notizia secondo la quale avrebbe imbrogliato sul vero ammontare dei propri conti pubblici, livelli che sicuramente non le avrebbe permesso di rispettare i parametri di Maastricht e quindi di entrare a far parte dell’eurozona. Quando poi nel 2009 la Grecia ammette di aver truffato i suoi “compagni di moneta” ecco che le conseguenze furono diverse. Da un lato i paesi membri che la accusavano di tradimento; dall’altro tutta una serie di problematiche legata all’incapacità delle istituzioni europee di effettuare gli opportuni controlli. A questa situazione già così disastrosa si aggiungono poi i *rating* al ribasso sulla solvibilità della Grecia ad opera delle agenzie di rating, facendo crollare le quotazioni dei titoli di stato greci e incrementando a dismisura lo spread con i bund tedeschi.

Pertanto la situazione ellenica ha aperto ampi dibattiti circa le modalità d’intervento, mettendo anche in evidenza forti lacune nei Trattati istitutivi dell’Unione. Un primo ostacolo è riscontrabile all’interno dell’ art 123⁴⁴ del Trattato dell’UE che vieta l’acquisto di titoli pubblici degli Stati membri da parte della BCE e delle BCN⁴⁵, e l’art 125⁴⁶ dello stesso trattato che non consente ad uno

⁴⁰ Detto anche Trattato Di Amsterdam; esso richiama gli artt. 99 e 104 del trattato istitutivo della CEE, ed è un accordo sottoscritto nel 1997 dai paesi membri dell’ UEM per garantire il rispetto nel tempo dei parametri di Maastricht riferiti al bilancio dello Stato ossia:

- Rapporto deficit/ Pil non superiore al 3%;
- Rapporto debito pubblico/ Pil non superiore al 60%;

Ma la novità introdotta dal PSC è la definizione di una procedura di infrazione, c.d. PDE (Procedura per deficit eccessivo), che consta di 3 fasi: *avvertimento (early warning)*, *raccomandazione* e *sanzione*.

⁴¹ ed infatti il PSC è stato più volte modificato, la riforma più significativa si ebbe nel 2005, che ne permette una interpretazione più flessibile e che pertanto non comporta l’applicazione della PDE (procedura di infrazione) ogniqualvolta tali limiti vengano superati. Si tollerano infatti sforamenti del tetto non soltanto nei casi di crescita negativa, ma anche se la crescita è inferiore al potenziale stimato.

Per approf. sul patto e sulle riforme G. MAGNIFICO, *Euro: squilibri finanziari e spiragli di soluzione*, Luiss University Press, 2009.

⁴² totale delle passività assunte dallo Stato mediante gli atti della pubblica amministrazione.

⁴³ Per tutta la questione sulla crisi dei debiti sovrani si rimanda al cap. 2.

⁴⁴ “Sono vietati la concessione di scoperti di conto o qualsiasi altra forma di facilitazione creditizia, da parte della Banca centrale europea o da parte delle banche centrali degli Stati membri (in appresso denominate «banche centrali nazionali»), a istituzioni, organi od organismi dell’Unione, alle amministrazioni statali, agli enti regionali, locali o altri enti pubblici, ad altri organismi di diritto pubblico o a imprese pubbliche degli Stati membri, così come l’acquisto diretto presso di essi di titoli di debito da parte della Banca centrale europea o delle banche centrali nazionali”

⁴⁵ Banca Centrale Nazionale, ossia la banca centrale di ciascuno Stato membro che insieme alla BCE definiscono il SEBC.

⁴⁶ “L’Unione non risponde né si fa carico degli impegni assunti dalle amministrazioni statali, dagli enti regionali, locali, o altri enti pubblici, da altri organismi di diritto pubblico o da imprese pubbliche di qualsiasi Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto economico specifico. Gli Stati membri non sono responsabili né subentrano agli impegni dell’amministrazione statale, degli enti regionali, locali

Stato membro di acquistare il debito di un altro Stato. A questo si aggiunge l'impossibilità di avvalersi del diritto di uscita dall'UE, così come previsto dall'art. 50 del Trattato di Lisbona, con riguardo alla sola UEM⁴⁷.

Una svolta, in quanto identificabile come un primo passo verso il cambiamento, è stata l'approvazione della proposta di modifica del Trattato di Lisbona, che abbiamo visto essere uno degli ostacoli all'intervento, la quale prevede la possibilità di derogare i già citati artt. 123 e 125 qualora debba essere assicurata la stabilità dell'Unione. Pertanto diventa consentita l'erogazione di fondi a patto che lo Stato a cui le somme vengono destinate si impegni nell'adozione di determinati progetti di risanamento.

Diversi sono stati gli interventi posti in essere dall'Unione per salvaguardare la Grecia e soprattutto per evitare il default con tutte le spiacevoli conseguenze che da questo sarebbero scaturite.

Innanzitutto nel maggio del 2010 la BCE sfruttando l'art 122 comma 2 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione⁴⁸ acquista titoli greci, cercando così di dare un pronto intervento alla depressione ellenica. Tra le altre forme di intervento c'è il "Fondo salva-Stati" EFSF⁴⁹ al quale però inizialmente la Grecia non vi ha attinto per poi utilizzarlo successivamente nel marzo del 2012 in sede di seconda operazione di salvataggio⁵⁰.

Infatti agli inizi del 2012 l'Eurogruppo ha definito una seconda ondata di interventi di salvataggio, nota come *bailout*, per la Grecia, la quale ha previsto:

- Lo stanziamento di prestiti per circa 138 miliardi, da attingere attraverso l'EFSF e il FMI;
- La riduzione del valore nominale dei titoli di debito greco in possesso dei privati di più del 50%⁵¹;

o degli altri enti pubblici, di altri organismi di diritto pubblico o di imprese pubbliche di un altro Stato membro, fatte salve le garanzie finanziarie reciproche per la realizzazione in comune di un progetto specifico".

⁴⁷ Interessante a tal proposito è un articolo di M. Castellaneta sul *Sole 24 Ore* dal titolo: "Dall'Unione Europea si può uscire", 29 aprile 2010. Con riguardo alle conseguenze del Trattato di Lisbona: art del 20 dicembre 2010 di M. Šefcovic, *Il Trattato di Lisbona: un compleanno ricco di vantaggi*.

⁴⁸ Tale articolo dichiara espressamente che: "Qualora uno Stato membro si trovi in difficoltà o sia seriamente minacciato da gravi difficoltà a causa di calamità naturali o di circostanze eccezionali che sfuggono al suo controllo, il Consiglio, su proposta della Commissione, può concedere a determinate condizioni un'assistenza finanziaria dell'Unione allo Stato membro interessato. Il presidente del Consiglio informa il Parlamento europeo in merito alla decisione presa".

⁴⁹ *European Financial Stability Facility* (più comunemente noto come Fondo salva-Stati) è stato istituito nel maggio del 2010 a seguito della crisi, per aiutare finanziariamente gli stati membri e pertanto per salvaguardare la stabilità dell'Unione. Nel luglio del 2012 sarà sostituito dall'ESM (*European Stability Mechanism*).

⁵⁰ Cfr. F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani*, cap. 4.

⁵¹ Operazione nota come *private sector involved* (PSI) attraverso la quale anche i privati partecipano alla ristrutturazione del debito della Grecia e per la cui applicazione era necessaria l'approvazione da parte dei detentori dei suddetti titoli; si riscontrò una risposta positiva da parte di una significativa maggioranza di questi ultimi.

Naturalmente la Grecia si dovette impegnare a rispettare tutta una serie di condizioni e di scadenze definite dalle autorità comunitarie. Gli organi comunitari più volte hanno messo in evidenza l'importanza di queste operazioni e soprattutto la necessità di una forte collaborazione da parte delle autorità greche, proprio per evitarne l'uscita dall' UE⁵².

Tutte le autorità si sono mosse per identificare le soluzioni applicabili per stabilizzare i mercati e pertanto ricreare quella fiducia che è venuta meno con la crisi e che sappiamo essere fondamentale per il corretto funzionamento del sistema. Tra queste soluzioni, oltre al già citato Fondo salva-Stati vi è la creazione degli *eurobond*, ossia titoli di debito garantiti dall' Unione Europea, e che servirebbero come fonte di approvvigionamento in presenza di condizioni di mercato non favorevoli⁵³.

Ovviamente l'emissione degli eurobond presuppone la definizione di una serie di garanzie da parte di tutti i Paesi membri, che dovranno pertanto essere responsabili in solido, ma questo apre le porte a tutta una serie di difficoltà anche legate alle diverse leggi che caratterizzano i vari paesi⁵⁴.

La crisi ha rappresentato lo spunto per permettere agli euroscettici di far riemergere tutte quelle questioni legate alla definizione della moneta unica per l'Europa. Innanzitutto si ritiene che l'eurozona non sia poi così integrato, in quanto la mobilità che sicuramente c'è negli Usa non c'è in Europa e poiché i paesi che la compongono hanno caratteristiche molto diverse che ne rende difficile il pieno coordinamento. Altra critica riguarda la mancanza, almeno ufficialmente⁵⁵, di un "prestatore di ultima istanza" che agisca in presenza di crisi generalizzate.⁵⁶

Tutte queste problematiche che a livello di Unione la depressione ha portato a galla rimette in auge le proposte di una nuova governance economica della UE di cui più volte si è parlato e che ha occupato, e continua a farlo, buona parte della letteratura giuridica ed economica. Tra le maggiori critiche in tal senso vi è la presenza di una politica monetaria accentrata, a differenza della politica fiscale (di bilancio) ancora differente tra i vari paesi. Il mantenimento delle politiche di bilancio in capo ai vari Stati trova sicuramente giustificazione nella volontà di questi ultimi di non perdere completamente la loro sovranità, ma rappresenta un forte ostacolo al raggiungimento degli obiettivi dell'Unione⁵⁷.

⁵² Per comprendere le possibili conseguenze derivanti dall'uscita della Grecia dall'Unione si rimanda a F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani*, cap. 4 pagg. 41-46.

⁵³ F. COLOMBINI – A. CALABRÓ, *Crisi Finanziarie. Banche e Stati* ove si fa notare che gli eurobonds " sancirebbero l'irreversibilità dell'euro,...attenuando la netta separazione tra politica monetaria e politica fiscale".

⁵⁴ Cfr. F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani*, cap. 11 pag 115 ss.

⁵⁵ Perché di fatto in tal senso opera la BCE quando acquista titoli ed eroga prestiti nei confronti delle banche.

⁵⁶ Cfr. C. D'IPPOLITI, *Crisi: (come) ne usciamo?*, pag. 123 ss.

⁵⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani*, cap. 13.

Si stanno facendo, però, molti passi verso un cambiamento che vista la situazione risulta inevitabile. Nel settembre del 2011 il Parlamento Europeo ha approvato un pacchetto composto da sei regolamenti (c.d. *Six Pack*) in ambito economico e finanziario entrato in vigore nel dicembre del 2011. Questo pacchetto legislativo modifica e rafforza il Patto di stabilità e crescita e definisce nuove procedure da applicare per gli squilibri eccessivi di bilancio.

Il Six Pack tra le altre cose prevede:

- I paesi che superano il tetto del 60% nel rapporto debito/ Pil devono ridurre la parte eccedente di 1/20 l'anno (c.d. *1/20 rule*);
- Vengono immesse sanzioni semi-automatiche contro quei paesi che non eseguono le raccomandazioni correttive;
- L'aumento della spesa pubblica deve essere coerente con la crescita a medio termine;
- Politiche di bilancio nazionali più uniformi (criteri comuni);
- Nuove misure di prevenzione degli squilibri all'interno dell'UE;
- Maggiore trasparenza e democraticità;

A questo si aggiunge il *Fiscal Compact*, sottoscritto nel marzo del 2012 dai paesi membri⁵⁸, e il cui nome ufficiale è *Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria*. Esso contiene altre regole per il rispetto dell'equilibrio di bilancio (c.d. regole d'oro).

Sotto alcuni aspetti questo nuovo patto richiama i precedenti, ma allo stesso tempo introduce delle novità; le più rilevanti sono:

- Deficit pubblico strutturale non superiore lo 0,5% del PIL nominale (*debt brake*);
- Inserire le nuove regole nella propria legislazione, preferibilmente in norme di tipo costituzionale;
- Maggiori competenze della Corte Europea di Giustizia che dovrà verificare l'attuazione delle regole a livello nazionale, e potrà sanzionare il paese in caso di non trasposizione delle medesime;

Anche il *Fiscal Compact* non è sfuggito a critiche ed ostacoli. In particolare si ritiene che tale Trattato tenda a privilegiare le banche piuttosto che l'interesse generale⁵⁹.

⁵⁸ in realtà non venne sottoscritto dal Regno Unito e dalla Repubblica Ceca.

⁵⁹ Cfr. F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi Finanziaria e dei debiti sovrani*, cap. 12;

1.4 UN CONFRONTO CON LA CRISI DEL '29

La grave crisi finanziaria, evolutasi poi in crisi dei debiti sovrani, che a partire dal 2007 il mondo sta sperimentando e che sta sconvolgendo l'economia di molti paesi è considerata la peggiore, per intensità e durata, dopo quella del 1929.

La crisi del '29 viene associata al crollo della Borsa a Wall Street, ma molti giustamente ritengono che tale evento non è la causa della crisi ma ne è il segnale.

Il clima speculativo che nel mercato azionario si era venuto a creare prima del famoso *giovedì nero* è stato giustificato in diversi modi. Taluni affermano che i motivi vanno ricercati nelle facilitazioni creditizie ad opera del sistema federale, quindi la facilità di accesso ai prestiti. Solo questo però non basta per spiegarne le ragioni.

Spesso si sottovalutano due aspetti che sono in grado di generare una forte speculazione, ossia lo stato d'animo della popolazione e l'elevato risparmio dei privati⁶⁰. A questo si aggiunge l'inflazione monetaria creata dalla FED che aveva acquistato, a partire dal 1927, ingenti quantitativi di titoli di Stato da banche, imprese e privati, immettendo quindi abbondante liquidità all'interno del sistema.

Sta di fatto che il 24 ottobre del 1929 nella Borsa di New York vengono vendute milioni di azioni a prezzi nettamente inferiori rispetto a quelli di acquisto, numero che aumenta nel successivo martedì "nero". L'indice Dow Jones⁶¹ nel periodo 1929-1933 si riduce del 40 % creando un diffuso panico all'interno del mercato. Ben presto la crisi dalla finanza si trasferì all'economia tutta⁶².

È stata semplice anche la diffusione della crisi dagli USA ad altri paesi visto il già avviato processo di globalizzazione e soprattutto i forti legami che l'America aveva con molti paesi europei. Infatti gli Stati che sono stati maggiormente colpiti sono proprio quelli che hanno beneficiato dei prestiti a breve americani e che non solo vedono interrompersi il flusso di denaro, ma devono restituirli.

⁶⁰ È opportuno ricordare che il crollo della borsa di Wall Street avvenne in un momento in cui il paese, almeno apparentemente, viveva un periodo di forte prosperità; pertanto la gente era molto fiduciosa ed elevata era la disponibilità economica dei privati.

⁶¹ È il più famoso indice del NYSE ed è una media dei 30 titoli più quotati a Wall Street, pertanto è un indicatore di crescita del paese.

⁶² Caduta prezzi delle materie prime, dei prodotti industriali, caduta dei consumi, ristagno della domanda, contrazione commercio internazionale...

Tra questi predominava la Germania che pertanto si trova ad attraversare una delle crisi più forti della sua storia, mentre l'Italia fu quella meno colpita dagli effetti del crollo della Borsa americana in quanto la Borsa Italiana negoziava quasi esclusivamente titoli nazionali (i corsi azionari subirono un calo di 1/3)⁶³.

Naturalmente in Italia non mancarono gli effetti della crisi industriale e a seguito del mantenimento, dopo la legge bancaria del '26, del modello della *banca mista*⁶⁴ è stato facile il trasferimento della crisi dall'industria alla finanza. Come si è già fatto notare, una crisi incentiva il cambiamento, ed infatti si ebbe in Italia una importante rivoluzione all'interno del settore bancario a partire proprio dalla scomparsa delle banche miste e dall'istituzione dell' IRI⁶⁵.

La crisi mise in evidenza la carenza di regole per incentivare le banche ad una gestione più prudente nella definizione dei loro portafogli⁶⁶.

Inoltre vale la pena ricordare che con riferimento alla depressione del 1929 siamo di fronte ad una crisi reale, in quanto caratterizzata da sovrapproduzione; anche se non pochi economisti ritengono che invece abbia origini finanziarie.

Confrontando le due crisi più forti che l'economia mondiale ha vissuto, notiamo alcune similitudini ma anche delle diversità. In entrambe le crisi riscontriamo la creazione di nuovi strumenti finanziari che portano in secondo piano il rapporto rischio-rendimento dando troppa importanza ai profitti che naturalmente saranno destinati a non perdurare nel tempo. Pertanto mentre nel 1929 si manifesta il crollo dei prezzi borsistici, la crisi del 2007-2009 è caratterizzata dallo scoppio della bolla immobiliare a causa dei mutui subprime e degli strumenti di finanza strutturata.

Diverso, invece, è il modus operandi dei governi per fronteggiare la crisi, soprattutto perché diversa era la concezione dell'intervento dello Stato nell'economia. Negli anni 30 gli economisti con le loro teorie parlano di un mercato regolatore degli squilibri, nel 2007 riscontriamo un forte intervento del pubblico potere per fronteggiare la crisi.

⁶³ Per meglio comprendere gli effetti della crisi del '29 in Europa si rimanda a F. ASSANTE – M. COLONNA – G. DI TARANTO – G. LO GIUDICE, *Storia Dell'Economia Mondiale*.

⁶⁴ Modello che caratterizzerà le banche italiane fino alla legge bancaria del '36; in questa tipologia non esiste correlazione temporale tra forme di raccolta e di impiego, ed inoltre i finanziamenti avvenivano prevalentemente attraverso l'acquisto di partecipazioni delle società finanziate andando pertanto a creare una forte commistione tra banche e industria.

⁶⁵ *Istituto per la Ricostruzione Industriale*, è stato istituito nel 1933 allo scopo di evitare il fallimento delle principali banche italiane; costituito da 2 sezioni: finanziamenti e smobilizzi; nel 1937 diventa ente permanente.

⁶⁶ per approfondire l'evoluzione della normativa italiana in materia bancaria Cfr. CAPRIGLIONE, cap.2, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, cit., pag. 53 e ss.

Infatti mentre nella *grande depressione* le banche centrali non procedettero all'espansione monetaria⁶⁷ che avrebbe rappresentato la vera soluzione alla crisi, oggi si è delineato un forte intervento delle autorità monetaria per la salvaguardia di un sistema che nella sua stabilità è fortemente compromesso.⁶⁸

⁶⁷ Molto probabilmente per mancanza di una struttura tecnica idonea, o forse più semplicemente perché sfuggirono le vere cause.

⁶⁸ Per approfondire il confronto tra le 2 crisi, F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*. CEDAM, 2009.

CAPITOLO SECONDO

DALLA CRISI FINANZIARIA ALLA SOVEREIGN DEBT CRISIS

Lo Stato, come ogni impresa, redige alla fine di un periodo, in genere l'anno, un bilancio. IL bilancio pubblico⁶⁹ è il documento contabile che evidenzia le entrate e le uscite delle pubbliche amministrazioni; le entrate ottenute dall'imposizione fiscale servono per finanziare le uscite (spesa pubblica). Nel momento in cui non si riesce a fronteggiare le uscite col solo prelievo fiscale, si ricorre all'indebitamento.

La parola *debito* viene sempre ricondotta a qualcosa di negativo, in quanto è indubbio che questo rappresenta un "impegno" nei confronti di un altro soggetto. In realtà, però, un debito non deve essere letto sempre nella sua accezione negativa, poiché permette ad ognuno di noi, come anche allo Stato di fronteggiare momenti di difficoltà finanziaria. Come già spiegato, lo Stato utilizza le entrate (ottenute da imposizione fiscale e ricorso al credito) per far fronte alla spesa pubblica, attraverso la quale fornisce servizi ai cittadini adempiendo agli obblighi di uno Stato Sociale (*Welfare State*). Dico questo per far comprendere che il problema non è il debito in quanto tale, ma lo diventa qualora raggiunga dei livelli ingestibili che pertanto vanno oltre la ragione del suo ricorso.

Le crisi finanziarie che l'economia sta attraversando possono essere distinte in due categorie:

- ✓ La *subprime mortgage financial crisis* (crisi dei mutui subprime) che comprende il periodo 2007- 2009;⁷⁰
- ✓ La *sovereign debt crisis* (crisi dei debiti sovrani) che caratterizza il periodo 2009-2011;

La crisi dei debiti sovrani è quel tassello che chiude la depressione partita nel 2006 dal crollo del mercato immobiliare (a seguito della concessione dei mutui subprime) che ha pertanto trascinato le banche, per poi estendersi nel sistema finanziario e andando infine a coinvolgere lo Stato.

I Paesi dell'Eurozona maggiormente colpiti dalla crisi sono quelli che rientrano nell'acronimo PIG (Portogallo, Irlanda, Grecia) a cui successivamente si aggiungeranno Italia e Spagna (PIIGS). Ricordo che *pigs* in inglese significa maiali, ed è il termine utilizzato prevalentemente dai giornalisti inglesi (anche se ormai divenuto di uso comune) per identificare la difficile situazione economica di tali paesi.

Si ritiene che la crisi dei debiti sovrani sia effetto di una evoluzione di quella dei mutui subprime ed è opportuno capire le ragioni di questo passaggio e le problematiche dovute ad un debito pubblico diventato incontrollabile.

⁶⁹ Disciplinato nell'art. 81 della Costituzione.

⁷⁰ Della quale ho ampiamente parlato nel primo capitolo.

2.1 IL LEGAME TRA LE DUE CRISI: IL DEBITO PUBBLICO

I governi delle maggiori economie avanzate si sono subito attivati per rispondere alla crisi finanziaria e per dare stimoli positivi all'economia, questo però ha inevitabilmente inciso negativamente sui conti pubblici incrementandone i disavanzi⁷¹ e generando problematiche legate all'eccessivo debito che diventava sempre più difficile da sostenere. Pertanto è proprio a seguito dell'intervento per superare la crisi finanziaria iniziata nel 2007 che molti Stati europei si sono ritrovati nella morsa di un livello di indebitamento che mai prima d'ora era stato raggiunto.

Allo stesso tempo si riscontra una incapacità degli Stati nel contenere il proprio debito e soprattutto nella gestione delle proprie casse, inserendosi in maniera esasperata all'interno di un ormai avanzata finanziarizzazione dell'economia. Questo nuovo processo si identifica in un diverso modo di approcciarsi alla finanza, la quale assume un ruolo sempre maggiore all'interno dell'economia diventando il motore trainante dell'intero sistema.

In esso si modifica la catena di formazione del valore (ricchezza); si è passati dalla relazione D-M-D (denaro-merce-denaro)⁷² ossia la merce faceva da tramite per ottenere maggiore ricchezza, alla relazione D-D-D che pertanto mette in evidenza come il capitale senza passare per la produzione è in grado di creare altro valore.

Il fatto che il rapporto tra la ricchezza finanziaria e quella reale sia cresciuto negli ultimi anni è molto importante perché in parte va a spiegare le ragioni per le quali problemi all'interno dei mercati vadano a generare crisi di così elevata entità.

Pertanto uno Stato che si inserisce in tale processo viene coinvolto in una depressione nella quale non può esserne più la soluzione una volta divenuto uno dei soggetti che ne fa parte. Viene quindi in mente una domanda: se lo Stato è colui che deve intervenire per aiutare i mercati e per ricreare quella fiducia ormai assente, chi può operare per aiutare lo Stato? Lasciando per un po' irrisolto tale interrogativo è opportuno approfondire le conseguenze scaturite dal suo agire.

Il denaro pubblico fa da copertura alle perdite prodotte dal settore privato, quindi un aumento del rischio di credito⁷³ all'interno del portafoglio delle banche si estende inizialmente al sistema finanziario ed infine agli stati poiché il loro intervento provoca peggioramenti nei bilanci pubblici⁷⁴.

⁷¹ Come vedremo più avanti, molti paesi già presentavano livelli di indebitamento rilevanti.

⁷² della quale parlava Marx; essa si contrapponeva al sistema liberista che prevedeva uno scambio alla pari identificato nella relazione M-D-M.

⁷³ è opportuno ricordare che le banche nell'esercizio della loro attività sono soggette a diversi tipi di rischio.

I rischi fondamentali sono:

- Rischio di credito: sorge nell'ambito di una operazione creditizia e consiste nella possibilità che il debitore non assolva al rimborso (in tutto o in parte) del capitale o al pagamento degli interessi, pertanto risulti insolvente;
- Rischio di mercato: possibilità di ottenere dalle operazioni finanziarie un rendimento diverso da quello atteso a seguito delle variazioni "impreviste" delle variabili di mercato (tassi d'interesse, di cambio...);
- Rischio operativo: possibilità di perdite a seguito di una gestione non appropriata oppure da eventi esogeni.

⁷⁴ Cfr. F. COLOMBINI – A. CALABRÓ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*. Cit. pag 13.

L'incremento dei tassi di interesse dei titoli pubblici, l'assenza di crescita, gli elevati deficit, vanno tutti a contribuire ad un incremento del rapporto debito pubblico/ Pil. Questo genera un circolo vizioso in quanto più aumentano le incertezze sulla solvibilità degli stati, maggiori saranno i tassi sui titoli da questi emessi, ulteriori misure saranno necessarie per aiutare le finanze pubbliche⁷⁵.

Senza contare che a questa situazione si aggiungono i rating a ribasso ad opera delle agenzie di rating⁷⁶ aprendo definitivamente le porte alla crisi dei debiti sovrani.

L'elevato debito pubblico che alcuni paesi registrano, è frutto di una serie di problemi legati alla stabilità della loro economia e dal loro modo di gestire la propria politica fiscale.

In particolare si osservano:

- Stati nei quali il settore bancario è fortemente instabile costringendo il governo ad interventi difficili e costosi;
- Stati che mettono a dura prova i propri bilanci attraverso un livello di spese assistenziali e previdenziali insostenibile;

Insomma è come se la crisi non avesse fatto altro che evidenziare un modus operandi dei governi del tutto inappropriato e soprattutto poco organizzato.

Da tutte le colpe che imprescindibilmente dobbiamo attribuire ai governi, non possiamo però esimerci da addossarne alcune anche alle banche, giacché è proprio a seguito del loro operare (non prudente⁷⁷) che lo Stato si è trovato costretto ad intervenire.

Gli interventi del pubblico potere come mezzo per sostenere l'economia aumentano il debito pubblico generando problematiche relative alla solvibilità degli stati con riferimento ai titoli da questi emessi.

Quando un debito pubblico diventa eccessivo è necessario riportarlo ad un livello di sostenibilità. La *sustainability of public debt* è un'analisi economica atta a verificare gli effetti distorsivi di un finanziamento sistematico della spesa pubblica con l'emissione dei titoli di Stato (*titoli del debito pubblico*); è opportuno pertanto identificare il livello oltre il quale l'indebitamento pubblico diventa insostenibile.

Innanzitutto lo stato si indebita nel momento in cui le entrate fiscali non riescono ad assorbire interamente la spesa pubblica⁷⁸ e quindi si finanzia o emettendo titoli di debito pubblico o moneta.

La possibilità di finanziarsi con emissione di moneta è una caratteristica che contraddistingue uno Stato da un semplice cittadino, e non a caso prende il nome di *signoraggio*⁷⁹.

⁷⁵ Cfr. F. COLOMBINI – A. CALABRÓ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*. cit., pag 31.

⁷⁶ Di cui mi occuperò dettagliatamente più avanti.

⁷⁷ La *sana e prudente gestione* è il principio cardine che deve muovere tutta l'attività che le banche esercitano.

Sul punto, tra gli altri, cfr. BRESCIA MORRA, cap. 4, in AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Padova, 2010, tomo I.

⁷⁸ È opportuno notare che difficilmente con le sole entrate fiscali uno stato riesce a coprire tutte le uscite, quindi l'indebitamento pubblico sarà sempre utilizzato come fonte di approvvigionamento di risorse.

⁷⁹ definito da PAUL R. KRUGMAN (premio Nobel) come "risorse reali che un governo guadagna quando stampa moneta che spende in beni e servizi".

Esso viene definito come una forma particolare di emissione di debito pubblico, infatti il circolante è tra le passività nel bilancio della Banca Centrale⁸⁰.

L'altra modalità attraverso la quale uno stato si finanzia è l'emissione di titoli rappresentativi del debito pubblico. I titoli di stato sono obbligazioni emesse dal Ministero dell'Economie e delle Finanze per conto dello Stato proprio per finanziare il debito pubblico o il deficit. Per completezza d'informazione ricordo che esistono diversi tipi di titoli:

- *Buoni del Tesoro Poliennali (BTP)*: titoli a tasso fisso con cedola semestrale prestabilita e durata 3, 5, 10, 15, 30 anni. Possono essere collocato *alla pari*, *sotto la pari*, *sopra la pari*⁸¹.
- *Certificati di Credito del Tesoro (CCT)*: titoli a tasso variabile con la durata di sette anni. Possono essere emessi *alla pari* o *sotto la pari*;
- *Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ)*: titoli a tasso fisso con durata all'emissione di 24 mesi. Vengono emessi a sconto (*sotto la pari*);
- *Buoni ordinari del tesoro (BOT)*: titoli zero coupon con la durata inferiore o uguale ai 12 mesi. Sono emessi *dotto la pari*.
- *Obbligazioni degli enti pubblici territoriali*: titoli a tasso fisso o variabile con durata non inferiore ai cinque anni. Sono emessi *alla pari*.

questi danno al possessore il diritto ad ottenere alla scadenza il rimborso del capitale e a ricevere gli interessi che periodicamente maturano. Detti titoli hanno caratteristiche diverse tra loro e pertanto obbligano lo Stato nei confronti degli acquirenti in maniera differente.⁸²

È opportuno ricordare che i tassi d'interessi che vengono erogati variano a seconda le caratteristiche di ciascun titolo, ma se ad esempio consideriamo un solo titolo vedremo che nel corso del tempo il tasso che su questo si applica varierà a seconda l'andamento del mercato. In particolare sussiste una relazione inversa tra il prezzo di un titolo e il tasso d'interesse che su questo matura; poichè il prezzo del titolo dipende dalla quantità domandata ed offerta⁸³ allora notiamo che il tasso d'interesse è un indicatore del buon andamento o meno dei mercati.

Bisogna considerare però che lo Stato non sempre immette titoli sul mercato per coprire il deficit di bilancio; a volte li emette per rimborsare il debito pregresso che è arrivato a scadenza. Questo non aumenta lo stock di debito in quanto, giacchè serve per ripagare quello precedente, non è altro che lo sostituzione di un debito con l'altro e quindi uno spostamento in avanti di tale debito (operazione nota col termine inglese *rolling over*);

difatti la struttura del debito sovrano sarà tanto più solida quanto più è spostata nel lungo periodo, perché vuol dire che non si è costretti a fare rolling (appunto rinnovo del debito) ogni poco tempo.

⁸⁰ Per approfondire la tematica sulle origini del signoraggio si consiglia G. SANNINO, *I segreti del debito pubblico, i veri motivi della crisi economica*, Fuoco Edizioni, 2012, cap.2.

⁸¹ *alla pari*: prezzo di emissione uguale al valore nominale;
sotto la pari: prezzo di emissione è inferiore al valore nominale;
sopra la pari: prezzo di emissione maggiore del valore nominale.

⁸² Per approfondire le caratteristiche dei titoli obbligazionari (di Stato) si rinvia a F. S. MISHKIN – S. G. EAKINS – G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, cit. cap.10.

⁸³ In particolare un aumento della domanda genera un aumento del prezzo e quindi una riduzione del tasso d'interesse; viceversa una riduzione della domanda comporta una riduzione del prezzo e una aumento del tasso d'interesse.

Però lo stock di debito pubblico aumenterà qualora viene emesso nuovo debito per ripagare gli interessi sul vecchio e non per rimborsarlo⁸⁴.

Tornando al concetto di sostenibilità, lo stock di debito pubblico è composto:

1. Titoli emessi precedentemente;
2. Disavanzo primario: titoli emessi per colmare lo scostamento tra entrate fiscali e spesa pubblica;
3. Titoli emessi per ripagare il debito pregresso;

da questa grandezza va sottratta la quantità di moneta emessa per finanziare il fabbisogno dello Stato.

Per comprendere fino a che livello il debito pubblico è sostenibile bisogna definire il c.d. *vincolo di bilancio pubblico*. Tale vincolo non è altro che un semplice calcolo contabile ed è definito in rapporto al PIL nel modo seguente:

Δ rapporto debito pubblico/PIL =

saldo primario in rapporto al PIL + spesa reale per interessi – effetto della crescita del Pil sul debito – finanziamento con moneta.

L'obiettivo è che in un periodo futuro più o meno lungo tale stock di debito venga azzerato (*vincolo di bilancio pubblico intertemporale*) e ciò è possibile solo se:

1. Nel corso del periodo gli interessi sul debito e la spesa pubblica sono finanziati con imposte o emissione di moneta;
2. Il tasso di crescita del Pil deve essere superiore al saggio d'interesse reale.

Pertanto se queste condizioni non vengono rispettate il debito comincia a crescere; ad esempio, in Italia, già a partire dagli anni '80 tali condizioni non vennero soddisfatte, portando ad un incremento del debito che poi nel 2009 è esploso⁸⁵.

La riduzione del rapporto debito pubblico/ Pil è molto importante non solo per evitare turbolenze all'interno dei mercati finanziari, ma anche per non permettere che questo si traduca in una mancanza di crescita per il paese⁸⁶.

I governi devono quindi essere caratterizzati da *solvibilità* e *liquidità*. Mentre la prima è un concetto di medio lungo termine che appunto si identifica nel rispetto del sopra citato vincolo di bilancio intertemporale⁸⁷, la liquidità è un concetto di breve periodo che si identifica nella capacità del

⁸⁴ Cfr. I. MUSU, *Il debito pubblico, quando lo Stato rischia l'insolvenza*, il Mulino, terza edizione, 2012, pag. 19-21.

⁸⁵ Non posso esimermi dal far notare che la condizione dell'Italia è condivisa da molti paesi che pertanto si trovano ad attraversare con essa la sovereign debt crisis.

⁸⁶ Per gli effetti derivanti dall'eccessivo debito si rimanda al paragrafo successivo.

⁸⁷ Il FMI definisce la solvibilità come la condizione che viene soddisfatta se il valore attuale degli avanzi primari attesi è uguale allo stock del debito.

governo di mantenere l'accesso ai mercati finanziari, in modo da essere in grado di onorare tutti gli impegni di breve periodo⁸⁸.

Le politiche fiscali che i paesi del G-20 hanno dovute attuare per rispondere alla crisi finanziaria, unitamente alla recessione economica ed a bilanci pubblici sicuramente non in pareggio, hanno portato un forte peggioramento della finanza pubblica.

Quando il rapporto debito pubblico/ Pil diviene troppo elevato e addirittura continua a crescere, lo Stato si può trovare nella situazione di non vedere collocati i propri titoli, in quanto i sottoscrittori non sono più disposti ad acquistarli e, venendo meno la fiducia nei confronti dello stesso, cominciano a pretendere il rimborso del debito già esistente. In questa situazione lo Stato si trova in una condizione di grande difficoltà che deve risolvere con modalità diverse dall'emissione di titoli per evitare di dichiarare default.

Una strada, ora non più percorribile per i paesi “della moneta unica”, è quella della *monetizzazione del debito*. Questa modalità consiste nell'acquisto da parte dell'autorità monetaria di ingenti quantitativi di titoli di debito pubblico (operazioni di mercato aperto); questo naturalmente comporterà un importante aumento della moneta in circolazione, con tutte le conseguenze che ne derivano⁸⁹, ma perlomeno non verrà collocato nuovo debito. In ogni caso questa procedura non può essere esercitata nell'eurozona in quanto, come già detto, è vietato alla BCE di acquistare titoli di debito pubblico dei paesi membri.

Altra modalità, la più estrema ma allo stesso tempo la più efficace in quanto consente l'azzeramento dello stock di debito pubblico, è il *ripudio del debito*, ossia lo Stato dichiara l'insolvenza e pertanto rifiuta il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale. Questo, però, ha delle conseguenze deleterie per uno stato; dalla perdita di fiducia del cittadino nei confronti dei suoi governanti⁹⁰, alla completa impossibilità di emettere titoli di debito per finanziarsi, giacché nessuno più sarebbe disposto ad acquistarli; alla necessità di raggiungere velocemente un pareggio di bilancio con le chiare conseguenze sulla vita dei cittadini⁹¹.

Pertanto, considerando non applicabili la monetizzazione e il ripudio del debito, gli interventi che in genere vengono adottati dalle autorità sono la ristrutturazione del debito e l'imposta patrimoniale, quest'ultima auspicata da molti.

La *debt restructuring*⁹² consiste in una procedura atta a modificare le condizioni (scadenze ed importi) del prestito così come definito dal contratto di debito originario per alleggerire l'onere in capo al debitore. Essa viene ritenuta un'alternativa positiva anche per il creditore, che piuttosto di essere costretto a rinunciarvi del tutto, preferisce ottenere “qualcosa” se pur inferiore a ciò che gli spettava.

⁸⁸ Le definizioni di solvibilità e liquidità sono tratte dal sito della banca d'Italia a pag. 66 del bollettino mensile della BCE di aprile 2012; si rimanda allo stesso per approfondire l'analisi della sostenibilità del debito pubblico nell'area dell'euro.

⁸⁹ Una fra tutte, un fortissimo processo inflazionistico, che andrà ad assorbire il potere d'acquisto derivante dal debito rimborsato.

⁹⁰ E del paese se il sottoscrittore è un investitore straniero.

⁹¹ In quanto si vedrebbero imporre un fortissimo carico fiscale.

⁹² disciplinata dall'art 182 bis della legge fallimentare (R.d. 16 marzo 1942, n. 267).

Due sono le modalità di applicazione:

1. *Allungamento della durata*, in maniera tale da dare il “tempo” al paese di superare, almeno in parte, le condizioni di difficoltà;
2. *Haircut* ossia riduzione del valore nominale, permettendo così di ridurre l’ammontare del prestito che a scadenza deve essere rimborsato.

L’altra via d’uscita è un’imposta patrimoniale applicata ai possessori di patrimoni/redditi elevati e che pertanto non andrebbe a coinvolgere gli investitori stranieri, ciò che invece accade con la ristrutturazione del debito. Questa genererà altra entrate che andranno a ridurre il ricorso al debito⁹³.

Il problema del debito pubblico nell’eurozona dobbiamo farlo risalire intorno al 2010 quando si presentano forti turbolenze nel mercato dei debiti pubblici di alcuni paesi europei, in particolare la Grecia. Il “caso” Grecia è stato ampiamente descritto nella prima parte di questo elaborato, ma per comprendere come si sia propagato il problema dei debiti sovrani nell’area dell’euro è necessario proprio ripartire dalla questione ellenica.

I titoli di Stato greci cominciavano a registrare un forte aumento dei tassi d’interesse, sinonimo del fatto che i prezzi stavano scendendo, e soprattutto si riscontrava un importante aumento del premio sui *Credit Default Swap* (CDS). Il CDS è un contratto mediante il quale a fronte di uno o più pagamenti una parte riceve un indennizzo prestabilito in caso si verifichi un determinato credit event (ossia un evento futuro incerto che riduce il profilo creditizio di un terzo, come dichiarazione d’insolvenza, mancato pagamento di un’obbligazione, riduzione rating creditizio). Viene quindi utilizzato anche come polizza assicurativa per il sottoscrittore di un’obbligazione. Pertanto un aumento del premio identifica una maggiore rischiosità del debito sovrano.

Dopo i declassamenti ad opera delle agenzie di rating nei confronti di Portogallo e Grecia vengono predisposti dei primi programmi per aiutare la Grecia. Come già visto, tra gli aiuti rivolti alla Grecia c’è l’ EFSF (European Financial Stability Facility) destinato a diventare successivamente ESM (European Stability Mechanism)⁹⁴. Nel frattempo i problemi dei titoli pubblici esordivano anche in Irlanda e Spagna.

Nel 2010 gli investitori cominciano a comprendere la particolare situazione di determinati paesi dell’eurozona, e difatti si riscontra un significativo aumento dello *spread* (sempre con i titoli decennali tedeschi) prima in Grecia, poi Irlanda, Portogallo e Spagna, ed infine anche in Italia. A partire da questo momento tutti i governi di detti paesi, in collaborazione con le autorità europee iniziano, tra riunioni e provvedimenti, a cercare di ricreare una stabilità finanziaria indispensabile per la salvaguardia degli Stati.

È opportuno notare come alcuni paesi abbiano risposto in maniera più attiva rispetto ad altri; forti critiche nei confronti del *modus operandi* ellenico, interventi più positivi in Italia, dove nel novembre 2011 è stato nominato dal presidente della Repubblica Giorgio Napolitano un governo “tecnico” presieduto da Mario Monti.

⁹³ La tematica del default e della ristrutturazione è tratta da I. MUSU, *Il debito pubblico, quando lo Stato rischia l’insolvenza*, pag. 48 e ss.

⁹⁴ Cfr. I. MUSU, *Il debito pubblico, quando lo Stato rischia l’insolvenza*, cit., pag 112 ss.

Tale governo almeno all'inizio è stato accolto con favore poiché il nostro paese necessitava di ricreare quella fiducia che ormai aveva perso e che il nuovo governo avrebbe ripristinato.

Fin'ora non mi sono mai soffermato sulle cifre parlando solo di debito eccessivo, ma per comprendere la vera entità di tale indebitamento è necessario ricorrere ad alcuni dati.

L'eurozona ha registrato nel 2007 un debito pubblico pari al 66,3 % del PIL, diventato dell' 87,2 % nel 2011. Questa essendo una media racchiude paesi con debito basso, ma anche paesi con debito alto; infatti la maggior di questo debito è nei bilanci dei paesi PIIGS.

In particolare (in rapporto al Pil):

PAESI	2007	2011
Portogallo	68,30	107,80
Irlanda	24,80	108,20
Grecia	107,40	165,3
Italia	103,10	120,10
Spagna	36,30	65,80
Germania	65,20	81,20
Francia	64,20	85,80
Austria	60,20	72,20
Belgio	84,10	98,00

*Dati Eurostat*⁹⁵

Questi dati riescono subito a far comprendere la situazione che caratterizza diversi Stati europei. L'Italia e la Grecia sono gli unici paesi che presentavano, già nel 2007, quindi prima della crisi finanziaria, un livello di indebitamento superiore al PIL; indebitamento che prevedibilmente è aumentato con lo scoppio della crisi dei debiti sovrani.

L'Irlanda, Spagna e Portogallo, invece, a seguito della crisi vedono un incremento velocissimo del debito, facendo presupporre che questo continuerà ad aumentare.

Osservando Francia e Germania si direbbe che queste, pur avendo un debito di una certa rilevanza, non sono tra quelli che affrontano la sovereign debt crisis, e di fatto non lo sono. In realtà ultimamente il debito tedesco sta (in termini assoluti) superando quello italiano e si ritiene che ben presto lo stesso accadrà a quello francese.

⁹⁵ Tratti da <http://www.economy2050.it/debito-pubblico-ue-project-bond-union-bond/>

Difatti si stima che nel 2013 il debito pubblico italiano sarà di 1.988 miliardi di euro, quello tedesco di 2.082 miliardi, quello francese 1.946 miliardi. Eppure nello stesso periodo l'Italia si troverà a pagare 91 miliardi di euro di interessi sul debito, che sono 21 in più della Germania e 36 in più della Francia. Gli elevati interessi che l'Italia si trova a pagare rispetto agli altri paesi è il frutto di quella, già citata, perdita di credibilità del nostro Paese a cui il governo Monti sta lavorando⁹⁶.

A questo punto non resta che comprendere l'impatto che il forte debito pubblico ha sull'economia e pertanto sulla vita dei cittadini.

2.2 LE PROBLEMATICHE DOVUTE ALL' ECCESSIVO DEBITO

Un eccessivo debito pubblico ha inevitabilmente delle ripercussioni molto forti sia sul piano economico che sociale, dovute non soltanto alle conseguenze delle politiche che verranno poste in essere per fronteggiarlo, ma anche al fatto che tale debito prima o poi dovrà essere ripagato, salvo dichiarazione di default, e poiché si tende a spostarlo in avanti (con la già citata operazione di rolling over) questo di fatto ricadrà sulle future generazioni.

Cominciamo col riassumere in alcuni punti quali potrebbero essere gli effetti negativi più rilevanti generati da un debito insostenibile, per poi analizzarli nel particolare:

1. *Impatto sulla domanda aggregata;*
2. *Effetto spiazzamento (crowding out);*
3. *Maggiore prelievo fiscale;*
4. *“patto”(unilaterale⁹⁷) intergenerazionale;*

è opportuno notare che i primi quattro punti si racchiudono in un'unica grande conseguenza, ossia la *manca di crescita*.

Economisti e policy-makers si scontrano sulla relazione tra debito pubblico e crescita; sicuramente è configurabile una relazione negativa, ma difficile è la comprensione su quale sia la causa e quale l'effetto. In particolare la maggior parte dei policy-makers ritiene che sia l'elevato debito pubblico che riduce, o meglio contrasta la crescita economica. Però correlazione non significa causalità; difatti c'è chi sostiene che il legame tra crescita e debito sia dovuto al fatto che la ridotta crescita porta all'accumulazione del debito poiché non viene coperto⁹⁸.

Dallo studio di due scrittori, Checherita e Rother, che hanno osservato l'effetto medio del debito pubblico sul Pil pro capite nei dodici paesi dell'eurozona, è risultato che un rapporto debito pubblico/ Pil al di sopra del 90-100% (punto critico) ha un impatto devastante sulla crescita a lungo

⁹⁶ Cfr. articolo di M. FORTIS, *Il Sole 24 Ore*, *Ma i tedeschi hanno più debito degli italiani*, 1 luglio 2012.

⁹⁷ Poiché come vedremo meglio più avanti le generazioni future si ritrovano a sostenere l'onere del debito a seguito di decisioni prese in questo momento, sulle quali non possono esprimere la propria opinione.

⁹⁸ <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1003059.html>.

termine e che soprattutto tale relazione non è lineare, ciò implica che man mano che il debito pubblico aumenta le conseguenze sulla crescita si accelerano.⁹⁹

Analizziamoli singolarmente:

1) IMPATTO SULLA DOMANDA AGGREGATA:

La domanda aggregata è la quantità di beni e servizi domandata dagli attori di un sistema economico; in genere si identifica nella seguente sommatoria:

$$D = C + I + G + NX^{100}$$

C = domanda per consumo di beni e servizi

I = domanda di beni d'investimento

G = domanda di beni e servizio dello stato (*spesa pubblica*)

NX = esportazioni nette (*esportazioni – importazioni*);

Un disavanzo nel bilancio pubblico, a seguito del quale si fa ricorso all'indebitamento, può essere generato dall'aumento della spesa pubblica o da una diminuzione delle entrate. La variazione di queste grandezze impatta inevitabilmente sulla domanda aggregata in quanto incide sulle sue componenti.

Gli effetti di un aumento della spesa pubblica sulla domanda aggregata saranno diversi a seconda gli obiettivi verso i quali tali uscite sono indirizzate. In particolare:

- Se le risorse sono destinate ad acquistare beni e servizi, questo avrà risvolti positivi sulla domanda aggregata e quindi sull'economia poiché stimolano la produzione, di conseguenza l'occupazione, generando un aumento del reddito e dei consumi¹⁰¹.
- Se sono destinate per gli investimenti in infrastrutture, Keynes ci insegna che questo genererà occupazione, quindi reddito e consumo¹⁰²;
- Se l'aumento della spesa pubblica è per trasferimenti (ad esempio aumento spesa per pensioni oppure aumento della spesa per pagare gli interessi sui titoli rappresentativi del debito pubblico) si determinerà un incremento del reddito disponibile che impatterà poco sulla domanda aggregata giacché buona parte verrà destinata al risparmio per una spesa futura.

⁹⁹ <http://www.scenarifinanziari.it/NewsLetter.aspx?idNewsLetter=20120908.html>.

Inoltre, per comprendere la relazione tra debito pubblico e crescita economia in Italia si consiglia http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/pubsto/quastoeco/QSE_11/QSEn_11.pdf

¹⁰⁰ Cfr. N. G. MANKIW – M. P. TAYLOR, *Macroeconomia*, Zanichelli editore, quinta edizione, 2010.

¹⁰¹ È opportuno notare che unità aggiuntive di reddito provocano un aumento dei consumi in misura sempre inferiore (*propensione marginale al consumo decrescente*).

¹⁰² Keynes, tra le altre cose, elaborò la teoria del *deficit spending*, secondo la quale lo Stato deve intervenire qualora non è raggiunta la piena occupazione; egli precisa che tale intervento, affinché sia efficace, deve essere indirizzato alla creazione di infrastrutture.

La riduzione delle entrate fiscali può essere dovuta:

- Alla produzione di minor reddito, quindi entrate inferiori dalle imposte sul reddito;
- Riduzione dei consumi, quindi ad esempio si percepisce meno IVA;
- Incremento evasione fiscale¹⁰³;

Si riscontra che una riduzione delle entrate fiscali, impatta sulla domanda aggregata in maniera simile all'aumento della spesa pubblica per trasferimenti.

Comprendere come le diverse politiche impattano sulla domanda aggregata (quindi sull'intera economia) è importante poiché individua le ragioni per le quali un disavanzo pubblico avrà conseguenze differenti a seconda le motivazioni che lo hanno generato. Pertanto, anche il debito pubblico, a cui lo Stato fa ricorso per finanziarsi e quindi per fronteggiare il disavanzo, non determinerà sempre lo stesso impatto sull'economia¹⁰⁴.

L'obiettivo dello stato, quando ricorre all'indebitamento pubblico, è quello di utilizzare le risorse per stimolare l'economia e quindi dar vita ad un percorso di crescita¹⁰⁵ indispensabile per la sopravvivenza di un paese. Quindi, è proprio attraverso la crescita prodotta che uno Stato dovrà ripagare il debito contratto; questo implica che qualora il ricorso all'indebitamento è giustificato da ragioni diverse, ecco che il debito comincia ad accumularsi fino al punto di diventare ingestibile.

Per questa ragione, molte sono state, e lo sono ancora, le critiche rivolte agli Stati oggi coinvolti dalla crisi, poiché si ritiene che questi abbiano completamente dimenticato l'importanza della crescita¹⁰⁶ e soprattutto abbiano posto in essere un modus operandi sbagliato, non supportato da alcun obiettivo di medio - lungo termine.

2) EFFETTO SPIAZZAMENTO (CROWDING OUT):

Per effetto spiazzamento o crowding out effect si intende quel fenomeno economico che consiste in una riduzione della spesa privata come conseguenza dell'aumento della spesa pubblica. In condizioni di piena occupazione, l'aumento della spesa pubblica finanziato con una maggiore imposizione fiscale, riduce le risorse a disposizione del settore privato; tuttavia il fenomeno si manifesta, seppure in maniera più contenuta, anche in presenza di sottoccupazione¹⁰⁷.

L'effetto spiazzamento si realizza non solo se la spesa pubblica è finanziata con le imposte, ma anche nel caso di ricorso ad un eccessivo debito pubblico.

L'elevato debito pubblico provoca il crowding out in diversi modi.

¹⁰³ È uno dei punti più controversi, in quanto da sempre l'evasione fiscale è tra i reati più difficili da contrastare.

¹⁰⁴ Gli effetti del disavanzo sulla domanda aggregata sono tratti da I. MUSU, *il debito pubblico, quando lo Stato rischia l'insolvenza*, cit., pag. 22 e 23; rimando allo stesso per approfondimento nelle pagg. 24 e ss.

¹⁰⁵ Per comprenderne appieno il significato si rinvia a E. GRILLI, *Crescita e sviluppo delle Nazioni*, cit., cap. 1.

¹⁰⁶ Questa è proprio una delle maggiori critiche rivolte all'Italia.

¹⁰⁷ http://www.okpedia.it/crowding_out.

Di seguito i più riconosciuti:

- 1) Per indebitarsi, lo Stato deve ricorrere ai mercati finanziari per collocare i titoli di debito pubblico. In questo modo, entra in concorrenza con le famiglie che chiedono un mutuo, con le imprese che emettono le loro obbligazioni e che chiedono un credito alle banche per finanziare l'attività.

Questo fa sì che l'acquisto di titoli di stato, essendo un investimento alternativo all'acquisto di un titolo obbligazionario o alla concessione di un mutuo, riduce la disponibilità dei privati¹⁰⁸.

- 2) Lo stato per vedere collocati i propri titoli andrà ad offrire tassi di interesse più alti rispetto ad altre forme di investimento. Questo genererà un aumento della struttura dei tassi di interesse e quindi una riduzione degli investimenti privati¹⁰⁹. Inoltre, gli elevati tassi offerti nel mercato nazionale, attirerà capitali stranieri, rivalutando il cambio e riducendo le esportazioni. Tutto questo provocherà riduzione della domanda aggregata e quindi del reddito¹¹⁰.

3) *MAGGIORE PRELIEVO FISCALE:*

Nei punti precedenti abbiamo già visto alcune conseguenze dovute all'aumento dell'imposizione fiscale, come l'effetto spiazzamento legato appunto alle imposte.

Quando lo Stato raggiunge un livello di debito pubblico elevato, si troverà prima o poi costretto a coprire questo debito, in parte, anche con l'introduzione di nuove imposte; questo naturalmente per cercare col tempo di attenuarne l'entità.

In tale contesto non posso esimermi dal far riferimento a ciò che sta accadendo nel nostro paese, in quanto è proprio in questa direzione che si sta muovendo il governo Monti per cercare di contenere, sperando addirittura di annullare, il debito pubblico, e quindi di raggiungere il tanto agognato pareggio di bilancio. Cito solo alcuni di tali provvedimenti, come:

- L'IMU (Imposta Municipale Unica) che rappresenta l'equivalente, con alcune modifiche, della vecchia ICI (Imposta Comunale sugli Immobili), la quale fu tolta dal precedente governo Berlusconi;
- Aumento addizionale regionale IRPEF;
- Aumento IVA divenuta del 21% a fronte del precedente 20%;
- Aumento accise gasolio, benzina, gpl;
- Aumento tassa sui rifiuti...

...e molte altre.

¹⁰⁸ <http://www.libertiamo.it/2012/04/23/leffetto-spiazzamento-del-debito-pubblico/>.

¹⁰⁹ Ricordo che sussiste una relazione inversa tra investimenti privati e tasso di interesse, in quanto quest'ultimo rappresentando il costo dell'indebitamento, andrà a incentivare l'investimento se diminuisce, ma lo ridurrà se aumenta.

¹¹⁰ <http://www.simone.it/economia/sos/22.htm>.

Sono state contate circa 53 nuove tasse, ma del resto era comprensibile che Monti avrebbe fatto quello “sporco lavoro” che i politici non avrebbero mai potuto fare; tuttavia non sono di certo mancate critiche nei confronti del nuovo governo ritenuto troppo attento a “fare cassa” e poco alle importanti ripercussioni sulla vita dei cittadini.

Senza contare che l’aumento delle imposte riduce il reddito disponibile¹¹¹ dei privati e di conseguenza può avere effetti depressivi sull’economia.

Ritengo che in tutto questo ci sia una contraddizione: ma lo Stato non ricorre all’indebitamento pubblico per evitare un prelievo fiscale troppo elevato?

Pertanto se il raggiungimento di un debito eccessivo costringe, prima o poi, ad un incremento “esasperato” delle imposte forse è meglio riuscire a spalmare tale prelievo fiscale nel tempo e ricorrere meno all’indebitamento.

4) “PATTO” INTERGENERAZIONALE:

Un altro aspetto negativo dovuto al fatto che col tempo si è accumulato un debito pubblico di così rilevante entità è rappresentato dall’onere che questo provocherebbe nei confronti delle future generazioni.

È facile comprendere che il debito pubblico, al pari di ogni altro debito, dovrà prima o poi essere pagato, e se questo rimborso non avviene adesso, poiché viene rimandato¹¹², allora verrà effettuato più avanti.

L’onere per le generazioni che verranno si manifesterà in termini di una maggiore imposizione fiscale, oppure in alternativa, una riduzione dei servizi messi loro a disposizione dallo stato. Pertanto le imposte che i genitori non hanno pagato, naturalmente non per propria scelta, ricadranno sui figli.

Tale tesi viene però contrastata da un’altra che identifica nella particolare natura del debito pubblico l’impossibilità di tale ragionamento.

Seconda quest’altra teoria il maggiore carico fiscale che le nuove generazioni si troveranno a sostenere, verrà accompagnato dal lascito dei titoli rappresentativi del debito che darà loro il diritto di ottenere gli interessi e il rimborso del capitale, questo quindi compenserà il più elevato prelievo fiscale; l’unico caso in cui le generazioni successive si troverebbero un maggiore onere sarebbe quello della trasmissione non gratuita dei titoli tra le generazioni (in quanto è la gratuità della trasmissione che permette di compensare l’onere); situazione d’altronde non attuabile vista la configurazione della struttura ereditaria¹¹³. Pertanto secondo questa impostazione, nessuna redistribuzione degli oneri avrà luogo tra generazioni a seguito della esistenza o estinzione del debito pubblico.

¹¹¹ Reddito prodotto al netto delle imposte;

¹¹² Come è stato fatto per molti anni.

¹¹³ <http://www.forexinfo.it/Sulla-natura-e-sugli-effetti-del>.

Bisogna ora comprendere come i governi hanno reagito, e quali potrebbero essere le possibili “vie d’uscita” per superare la crisi che ormai caratterizza l’economia da molto, forse troppo, tempo.

2.3 ALCUNE MODALITÀ D’INTERVENTO

La crisi dei mutui subprime prima, la sovereign debt crisis poi, hanno letteralmente devastato molte economie provocando problemi anche ai paesi più “sani”. Bisogna riconoscere che le autorità, la politica in generale, non sono state ferme, bensì si sono attivate per risanare l’economia che ormai era, ammesso che non lo sia ancora, completamente stravolta dagli eventi che come una “catena di Sant’Antonio” si susseguivano peggiorando la situazione, nonostante l’avvio di alcuni provvedimenti.

Certi sono già stati analizzati, ne ricordo brevemente alcuni:

- EFSF (*European Financial Stability Facility*) noto come Fondo Salva-Stati;
- *Six Pack* ossia i sei regolamenti che, tra le altre cose, modificano e rafforzano il PSC;
- *Fiscal Compact* che contiene le “regole d’oro” sull’equilibrio di bilancio;
- I lavori per la creazione di una nuova governance europea;

Abbiamo visto, però, che uno dei problemi che caratterizza i paesi con elevato debito pubblico è la mancanza di crescita, quindi sicuramente il governo si deve attivare in tal senso.

Si possono distinguere politiche di crescita di breve e di lungo periodo; secondo l’impostazione neo keynesiana, che poi è quella dominante in USA, il breve periodo necessita di un intervento dello Stato, mentre nel lungo può trovare applicazione il pensiero neoclassico secondo il quale è il mercato che da solo riuscirà a ritornare efficiente e con piena occupazione. In particolare, i keynesiani affermano che il breve termine necessita di politica rivolte alla domanda, ad esempio maggiore spesa pubblica per incentivare occupazione e reddito oppure riduzione dei tassi di interesse per stimolare gli investimenti; il lungo periodo necessita invece di politiche dal lato dell’offerta come liberalizzazioni e privatizzazioni¹¹⁴.

Le liberalizzazioni e le privatizzazioni sono due concetti che vengono spesso confusi o in ogni caso associati. Mentre le liberalizzazioni consistono in quel processo atto a eliminare dei vincoli esistenti quindi adeguamento al principio del liberalismo economico; le privatizzazioni invece spostano la proprietà dall’ente pubblico a quello privato.

Per risanare i bilanci pubblici occorre formare avanzi primari¹¹⁵; quando questi riusciranno a coprire le spese per interessi sui titoli di stato verrà annullato il disavanzo pubblico e non si dovrà far ricorso a nuovo debito.

¹¹⁴ Cfr. C. D’IPPOLITI, *Crisi: (come) ne usciamo?*, cit., pag. 160.

¹¹⁵ Differenza tra entrate ed uscite al netto degli interessi sul debito.

Ecco che i surplus che da quel momento si percepiranno saranno utilizzati per rimborsare il debito già esistente fino alla sua completa scomparsa, o meglio fino al raggiungimento di un livello sostenibile.

Questo processo di aggiustamento diventa però piuttosto complicato per quei paesi che non godono di buona fiducia e che presentano un elevato rischio di default, in quanto questo si traduce in un atteggiamento pessimistico degli investitori.

La difficoltà è dovuta al maggior tempo richiesto per ripristinare questa fiducia e per la quale è necessaria l'attuazione di politiche di lungo termine. Nei mercati finanziari l'atteggiamento degli investitori è fondamentale per il buon funzionamento e soprattutto per un andamento positivo, poiché se questi sono ottimisti, e se si riduce il rischio di default dello stato, diminuirà il premio per il rischio, aumenterà la domanda di titoli di stato e si ridurrà il tasso medio di interesse sui titoli pubblici.

Per risanare le finanze pubbliche, lo Stato deve attuare meccanismi di spesa *razionali* che pertanto siano rivolti all'essenziale e non alla conquista di consensi politici. Circa le risorse destinate ai politici si potrebbe aprire un lungo dibattito, ma non essendo questa la circostanza per parlarne, posso solo ricordare alcuni degli "sprechi" che si fanno rientrare nei c.d. *costi della politica*: dalle auto blu, ai portaborse, alle pensioni d'oro.

Purtroppo, in ogni caso, un passaggio fondamentale consiste nella riduzione della spesa pubblica, la quale deve essere coordinata con un "giusto" (in termini di entità e di utilizzo) intervento nell'economia che richiede un'attenta attività di programmazione e controllo che permetterà anche una migliore gestione degli strumenti di debito pubblico. Un ricorso più oculato all'indebitamento incrementerà la credibilità del paese agli occhi degli operatori (nazionali ed esteri) dei mercati, con conseguenze positive per l'intera economia¹¹⁶.

Il governo pertanto deve riuscire a manifestare la sua volontà di cambiamento e di aggiustamento per dare un forte segnale di credibilità, che però necessita di un intervento deciso e tempestivo. Non può essere pertanto condivisibile l'opinione secondo la quale i paesi con un elevato rischio di default debbano avviare un processo di aggiustamento graduale, in quanto questo potrebbe dare al mercato l'impressione di una non volontà del paese di superare la crisi e di avviare un percorso di risanamento e di successiva crescita.

Uno dei fattori che viene osservato per misurare la crescita è il PIL, quindi il rapporto debito pubblico/ Pil è un indicatore del grado di risanamento del paese; bisogna pertanto riuscire a ridurre tale rapporto o riducendo il debito pubblico o aumentando il Pil, anche se in genere questi due effetti si accompagnano. Il problema è che spesso si attuano politiche per ridurre il debito pubblico che però hanno effetti recessivi sull'economia, andando a ridurre il Pil e quindi lasciando invariato il rapporto¹¹⁷.

¹¹⁶ Cfr. F. COLOMBINI – A. CALABRÓ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*, cit., pag 146.

¹¹⁷ Cfr. I. MUSU, *Il debito pubblico, quando lo Stato rischia l'insolvenza*, cit., pag. 55 e 56.

In realtà tutti tra economisti, giornalisti, giuristi, politici e autorità cercano di trovare quella che potrebbe essere la soluzione alla crisi; si comprende subito che a ben vedere non esiste la “ricetta perfetta” contro la crisi, forse perché diverse sono le ideologie e le teorie, o forse semplicemente perché non esiste.

Se non possiamo dare un'unica risposta all'interrogativo più ricorrente ossia *Come uscire dalla crisi*, è possibile però mettere in evidenza quali sono gli obiettivi che l'UE si propone di raggiungere nel lungo termine.

L'UE punta a diventare entro il 2020 un'economia *intelligente, sostenibile e solidale*. Questi obiettivi serviranno a rafforzare l'economia e a conseguire elevati livelli di occupazione, istruzione, innovazione, integrazione sociale, oltre che una maggiore attenzione al clima e all'energia.

In particolare:

CRESCITA INTELLIGENTE: ossia indirizzata all'istruzione, alla ricerca e innovazione, e all'uso del digitale. Con tale crescita si vuole aumentare il livello di investimento in R&S del 3% del Pil dell'UE, aumento tasso di occupazione del 75% (per soggetti di età compresa tra 20 e 65 anni), ridurre gli abbandoni scolastici al di sotto del 10% e aumentare il numero di studenti universitari;

CRESCITA SOSTENIBILE: ossia più efficiente nell'utilizzo delle risorse, più “verde” e più competitiva. Quindi tutelare l'ambiente, sfruttare reti su scala Europea, indirizzare i consumatori verso scelte consapevoli;

CRESCITA SOLIDALE: ossia maggiore coesione economica, sociale e territoriale. Sono previste due iniziative: un' agenda per nuove competenze e nuovi lavori e piattaforma europea contro la povertà¹¹⁸.

Arriva a questo punto l'analisi delle agenzie che con dei semplici, per utilizzare un eufemismo, giudizi sono riuscite a controllare la finanza globale e hanno dato un forte contributo a rendere la crisi di così rilevante entità, sto parlando naturalmente delle *agenzie di rating*.

¹¹⁸ http://ec.europa.eu/europe2020/index_it.htm.

CAPITOLO TERZO

LE AGENZIE DI RATING E IL LORO CONTRIBUTO ALLA CRISI

Tra gli aspetti caratteristici della recente crisi finanziaria c'è il ruolo svolto dalle “famosi” (nel bene o nel male) *agenzie di rating*. Al dire il vero, è molto strano affermare che delle agenzie che di mestiere non fanno altro che dare “voti” possano avere avuto una parte così attiva all'interno della crisi; forse perché ci dimentichiamo quanto è importante per la stabilità finanziaria e per il buon funzionamento dei mercati la fiducia e soprattutto l'informazione¹¹⁹.

Il rating era presente già a partire dall'Ottocento, ma incomincia ad evolversi solo verso il Novecento; questo è dovuto al fatto che inizialmente non lo si riteneva molto importante, difatti non molti erano coloro che richiedevano i loro servizi e pochi davano peso ai loro giudizi, finché il processo di finanziarizzazione che a partire dal XX secolo sta coinvolgendo l'economia mondiale, ha dato loro un ruolo importante nel settore della finanza ed in particolare del credito.

L'attività delle agenzie di rating ha occupato intere pagine di giornale (anche prime pagine), intere edizioni di telegiornale, sono state oggetto di discussione dei vari “salotti” televisivi; io stesso fui presente ad un incontro per la presentazione di un libro che non a caso parlava della crisi finanziaria e che ha visto un dibattito tra giuristi ed economisti sull'operato di queste agenzie. È indubbio che tali società facciano discutere perché, a dire di molti, stanno assumendo un ruolo troppo attivo all'interno della finanza riuscendo a “manovrare” l'andamento dei mercati.

Ripropongo alcuni titoli di articoli di giornale per far comprendere qual è il pensiero dominante circa l'operato di tali agenzie:

- *NON ORACOLI SOLO OPINIONI;*
- *LE AGENZIE DI RATING E LE PROFEZIE DEI NUOVI MAYA;*
- *AGENZIE DI RATING: IL DIAVOLO NELL'ANIMA;*
- *PER LE AGENZIE DI RATING LA PATRIA VALE SEMPRE DI PIÙ;*
- *SOSPETTI LEGITTIMI SU DEI GIUDIZI DUBBI*¹²⁰ ...

... e tantissimi altri. In questo capitolo cercherò di far comprendere quali siano le ragioni che spingono i giornalisti, e non solo, a scrivere articoli così critici nei confronti delle agenzie che a quanto pare hanno avuto la parte da protagoniste nella recente crisi finanziaria.

¹¹⁹ Dei quali mi occuperò più avanti.

¹²⁰ tali articoli sono nell'ordine di :

- D. Masciandaro, *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2012;
- R. Razzante e M. Barbetti, pubblicato su <http://www.wallstreetitalia.com/>, 27 gennaio 2012;
- A. Mazzalai, pubblicato su <http://www.trend-online.com/>, 24 agosto 2011;
- M. Longo, *Il Sole 24 Ore*, 19 gennaio 2012 ;
- C. Marroni, *Il Sole 24 Ore*, 22 giugno 2012;

Le agenzie di rating nascono per svolgere un compito ben preciso, che capiremo bene più avanti, ma sembra che si stiano occupando di tutt'altro, come direbbe un giurista "esercitano in concreto un'attività non conforme all'oggetto sociale". Pur non volendo essere così duri, è indubbio che nel loro agire ci sia qualcosa che non vada, dalle circostanze (in termini di tempistica) nelle quali divulgano i rating, a coloro che le controllano che non sono di certo soggetti estranei al mondo della finanza.

Per comprendere quest'ultimo aspetto e per dare un primo spunto di riflessione ripropongo una storiella, divertente ma allo stesso tempo tagliente, pubblicata da Andrea Mazzalai nel sopracitato articolo:

<< C'era una volta una piccola principessa che tutte le mattine prima di uscire a corte amava specchiarsi e sussurrare... "Agenzia di rating delle mie brame chi è la più bella del reame" "Ma naturalmente tu mia principessa, purchè ti ricordi di continuare a contribuire in modo adeguato al mio splendore"... E vissero tutti felici e contenti! >>.

Questo è uno degli aspetti di cui mi occuperò nelle prossime pagine, ma di certo prima di poter assumere una qualsiasi posizione sulle agenzie di rating, che sia critica o meno, dobbiamo comprendere cosa s'intende per rating e perché si fa ricorso a questo strumento.

3.1 IL SIGNIFICATO DEL RATING

Il *rating* è un termine ormai divenuto di uso comune anche in Italia e significa valutazione; questo consente di classificare imprese, titoli, Stati, banche, sulla base del loro rischio di credito. Ci sono tre termini che in genere vengono associati al rating e sono *downgrade*, *Credit Watch* e *outlook* che rispettivamente significano declassamento, rating sotto osservazione (c'è la probabilità che venga cambiato) e orientamento/andamento (positivo, negativo o stabile)¹²¹.

Quindi le agenzie di rating non sono altro che delle società che attraverso l'analisi di dati finanziari danno dei giudizi e mettono a conoscenza dei mercati lo "stato di salute" dell'economia di un paese o di un'impresa. Dal risultato di questa analisi, che di fatto tende a misurare il rischio di credito, uscirà un valore al quale verrà associato una lettera dell'alfabeto (a volte accompagnata da un numero o un segno) che determinerà in quale classe di rischio creditizio rientrerà quell'ente.

Ricordo che quando si parla di rischio di credito s'intende la possibilità che nell'ambito di un'operazione creditizia il debitore non paghi gli interessi e/o non rimborsi il capitale.

Pertanto misurare il rischio creditizio vuol dire misurare la probabilità/incertezza che un certo evento si manifesti, quindi verrà fatto utilizzando principi e convenzioni che sono alla base delle valutazioni aziendali. Dico questo per far comprendere la complessità di tale analisi e per la quale ci si chiede se effettivamente è possibile misurare in modo appropriato il rischio creditizio.

¹²¹ http://www.analisiaziendale.it/ma_che_cosa_e_questo_rating_1000151.html

Sta di fatto, che è proprio di questo che si occupano tali società che con particolari strumenti informatici misurano il sopracitato rischio e correlano i rischi del debitore con la situazione del mercato¹²².

È opportuno notare che le agenzie di rating, a fronte di ciò che pensano in molti, lavorano su esplicita richiesta e quindi non valutano chiunque ma solo chi chiede il loro intervento. Ci si potrebbe domandare a questo punto perché ad esempio, viste le varie critiche, un'impresa decide di rivolgersi all'agenzia; in realtà la risposta è abbastanza semplice, in quanto si richiedono i loro giudizi proprio per dare un segnale al mercato. L'attività di queste società consente ai soggetti "non informati"¹²³ di conoscere le condizioni dell'impresa, e pertanto se questa rifiuta di farsi valutare, il mercato potrebbe percepirlo come un modo per non far venire a conoscenza la sua situazione finanziaria, quindi nessuno sarebbe disposto ad acquistare i suoi titoli (azioni, obbligazioni..).

Per completezza ricordo che quando nacquero le prime agenzie erano gli investitori a richiedere una valutazione del soggetto emittente pertanto era quest'ultimo a pagare l'agenzia, ciò sembra a rigor di logica più coerente rispetto al fatto che sono i soggetti che collocano i titoli a chiederne l'intervento e a pagare.

Esistono diverse agenzie ma in realtà le più famose sono tre: *S&P* (Standard and Poor's Rating), *Moody's* (Moody's Investor Service) e *Fitch* (Fitch Ratings); esse detengono il 95% della quota di mercato mondiale del rating e sono tutte statunitensi. Mi soffermerò solo su queste, ma per completezza cito anche alcune che hanno però un ruolo minoritario in tale ambito, ossia: AM Best (Usa), Muros Ratings (Russia), Baycorp (Australia), Capital Intelligence (Cipro), Dominion Bond Rating Service (Canada), Egan- Jones Rating Company (Usa)...e altre.

C'è però un'altra società che si sta facendo strada in questo settore, ed è Dagong; è un'agenzia cinese fondata nel 1994 con sede a Pechino, col tempo sta assumendo un ruolo rilevante togliendo quota di mercato alle tre agenzie americane.

Ma non è solo questo il motivo che rende questa agenzia diversa dalle altre minoritarie; è stata la prima ad abbassare il rating di paesi importanti, uno fra tutti gli Stati Uniti che hanno perso la tripla A ottenendo nel 2011 addirittura una singola A, a fronte della Cina alla quale assegnano un rating AAA.

Osserviamo le "tre sorelle" USA più da vicino:

➤ *STANDARD AND POOR'S*

- Quota di mercato: 39%;
- Fondata nel 1860;
- 10.000 impiegati;
- Presente in 23 paesi;
- Sede principale: New York;

¹²² In realtà, e questa è una delle tante critiche mosse alle agenzie di rating, non sono mai state rese pubbliche le tecniche utilizzate per arrivare a formulare i giudizi, e questo porta molti a pensare che dietro ci sia una "dose" di discrezionalità.

¹²³ Potrebbero essere definiti degli "intermediari dell'informazione" tra impresa e investitore, dando all'operatore del mercato quelle notizie necessarie per fare giuste scelte di allocazione del portafoglio.

- Proprietà di McGraw-Hill Companies Inc. i cui azionisti sono: Capital World Investors (10.26%), Black Rock Fund Advisor (4.47%), State Street Global Advisor (4.25%), Oppenheimer Funds Inc (4.04%), The Vanguard Group inc.(4.58%) e da decine di altri investitori.

➤ MOODY'S

- Quota di mercato: 40%;
- Fondata nel 1909;
- 4.500 impiegati;
- Presente i 26 paesi;
- Sede principale: New York;
- Proprietà di Berkshire Hathaway Inc. (12,47%); Capital World Investors (12,38%), T Rowe Price Associates (5,95%) e da decine di altri investitori.

Notiamo che S&P e Moody's sono legate da grandi fondi¹²⁴ statunitensi come ad esempio Capital World Investors che è azionista di McGraw.Hill (possessore di S&P) e proprietario di Moody's.

Gli azionisti di coloro che giudicano il mercato sono anche coloro che investono in esso, questo inevitabilmente apre un dibattito, di cui mi occuperò più avanti, sulla possibile presenza di *conflitti di interesse* che è stato avallato anche dal fallimento di importanti società come Enron, Worldcom e Parmalat.

➤ FITCH RATINGS

- Quota di mercato: 16%;
- Fondata nel 1913;
- 2.000 impiegati;
- Presente in 51 paesi;
- Sede principale: New York e Londra;
- Proprietà di Fitch Group i cui azionisti sono: Fimalac (60%) e Hearst Corporation (40%).¹²⁵

Il rating viene espresso attraverso una scala la cui simbologia è diversa tra le varie agenzie ma la struttura è la stessa, e parte dal livello più alto (ottima affidabilità dell'emittente), al livello più basso (rischio default).

¹²⁴ Ricordo che i fondi comuni d'investimento sono intermediari finanziari che hanno lo scopo di investire i capitali di piccoli risparmiatori; per comprendere struttura e funzionamento F. S. MISHKIN – S. G. EAKINS – G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, cit., cap.6.

¹²⁵ dati tratti da:

- 1) <http://finanzanostop.borse.it/2012/07/14/agenzie-di-rating-standard-poors-moodys-e-fitch-ecco-le-tre-sorelle-e-i-loro-peccati/>;
- 2) <http://www.linkiesta.it/agenzie-di-rating-chi-controlla-chi-da-i-voti-al-mondo>.

In particolare:

RATING:

QUALITÀ	S&P	MOODY'S	FITCH
Massima	AAA	Aaa	AAA
Alta	AA	Aa	AA
Medio - alta	A	A	A
Media	BBB	Baa	BBB
Medio - bassa	BB	Ba	BB
	B	B	B
Bassa	CCC	Caa	CCC
	CC	Ca	CC
Default	C	C	C
	D	-	DDD,DD,D

Nota: vengono aggiunti anche dei segni + o – per Fitch e S&P, oppure 1, 2 e 3 per Moody's.

SIGNIFICATO:

Qualità massima: massimo grado di affidabilità sia con riferimento alla capacità di pagare gli interessi periodicamente che di rimborsare il capitale;

Qualità alta: elevata affidabilità per quanto concerne il pagamento del capitale più interessi;

Qualità medio - alta: buona probabilità di rimborso del capitale più interessi;

Qualità media: adeguata probabilità, nell'immediato, di rimborso del capitale più interessi;

Qualità medio - bassa: la capacità di rimborso è incerta in presenza di avverse condizioni di mercato. Nel lungo periodo non garantite, specie in caso di condizioni economiche non favorevoli;

Qualità bassa: elevata probabilità di mancato rimborso delle obbligazioni;

Default: l'emittente risulta in stato evidente d'insolvenza¹²⁶.

Volendo utilizzare una similitudine, le agenzie di rating sono come dei professori che dopo avere osservato lo studente ne danno una valutazione sulla base del comportamento e dei risultati¹²⁷.

Il ricorso a questa simbologia ha come obiettivo quello di rendere semplice e sintetico, quindi comprensibile a tutti, la situazione finanziaria del soggetto.

Va precisato che il rating può essere riferito all'emittente o all'emissione; il rating di un emittente fornisce una valutazione globale della solvibilità di un determinato soggetto, mentre quello di

¹²⁶ Tabella e significato sono tratti da <http://www.educazionefinanziaria.it/rating.htm>

¹²⁷ Non a caso nelle scuole americane i voti vengono assegnati utilizzando le lettere dell'alfabeto.

un'emissione valuta la capacità dell'emittente di rimborsare il capitale e pagare gli interessi ad una data prestabilita¹²⁸.

Possiamo identificare delle fasi che caratterizzano il processo di formazione di un rating:

FASE 1:

Una società, lo Stato, un ente, fa una esplicita richiesta all'agenzia, con la quale chiede a quest'ultima di essere valutata in base ai conti di bilancio (forniti dal committente) e ad altri parametri. Essendo un vero e proprio servizio, il richiedente dovrà naturalmente pagare l'agenzia per la prestazione;

FASE 2:

l'agenzia nomina un' analista che per suo conto elaborerà i dati, quest'ultimo va alla ricerca anche di informazioni di scenario ed effettua colloqui con manager e operatori per cercare di avere più informazioni possibili sul soggetto osservato.

FASE 3:

quando l'analista ha completato il suo compito (istruttoria) consegna il materiale ad un comitato che sulla base delle informazioni ricevute decide il rating da assegnare al soggetto con un' approvazione a maggioranza. A questo punto il giudizio viene comunicato al committente.

FASE 4:

Il soggetto "analizzato" può richiedere, fornendo altre informazioni, di essere nuovamente rivalutato e il comitato in tal caso si riunisce per rivedere la valutazione, oppure accettare direttamente il giudizio.

FASE 5:

notifica del rating al committente e pubblicazione del giudizio in forma sintetica ossia con la valutazione alfanumerica. È opportuno notare che il giudizio potrebbe non essere divulgato qualora il soggetto giudicato non voglia, anche se questo accade rare volte in quanto, come già spiegato, ottenere un giudizio è sinonimo di trasparenza che il mercato valuta positivamente.¹²⁹

Il forte clima speculativo che caratterizza i nostri mercati è una delle ragioni che ha reso queste agenzie così rilevanti nel mondo della finanza, in quanto aumenta sempre più il numero di persone che investono in titoli e poiché molti di questi sono piccoli risparmiatori diventano importanti le informazioni fornite dall'agenzia che rappresenta un aiuto all' investimento. Quando invece gli operatori del mercato erano prevalentemente professionisti finanziari, questi necessitavano meno dell' operato delle agenzie potendo, in quanto "addetti ai lavori", effettuare le proprie valutazioni.

¹²⁸ <http://www.educazionefinanziaria.it/rating.htm>.

¹²⁹ Cfr. P. GILA e M. MISCALI, *I signori del rating, conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute della finanza globale*, Bollati Boringhieri editore, 2012, cit., pagg. 25-27.

Sta di fatto che, se da un lato queste società hanno assunto un ruolo rilevante nella finanza, dall'altro non si può dimenticare che con gli Accordi di Basilea 2 la necessità al loro ricorso è stata ridimensionata in quanto non più imposta.

Gli Accordi di Basilea nascono per stabilire una proporzionalità tra il patrimonio e il rischio delle banche. In tale contesto diventa importante una delle novità introdotte da Basilea 2, pertanto non mi soffermerò su Basilea 1 e 3.

L'Accordo di Basilea 2 è stato varato nel 2004 ed è stato trasfuso nella direttiva 2006/48. Esso definisce un sistema di vigilanza degli intermediari basato su tre pilastri:

1. Requisiti patrimoniali minimi;
2. Controllo prudenziale dell'adeguatezza patrimoniale;
3. Disciplina del mercato.

Per la nostra analisi rileva il secondo pilastro.

Tale disciplina richiede che le banche definiscano proprio metodi di valutazione per l'adeguatezza patrimoniale che tengano conto anche dei rischi non considerati nel primo pilastro, e pertanto le banche possono scegliere fra una pluralità di metodi per il calcolo dei requisiti patrimoniali.

Per la misurazione del rischio sono previsti due metodi: il metodo *standard* e quello basato sui *rating interni*;

METODO STANDARD: le valutazioni sul merito creditizio di Paesi, banche e imprese, ossia i soggetti verso i quali la banca si espone, vengono affidati ad istituzioni esterne come le agenzie di rating;

SISTEMA DEI RATING INTERNI: la banca effettua le opportune valutazioni al suo interno; in questo sistema l'intermediario può scegliere tra il metodo di base e quello avanzato. Nel primo la banca stima al suo interno la probabilità d'insolvenza dei debitori, avvalendosi però di parametri (per le stime dei fattori di rischio) forniti dalle autorità, nel secondo anche i suddetti parametri sono definiti internamente¹³⁰.

Questo ha inevitabilmente ridimensionato il ricorso a tali agenzie non essendoci più l'obbligatorietà per le banche di rivolgersi a tali istituzioni; però è solo un primo piccolo passo verso la riduzione dell'operato di queste società.

Da ultime indiscrezioni sembra che molte grandi banche stiano rivedendo i rapporti con le tre sorelle per diminuire il legame con esse.

Le agenzie di rating hanno partecipato appieno alla crisi dei debiti sovrani, in quanto è molto forte l'influenza dei loro giudizi sui mercati finanziari, essendo l'informazione e la fiducia due fattori che muovono la finanza globale.

Cfr. F. CAPRIGLIONE, cap. 4, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, cit., pag. 318 e 319.

3.2 L'IMPATTO DI TALI TIPOLOGIE DI GIUDIZI SUI MERCATI

Potremmo definirla il *deus ex machina* dei mercati: l'informazione.

Ricordo che un mercato si dice efficiente quando il “prezzo riflette in modo continuo e completo tutta l'informazione disponibile”.

Fama (economista statunitense, 1970) identificò tre tipi di efficienza:

- 1) Efficienza in forma *debole*: i prezzi riflettono tutte e sole le informazioni che si possono estrarre dall'andamento passato dei prezzi;
- 2) Efficienza in forma *semi-forte*: i prezzi riflettono anche le altre informazioni pubblicamente disponibili;
- 3) Efficienza in forma *forte*: i prezzi riflettono anche le informazioni private, che non sono quindi pubblicamente disponibili.

Ho accennato la “teoria dell'efficienza informativa” proprio per far comprendere quanto all'interno del prezzo di un qualsiasi titolo ci sia l'informazione e come questa influenzi l'andamento del mercato.

Gli annunci economici, spesso anche quelli politici, avranno un impatto sul mercato diverso a seconda la rilevanza del fatto, il momento nel quale avviene la divulgazione, ma anche se la notizia rientra tra le news (ossia era inaspettata) oppure era prevista.

L'importanza dell'informazione e delle notizie può essere compresa anche pensando alle tecniche informali di regolazione come la *moral suasion*.

Proprio la consapevolezza che un semplice annuncio può avere determinati effetti ha portato le autorità creditizie a definire delle tecniche che danno attuazione a tale principio.

Un esempio di *moral suasion* è rappresentata dalla relazione del 31 maggio del governatore della Banca d'Italia che pur sotto forma di “consigli” riesce a indirizzare le banche verso la direzione desiderata¹³¹.

Il rating creditizio è un vero e proprio strumento informativo che consente all'investitore di creare il proprio portafoglio con la consapevolezza dei rischi ai quali si sta esponendo, e soprattutto gli permette, almeno in teoria, di non rivolgersi ai professionisti della finanza.

Bisogna ora comprendere il “circolo” che si innesca quando un'agenzia decide di abbassare il rating di un paese:

¹³¹ Per saperne di più F. CAPRIGLIONE, cap.1, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, cit., pag. 41ss.

Se ad esempio un'agenzia di rating decide di declassare il rating di uno Stato, cosa divenuta di routine in questo periodo, a quel paese verrà associato un rischio di default più alto; i detentori dei titoli di debito pubblico del paese in questione, consapevoli di avere titoli maggiormente rischiosi, decidono di venderli, generando un incremento dell'offerta che non supportata da una adeguata domanda, provocherà una riduzione del prezzo e un incremento dei tassi. L'aumento dei saggi d'interesse viene posto in essere anche per incentivare all'acquisto, e come già spiegato, questo incrementerà la spesa per gli interessi pagati sui titoli di Stato con ripercussioni negative sui bilanci pubblici.

A questo si aggiunge un'altra possibile conseguenza generata dal declassamento di un paese, ossia la perdita di *fiducia*.

La fiducia è l'elemento trainante del capitalismo finanziario, poiché è grazie a questa che si attirano i risparmi verso le varie forme d'investimento,

Attraverso i loro giudizi le agenzie di rating sono in grado di creare o distruggere la fiducia nei confronti di un determinato emittente.

Con riferimento alla disponibilità e alla diffusione delle informazioni da parte delle agenzie di rating ci sono due scuole di pensiero:

- 1) Le agenzie di rating sono specializzate nell'analisi delle informazioni che riescono a raccogliere, pertanto un nuovo rating nei confronti di un paese equivale ad affermare che questa ha nuove informazioni sull'emittente. Tale teoria sposa l'idea che i loro giudizi impattano sui mercati finanziari;
- 2) Le agenzie per le loro analisi utilizzano solo dati che sono disponibili al pubblico e pertanto il mercato potrebbe con le proprie valutazioni arrivare agli stessi giudizi, anticipandoli, quindi è come se tali società analizzassero per il mercato.

Quest'ultima rappresenta anche una delle risposte che le agenzie di rating utilizzano per difendersi dalle varie accuse.

Diversi studi dimostrano l'esistenza di un nesso di causalità tra il rating e i differenziali di interesse.

Tralasciando gli aspetti econometrici che sono alla base di tali studi, metto in evidenza alcuni risultati:

- La relazione tra il rating e lo spread (differenziale d'interesse) è negativa: un aumento del rating (minore rischio di default) comporta una riduzione dello spread (minore costo del debito);
- I rating apportano al mercato informazioni non disponibili al pubblico (questo sembra dare ragione alla prima scuola di pensiero);
- Impatto dei rating maggiore se l'annuncio è fatto da Moody's;
- Maggiore impatto se il nuovo rating conferma quelli delle altre agenzie;
- Rating di una singola agenzia sembra non impatti molto sul mercato a differenza di ciò che avviene se le "tre sorelle" annunciano il nuovo rating insieme; le conseguenze dell'annuncio si evidenziano nei dieci giorni successivi;

- Relazione biunivoca tra rating e spread: variazioni di spread influenzano i rating, la cui variazione a sua volta inciderà sullo spread; di nuovo tale relazione è più forte se si considerino insieme le tre agenzie¹³².

Osservando questi studi non stupisce se molti parlano di un vero e proprio monopolio ad opera di S&P, Moody's e Fitch, le quali più che concorrenti sembrano alleate (non a caso vengono riconosciute come le tre sorelle, quindi un rapporto di fratellanza) per l'attuazione di un "disegno" comune; la difficoltà sta nel comprendere quale sia tale disegno, anche se è ormai opinione condivisa che consiste nel fare gli interessi di determinati soggetti.

S&P, Moody's e Fitch sono come delle calamite che si attirano ogni volta che se ne cita una. Gila e Miscali nel loro libro sulle agenzie di rating utilizzano un paragone molto esaustivo, le associano a Cerbero il cane con le tre teste che nella mitologia greca è il guardiano degli inferi¹³³ e difatti con i loro giudizi decidono chi deve entrare e chi può andare in paradiso; attualmente purtroppo l'Empireo è occupato da pochi eletti (i paesi con la tripla A).

Sotto altro profilo, la relazione tra rating ed eccessiva sensibilità dei prezzi finanziari viene spiegata da Donato Masciandaro nel già citato articolo; sul punto il giornalista afferma che *"il rating è divenuto pietra angolare nel disegno della regolamentazione bancaria e finanziaria, assumendo una funzione quasi pubblica. La pubblicizzazione del rating ne assicura automaticamente gli effetti nei mercati..."*, e aggiunge successivamente: *" il rating deve tornare a essere semplicemente il giudizio di società private orientate al profitto sul merito di credito di emittenti, che non deve sostituire i giudizi autonomi degli emittenti, nonché soprattutto le valutazioni...dei supervisori"*.

Per quanto possano essere criticate, ad onor del vero, non si può dimenticare che le agenzie di rating sono a tutti gli effetti delle società, in particolare delle s.p.a., alle quali lo stesso codice civile riconosce come scopo l'ottenimento di profitti.

Nello specifico:

Ai sensi dell'art. 2247 del codice civile *"Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili"*; pertanto non deve stupire se il loro obiettivo primario è quello di ottenere lauti profitti.

Tali profitti sono molto alti, si parla di un fatturato di 4,4 miliardi di dollari e circa un miliardo di dollari di utile annuo (2010) così ripartito:

508 milioni di dollari per Moody,s;

300 milioni di dollari per S&P;

200 milioni di dollari per Fitch¹³⁴.

¹³² Le diverse scuole di pensiero e i risultati degli studi sono tratti da un articolo D. MANNUCCI su www.centrostudifinanza.it.

¹³³ P. GILA – M. MISCALI, *I signori del rating*, cit., pag. 37.

¹³⁴ Cfr. P. GILA – M. MISCALI, *I signori del rating*, cit., pag. 13.

A questo punto è d'obbligo un *focus* sulla storia del rating italiano.

Le principali fasi del declassamento:

2002: Fitch alza il rating da AA- ad AA, questo fu l'ultimo outlook positivo;

Luglio 2004: S&P declassa da AA ad AA- ;

Ottobre 2006: S&P declassa da AA- ad A+ ; Fitch passa da AA ad AA- ;

2011: S&P passa da A+ ad A;¹³⁵

2012: Moody's taglia il rating dei titoli italiani da A3 a Baa2, S&P passa da A a BBB+.

Quest'ultimo declassamento di ben due gradini da parte di Moody's e quello ancora più recente di S&P rappresenta un vero e proprio "disastro" per un paese che sta facendo forti sacrifici per risanare la sua economia. La frase del premier Monti è preoccupante: l'Italia " **è in un percorso di guerra durissimo** contro i diffusi pregiudizi, contro le eredità del debito pubblico, contro le sottovalutazioni da parte di noi stessi, contro gli effetti delle decisioni prese in passato e i vizi strutturali della nostra economia..."; resta a questo punto solo la speranza che finisca il prima possibile!!

Ma era veramente necessario quest'ultimo downgrade?

Forse semplicemente la "sorella" Moody's voleva adeguarsi alle sue sorelle, non potendo rimanere l'unica a mantenere stabile il rating del *bel Paese*.

La cosa "divertente" è rappresentata dalle motivazioni che hanno seguito il declassamento, che come molti giornalisti più volte hanno scritto, sono sempre le stesse *generiche e scontate* che vanno dal clima politico ai costi del debito.

Faccio notare che attualmente sono rimasti (solo) in 14 i paesi che hanno la tripla A per S&P : Australia, Canada, Danimarca, Olanda, Norvegia, Singapore, Germania, Svezia, Svizzera, Finlandia, Gran Bretagna, Hong Kong, Liechtenstein e Lussemburgo¹³⁶.

Quindi delle grandi potenze della "moneta unica" solo la Germania mantiene ancora il rating più alto dopo il recente declassamento della Francia. In realtà, in questo momento, le agenzie stanno minacciando di rivedere al ribasso anche quei paesi che sono ancora nel "girone" della tripla A.

È veramente incredibile come un "semplice" giudizio da parte delle tre sorelle possa far tremare intere nazioni, destando un vero e proprio scompiglio all'interno dei mercati e nell'intera economia.

Dall'inizio del capitolo ho evidenziato alcuni aspetti sulle agenzie di rating che non sono molto trasparenti. Prima di addentrarci nelle responsabilità imputabili alle società che stanno facendo così tanto discutere l'opinione pubblica, propongo una serie di giudizi "errati" riferiti a società molto importanti e che portano inevitabilmente a pensare che ci siano conflitti d'interesse:

¹³⁵ <http://www.fanpage.it/la-storia-del-rating-italiano-un-declassamento-iniziato-nel-2003/>

¹³⁶ <http://www.ilpost.it/2012/01/15/lista-paesi-rating-aaa/>.

ENRON (una grande multinazionale americana nel campo dell'energia): S&P le assegnava una tripla B, che ha mantenuto nonostante le continue perdite registrate dall'azienda a partire dall'agosto del 2000. Nel dicembre 2001 viene dichiarata bancarotta;

PARMALAT (azienda italiana specializzata nel settore alimentare): S&P le dava una tripla B fino a una settimana prima della bancarotta avvenuta il 24 dicembre del 2003...

... e arriviamo alla recente crisi:

LEHMAN BROTHERS: nel luglio del 2008 S&P le assegnava una A, Moody's A2, Fitch A+ . Il 15 settembre la società dichiara bancarotta;

AMERICAN INTERNATIONAL GROUP (AIG): il 15 settembre del 2008 S&P abbassa il rating da AA- ad A-. Il 17 settembre la Fed estende il prestito per salvarla;

BEAR STEARN: nel novembre 2007 S&P passa da A+ ad A. Nel marzo 2008 evita il fallimento grazie all'intervento del governo;

FANNIE MAE: nel febbraio 2008 Moody's le assegnava Aaa stabile. L' 8 settembre 2008 è dovuto intervenire il governo con un maxi finanziamento¹³⁷.

Sono realmente errori o c'è qualcosa che non quadra? Ognuno tragga le proprie conclusioni.

3.3 LE AGENZIE DI RATING: ALCUNE RESPONSABILITÀ ?

Come più volte spiegato, l'agenzia di rating offre un vero e proprio servizio, ossia il rilascio di un giudizio che sintetizza la situazione finanziaria di un soggetto; tale prestazione viene eseguita su esplicita richiesta dell'emittente.

È opportuno notare che le agenzie possono dare un voto anche a coloro che non lo richiedono, si parla in tal caso di *unsolicited rating*; questo può riguardare anche uno Stato sovrano.

Il fatto che un' agenzia di rating esegue una prestazione a favore del richiedente, ottenendo in cambio il pagamento di un corrispettivo, permette di comprendere come il rapporto tra agenzia e committente è configurabile a tutti gli effetti come un negozio giuridico. Il negozio giuridico per eccellenza è il contratto che ai sensi dell'art. 1321 del codice civile “ è l'accordo tra due o più parti per costituire, regolare o estinguere tra loro un rapporto giuridico patrimoniale ”.¹³⁸

L'agenzia avrà a suo carico l'obbligo di eseguire la prestazione e risponde della validità del giudizio emanato (in tale contesto sarà responsabile nel caso in cui vengano divulgate informazioni inesatte e

¹³⁷ <http://www.linkiesta.it/agenzie-rating>.

¹³⁸ È opportuno notare che, come vedremo meglio più avanti, l'eventuale responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori si configura come responsabilità extracontrattuale, in quanto nella maggior parte dei casi il contratto è stipulato tra agenzia ed emittente; è raro che allo stato attuale un investitore stipuli un accordo con l'agenzia avendo la possibilità di ottenere le stesse informazioni gratuitamente.

quindi delle possibili conseguenze che queste possono avere sul patrimonio del risparmiatore), il soggetto richiedente l'onere di pagare la società commissionaria.

Per gli obblighi imputabili alle suddette agenzie, del tutto irrilevante sembra essere la possibilità, che viene loro riconosciuta, di poter dare voti anche a coloro che non lo richiedono espressamente; pertanto anche in questo caso è identificabile una possibile responsabilità.

Essendo ormai chiaro che l'attività delle agenzie di rating ha una rilevanza giuridica, è necessario individuare i principi generali fondamentali per un ordinamento giuridico (come del resto accade per tutti gli operatori del mercato):

- La legittimazione ad esercitare l'attività;
- L'assunzione di responsabilità¹³⁹;

Nelle pagine precedenti abbiamo rilevato l'esistenza di un meccanismo attraverso il quale gli investitori sono condizionati dal rating assegnato da un'agenzia nei confronti di un emittente. Questa "opinione"¹⁴⁰ è avallata dallo stesso ordinamento giuridico, anche se indirettamente, in quanto prevede che la vendita di alcuni prodotti finanziari deve essere subordinata al rilascio di un rating da parte di un'agenzia esterna, al fine di dimostrare un adeguato merito di credito dell'emittente. A titolo di esempio, la legge n. 130 del 1999 che riguarda Le Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti, all'art. 2 comma 4 dichiara espressamente: "*nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l'operazione deve essere sottoposta alla valutazione del merito di credito da parte di operatori terzi.*"¹⁴¹

Questo è il formale riconoscimento dell'importanza che il rating assume nel percorso di costruzione del portafoglio da parte dell'investitore.

Le agenzie di rating consapevoli di questa influenza, ma per salvaguardarsi da ogni responsabilità, hanno più volte evidenziato il carattere "discrezionale"¹⁴² dei loro giudizi, difatti affermano che: "*un credit rating è un **parere** sulla affidabilità creditizia di una istituzione, di un debito od obbligazione finanziaria, di un titolo di debito,oppure dell'emittente di tale debito...emesso in base ad una scala di categorie di rating nota e definita*".¹⁴³ Si vuole in questo modo precisare che il giudizio emanato dall'agenzia non è un consiglio nei confronti di un determinato investimento, e che il risparmiatore è pienamente autonomo nello scegliere un titolo anziché un altro, avendo quindi la possibilità di non farne affidamento.

Ciò nonostante, è indubbio che un giudizio positivo o negativo assegnato ad un emittente influenzi il mercato decretando il buon successo o meno dell'emissione.

¹³⁹ Cfr. F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, cit. , pag 58 e ss.

¹⁴⁰ È opportuno notare che non si tratta più di opinione essendo ormai dimostrato da moltissimi studi, alcuni dei quali visti nei paragrafi che precedono.

¹⁴¹ Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Il Caso.it*, II, 99/2008, cit., pag. 7.

¹⁴² Non vorrei che il termine discrezionale fosse frainteso in quanto il giudizio è sempre frutto di un'analisi di informazioni, in tal caso con esso si vuole intendere che i giudizi espressi dall'agenzia non devono essere assunti dagli investitori come una sicurezza sull'affidabilità dell'emissione e quindi sul buon successo dell'investimento.

¹⁴³ http://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_115906

Se ad esempio l'agenzia assegna una tripla A o in ogni caso un giudizio molto alto, l'investitore considera ottima la situazione finanziaria dell'emittente poiché è consapevole che tale giudizio è frutto dell'analisi dei dati forniti dal richiedente¹⁴⁴, e pertanto viene incentivato all'acquisto dei titoli emessi da tale impresa; viceversa nel caso di un voto basso.

Avendo riscontrato, ormai in tutte le salse, che un determinato voto non è privo di conseguenze, è opportuno far presente che inizialmente le agenzie erano del tutto esentate da qualsiasi tipo di responsabilità. I loro giudizi rientravano nel Primo Emendamento della Costituzione americana che tutela la libertà di espressione, decretando quindi l'impossibilità di richiedere a qualsivoglia agenzia il risarcimento del danno in caso di giudizi non veritieri¹⁴⁵.

Nelle prossime pagine mi occuperò della disciplina che è stata introdotta per combattere il potere delle agenzie di rating, in particolare dell'oligopolio delle tre sorelle, ora è essenziale identificare quali siano le effettive responsabilità imputabili a tali società.

In tale contesto rilevano tre profili di responsabilità:

- 1) *Da conflitto di interessi...*
- 2) *... Per informazioni inesatte...*
- 3) *... Nei confronti degli investitori.*

Tali responsabilità sono state elencate solo per una più agevole comprensione, ma è indubbio che queste siano collegate.

Le agenzie di rating sono società che forniscono informazioni e pertanto devono rispondere della veridicità dei dati che divulgano, oltretutto essendo queste informazioni indirizzate ad una particolare categoria di soggetti ossia gli operatori del mercato (più in generale gli investitori), non si può non imputare loro una responsabilità nel caso in cui rechino a questi ultimi un pregiudizio. Inoltre nell'analizzarle abbiamo spesso riscontrato la possibile presenza di conflitto di interessi, la cui responsabilità inevitabilmente si ricollega a quella nei confronti degli investitori poiché è proprio "per fare il bene" degli emittenti che l'agenzia danneggia il risparmiatore.

Sappiamo ormai che l'informazione è un elemento fondamentale per la finanza e che questo influenza l'andamento dei mercati.

Il "voto" che l'agenzia di rating assegna ad un determinato emittente racchiude in sé tutta una serie di informazioni che vengono analizzate e rielaborate mediante tecniche e calcoli molto complessi. Tutti questi dati vengono racchiusi in una lettera dell'alfabeto che permette a chiunque di comprendere, almeno in linea generale, il contenuto. Il rating pertanto risulta essere a tutti gli effetti un ulteriore metro di giudizio (fornisce altre informazioni) a disposizione degli operatori per effettuare le giuste scelte di allocazione del portafoglio¹⁴⁶.

Un esempio di informazioni inesatte è identificabile proprio nella recente crisi finanziaria.

¹⁴⁴ Per semplicità identifico l'emittente come colui che richiede il servizio all'agenzia, ma ricordo che il rating può essere assegnato ad un soggetto anche senza esplicita richiesta da parte di quest'ultimo.

¹⁴⁵ Cfr. F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, cit., pag.60.

¹⁴⁶ Non a caso, come già specificato, per talune categorie di prodotti finanziari il rilascio di un rating è obbligatorio.

Sappiamo che tale crisi nasce dalla vendita dei mutui subprime e dal successivo ricorso a tecniche di cartolarizzazione e di finanza strutturata; le agenzie di rating entrano in tale crisi a seguito dei giudizi troppo favorevoli nei confronti di questi strumenti, risultati poi junk bond (titoli spazzatura) e sicuramente con un rischio di credito non da “girone” A. Senza contare poi la partecipazione alla sovereign debt crisis con i continui declassamenti a danno degli Stati sovrani.

Tutto questo porta le agenzie di rating ad essere le maggiori indiziate della depressione che a partire dal 2007 attraversa tutta l’economia.

È opportuno notare che trenta risparmiatori il 4 dicembre del 2008 hanno fatto partire da Bari un atto di citazione nei confronti di Standard & Poor’s chiedendo il risarcimento del capitale perso a seguito del possesso dei titoli Lehman Brothers; ricordo che S&P assegnava a Lehman una A; tali risparmiatori sono difesi dai legali di Codacons, Confconsumatori e Movimento Consumatori. Ritengo che questo sia molto importante essendo ancora possibile per i possessori dei titoli Lehman aderire a tale azione.¹⁴⁷

Il ruolo svolto dalle credit rating agencies (CRA) nella subprime mortgage financial crisis è stato confermato anche dal Congresso USA, che come ratio legis delle nuove norme per tali società afferma che: “ *i rating applicati ai prodotti finanziari si erano dimostrati inaccurati e avevano contribuito alla sottovalutazione dei rischi da parte di istituzioni e investitori*”.

La tesi del Congresso è stata evidenziata dal presidente della SEC¹⁴⁸ Mary Schapiro il 18 maggio 2011 in sede di votazione delle nuove regole; opinione che trova d’accordo anche Paul Krugman (Premio Nobel).¹⁴⁹

Tornando ai profili di responsabilità, un investitore può dimostrare di aver subito un danno a causa di un giudizio errato o di un giudizio che non sia stato revisionato¹⁵⁰ (nel tempo potrebbe essere cambiata la situazione finanziaria dell’emittente) e che pertanto lo ha visto fare affidamento sul rating precedente.

Allo stato attuale è il soggetto giudicato ad avere un accordo con l’agenzia, pertanto una qualsiasi responsabilità a carico delle CRA nei confronti degli investitori è ascrivibile solo come responsabilità extracontrattuale (o da fatto illecito) ex art. 2043 del codice civile.¹⁵¹ Difatti la responsabilità contrattuale presuppone l’esistenza di un rapporto obbligatorio, prevedendo che in caso di non esecuzione della prestazione ai sensi dell’art. 1218 del c.c. “*il debitore... è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l’inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile*”.¹⁵²

¹⁴⁷ <http://www.movimentoconsumatori.it/contents.asp?id=285>.

¹⁴⁸ La Security and Exchange Commission (SEC) è l’organo di controllo dei mercati negli Stati Uniti, è equiparabile alla nostra Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB).

¹⁴⁹ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/speciali/obbligazioni/tipologie-di-obbligazioni/agenzie-di-rating/tutto-quello-che-si-rimprovera-ai-giudici-del-debito.htm>

¹⁵⁰ Rientra nella prestazione delle agenzie di rating anche il monitoraggio del soggetto giudicato.

¹⁵¹ Ricordo che l’art. 2043 è legato con il 1227 che attiene al concorso di colpa, in quanto ai sensi di questo articolo qualora il creditore abbia concorso al fatto illecito, il debitore potrebbe essere scagionato o in ogni caso sarebbe condannato al risarcimento di un ammontare inferiore.

¹⁵² Per approfondimento A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, XIX edizione, a cura di F. Anelli – C. Granelli, Giuffrè Editore, 2009, cit., cap 21.

Non potendo quindi rilevare un risarcimento del danno di cui all'art.1218 del codice civile vista l'assenza di un rapporto obbligatorio tra agenzia e investitore, per la richiesta di una forma risarcitoria dobbiamo rifarci alla responsabilità da fatto illecito¹⁵³ che pone le sue basi sul principio del *neminem laedere*.

Ai sensi dell'art. 2043 “ *qualunque fatto doloso o colposo che cagiona ad altri un danno ingiusto, obbliga colui che ha commesso il fatto a risarcire il danno*”.

Per richiedere il risarcimento del danno ex art. 2043 debbono concorrere i seguenti presupposti:

- a) Il fatto;
- b) L'illiceità del fatto;
- c) L'imputabilità del fatto al danneggiante;
- d) Il dolo o la colpa del danneggiante;
- e) Il nesso causale fra fatto ed evento dannoso (c.d. danno - evento);
- f) Il danno (c.d. danno - conseguenza);¹⁵⁴

Al fine di individuare una responsabilità delle agenzie nei confronti degli investitori, i risparmiatori vengono individuati come “terzi remoti” in contrapposizione ai “terzi prossimi”. Mentre questi ultimi sono coloro per i quali le agenzie di rating sanno che operano in simbiosi informativa con la loro parte contrattuale diretta (banche, investitori istituzionali...), i terzi remoti sono gli investitori non clienti che le agenzie non possono identificare a priori, ma che dichiarano di aver fatto affidamento ai loro giudizi per le scelte di investimento.¹⁵⁵

Sappiamo che con riferimento all' art 2043 e quindi alla responsabilità extracontrattuale, la “storica” sentenza della Corte di Cassazione (a Sezioni Unite) n. 500 del 1999 ha esteso la risarcibilità del danno anche alla lesione di un interesse legittimo.¹⁵⁶

L'interesse legittimo rileva nei rapporti tra privato e pubblica amministrazione, e rappresenta l'interesse che ha il privato affinché la p.a. agisca osservando tutte le norme dettate per il funzionamento dei pubblici poteri. Pertanto a seguito della sentenza n. 500 del 1999 il privato che abbia subito una perdita a causa di un atto amministrativo illegittimo e pertanto annullato, ha diritto ad ottenere il risarcimento del danno; si parla in tal caso di tutela mediata.¹⁵⁷

Parlando della responsabilità civile e della famosa sentenza della Corte di Cassazione questa precisazione era d'obbligo; in realtà nella nostra fattispecie la sentenza n. 500 del '99 rileva per

¹⁵³ Altrimenti nota come responsabilità civile oppure responsabilità aquiliana.

¹⁵⁴ Cfr. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, cit., pag. 818; si rinvia alle pagine successive dello stesso per approfondimento.

¹⁵⁵ Cfr. C. SCARONI, *la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e Impresa*, n.3, 2011, cit., pag. 805.

¹⁵⁶ Ricordo che prima della sentenza si poteva richiedere il risarcimento del danno ex art. 2043 solo per lesione di un diritto soggettivo ossia “il potere di agire per il soddisfacimento di un proprio interesse individuale, protetto dall'ordinamento giuridico” (ad esempio un diritto di credito). In altri termini, si parla di diritto soggettivo quando esiste una norma che prevede una tutela immediata e diretta. Cfr. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, cit., pag. 75.

¹⁵⁷ Cfr. A. TORRENTE – P. SCHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, cit., pag. 82 e ss.

quanto attiene le linee di indagine che l'interprete deve seguire, in ordine successivo, per verificare l'esistenza di un illecito civile ai sensi dell' art. 2043.¹⁵⁸

La sentenza definisce tale schema con riferimento alla lesione degli interessi legittimi, ma sembra avere portata generale e quindi può essere estesa anche alla nostra analisi.

Secondo tale schema l'interprete deve:

- 1) Accertare la sussistenza di un evento dannoso ossia economicamente pregiudizievole (danno patrimoniale);
- 2) Verificare la sussistenza di un danno qualificabile come danno ingiusto;
- 3) Verificare se il danno ingiusto sia causalmente riferibile ad un determinato soggetto;
- 4) Verificare la sussistenza del dolo o colpa in capo all'autore del danno.¹⁵⁹

Nel nostro contesto non è sicuramente agevole per l'investitore dimostrare tutto questo¹⁶⁰, di contro potrebbe essere abbastanza semplice per l'agenzia di rating provare che l'evento dannoso scaturito da un giudizio errato è frutto di una serie di eventi ad essa estranei.

Gli scenari che ne possono derivare sono tantissimi, ci potrebbe essere anche la circostanza che sia l'emittente a chiedere il risarcimento all'agenzia in caso di giudizio inadeguato e quindi il danno si identificerebbe nella non vendita dei titoli immessi nel mercato; in tal caso l'agenzia potrebbe rispondere per inadempimento contrattuale e quindi risarcimento del danno ex art. 1218.

Analizzare tutte le circostanze che si possono venire a creare rappresenterebbe per la mia analisi un passaggio sotto le forche caudine insostenibile¹⁶¹, però posso mettere in evidenza i possibili risvolti di un'azione giudiziaria contro le agenzie di rating.

- *Responsabilità nei confronti della società emittente:*

L'agenzia di rating risponde per inadempimento nei confronti della società emittente in caso di giudizi errati. Affinché venga riscontrata una qualsivoglia responsabilità in capo all'agenzia è necessario che l'attore, nel nostro caso la società emittente, dimostri che l'esercizio dell'attività professionalmente scorretta da parte dell'agenzia di rating abbia provocato il dissesto della società; pertanto anche se vengono riscontrati errori di valutazione e quindi del giudizio formulato da parte dell'agenzia, la difesa attorea deve dimostrarne il nesso causale, altrimenti nessuna forma di risarcimento può essere vantata nei confronti dell'agenzia. Questo è quello che è accaduto in una causa civile promossa da due società per azioni nei confronti della divisione italiana e francese di S&P e che vede gli attori chiedere, *inter alia*, il risarcimento del danno per aver contribuito in maniera determinante all'aggravamento del loro dissesto. Nonostante sia stato riscontrato che in più occasioni S&P aveva formulato dei giudizi errati, tralasciando in maniera del tutto ingiustificata alcune voci di bilancio, la sentenza non condanna le parti convenute al risarcimento del danno per

¹⁵⁸ Cfr. G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pag. 12.

¹⁵⁹ Cfr. C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pag. 806.

¹⁶⁰ Ricordo che ai fini del risarcimento ex art. 2043 l'onere della prova spetta al danneggiato, quindi nel nostro caso all'investitore.

¹⁶¹ Gli scenari che si possono venire a creare, con le possibili risposte che le parti interessate (agenzia di rating e investitore/società committente) potrebbero presentare per difendere la loro causa, sono stati delineati da C. SCARONI, *La responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, cit., pag. 806 e ss., oppure G. FACCI, *Le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, cit., pag. 17 e ss.

aver provocato il dissesto; non è provata un'autonoma incidenza dell'attività svolta da S&P nell'aggravare la situazione finanziaria delle attrici ovvero nell'esserne stata la causa (sola o in parte).¹⁶²

- *Responsabilità nei confronti degli investitori:*

Come già spiegato, a differenza di ciò che avviene nel caso in cui sia l'emittente a citare l'agenzia di rating, può essere prospettata solo responsabilità extracontrattuale se è l'investitore a chiedere un risarcimento all'agenzia. In tale contesto il risparmiatore deve dimostrare che se la valutazione fosse stata corretta, non avrebbe acquistato i titoli poi risultati *junk*. A titolo di esempio: dinanzi al tribunale di Catanzaro alcuni risparmiatori, clienti della Unicredit s.p.a, citano in giudizio la suddetta banca e la McGraw Hill Companies S.r.l – S&P Italia chiedendo il risarcimento per il capitale perso a seguito della sottoscrizione di obbligazioni Lehman Brothers; per la mia analisi rileva solo la richiesta risarcitoria nei confronti di S&P pertanto mi soffermerò sulla eventuale condanna di quest'ultima tralasciando il rapporto con la banca¹⁶³. Gli attori lamentano un conflitto di interesse da parte di S&P che l'ha portata a mantenere i titoli Lehman ad un livello di rating molto alto fino a pochi giorni dal dissesto per non incidere negativamente sull'emittente. In tale contesto ai fini di una richiesta risarcitoria ex art. 2043, sarà necessario dimostrare tutti i presupposti; ricordo brevemente: sussistenza evento dannoso, accertare se si tratta di danno ingiusto, verificare che il danno sia dovuto ad una condotta commissiva od omissiva, presenza di dolo o colpa. Per gli attori la presenza di conflitto di interesse identifica la mancanza di buona fede della parte convenuta nella divulgazione di rating sbagliati. Dal dibattimento è risultato che le pretese della parte attorea rappresentavano un mero assunto difensivo non supportato da alcun riscontro probatorio; pertanto in assenza di dimostrazione che effettivamente S&P sia stata mossa da interessi propri, non è possibile condannare The McGraw Hill al risarcimento; la domanda difatti viene rigettata¹⁶⁴.

I due casi che ho riportato a titolo esemplificativo dimostrano la difficoltà che si riscontra nella richiesta risarcitoria nei confronti di un'agenzia di rating; tuttavia la responsabilità nei confronti degli investitori è più difficile da dimostrare rispetto a quella nei confronti dell'emittente vista l'essenza nel primo caso di rapporto obbligatorio.

Questa è una delle ragioni che ha indotto le autorità ad introdurre una disciplina per le CRA in maniera tale da creare una tutela ex ante, essendo molto difficile combattere questo "potere" e pertanto dimostrarne la responsabilità ex post.

¹⁶² Cfr. A. TROISI, *i giudizi di rating sulle società emittenti: tecniche di valutazione e problematica giuridica*, nota alla sentenza n. 8790 del 1 luglio 2011, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Fondazione Capriglione, n. 2/2012.

¹⁶³ Per completezza, la banca Unicredit s.p.a è stata condannata al risarcimento a favore dei suoi clienti.

¹⁶⁴ Cfr. D. ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, nota alla sentenza del Tribunale di Catanzaro del 2 marzo 2012, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Fondazione Capriglione, n.1/2012.

3.4 UN MONOPOLIO DA COMBATTERE

Tutte le critiche alle quali in questi anni sono state sottoposte le agenzie di rating e soprattutto l'acquisizione della consapevolezza che effettivamente i loro giudizi hanno ripercussioni importanti all'interno dei mercati, hanno portato le autorità a definire una disciplina che permette di controllare il potere di tali società, con particolare riferimento a coloro che dominano il settore del rating ossia le tre sorelle Moody's, S&P e Fitch.

La disciplina delle agenzie di rating ha subito nel corso del tempo una vera rivoluzione, si passa da una completa assenza di norme ad una disciplina speciale ossia definita ad hoc per regolarle.

È opportuno ripercorrere le tappe fondamentali di questa evoluzione, che però risultano essere diverse tra l'esperienza americana e quella comunitaria.

➤ L'ESPERIENZA AMERICANA

John Moody nel 1909 pubblica il primo rating a cui seguiranno sempre nello stesso periodo quelli dell'attuale S&P e Fitch.

Il modello che muoveva l'attività di rating era *investor pays* ossia chi voleva acquistare dei titoli obbligazionari si rivolgeva all'agenzia per ottenere informazioni sul rischio di credito dei suddetti titoli.

Si arriva alla grande depressione del '29 che, come sappiamo, fu una delle fasi più critiche che l'America si troverà ad affrontare nella sua storia, e che vede una evoluzione significativa delle agenzie di rating, forse per l'esigenza degli investitori di effettuare scelte più oculate nei propri investimenti.

Nel 1936 la Sec promulga un decreto che vieta alle banche di effettuare investimenti di carattere speculativo, il cui riconoscimento spettava alle agenzie di rating; questo ne favorì inevitabilmente un ulteriore sviluppo vista la necessità di ricorrere alle agenzie. Tale disciplina presentava molte lacune di interpretazione circa il concetto di rating, l'organizzazione, la struttura.

Il fallimento negli anni 70 di molte società soprattutto del settore ferroviario permette al legislatore di riscontrare molti limiti nell'operato delle agenzie di rating, considerate poco idonee a valutare la situazione di crisi che si era venuta a creare.

Ed è proprio in questo periodo che nasce il concetto di *Nationally Recognized Statistical rating Organization* (Nrsro), ossia per una società era necessario essere riconosciute come Nrsro per operare nel settore del rating. Tale riconoscimento prevedeva il rispetto di stringenti requisiti in merito alla struttura organizzativa, il numero di dipendenti, l'esperienza, l'ammontare di risorse finanziarie. Nella realtà ciò che la Sec osservava per riconoscere una società come Nrsro era la *buona reputazione* sul mercato.

La grande rilevanza che tali società stavano assumendo nel mondo economico (un vero e proprio potere) e le accuse che incominciano ad essere avanzate nei loro confronti, porta il legislatore americano a definirne una disciplina speciale. Il potere che stavano assumendo è frutto della grande fiducia che tutti gli operatori, dalle authority agli investitori, incominciano a dare alle agenzie ed alle loro valutazioni ritenute di ottima qualità. Le critiche invece riguardavano i già citati errori di valutazione di società importanti poi fallite come Enron, WorldCom, Parmalat fino ad arrivare ai recenti casi di Bear Stearn e Lehman Brothers. Le agenzie si difesero da tali critiche affermando che le loro analisi si basano sui dati forniti dall'emittente e che pertanto non possono rispondere della non veridicità dei conti tenuti dalle società giudicate.

Nel 2006, dopo un travagliato processo, viene approvato il *Credit Rating Agent Reform Act* (Crara); il contenuto di tale legge introduce importanti novità rispetto al Security and Exchange Act del 1934, e soprattutto affida la vigilanza alla SEC. La ratio era quella di rendere il settore del rating più trasparente, competitivo e privo di conflitti di interesse.

Si riscontrarono però ben presto due limiti:

- 1) la Sec non poteva controllare l'operato delle Nrsro visto il divieto di verificarne procedure e modelli di elaborazione, questa è una delle ragioni che ha portato alla nascita della crisi dei mutui subprime;
- 2) il legislatore optò per il modello reputazionale, ritenendo che la possibile perdita di reputazione avrebbe rappresentato l'incentivo per le agenzie ad avere un comportamento professionale; purtroppo nella realtà, nonostante i giudizi errati, le agenzie non persero il loro potere.

Nel 1974 nasce l' International Organization of Securities Commissions (IOSCO) che rientra tra le iniziative autoregolamentari; nel 2004 la IOSCO ha creato un codice, la cui adesione era discrezionale, che racchiude i primi principi per l'esercizio dell'attività di rating.

Ricordo che in tale periodo le agenzie sono ancora protette dal Primo Emendamento della Costituzione americana che le esentava da qualsiasi forma di responsabilità.

Arriviamo ai giorni nostri nei quali la crisi finanziaria ha portato le autorità americane a definire una commissione d'inchiesta (Financial Inquiry Commission) per andare alla ricerca delle cause della recente depressione; dal report redatto dalla commissione risulta un forte intervento delle agenzie di rating nella crisi.

Nel 2010 viene approvato il *Dodd - Frank Act* che definisce nuove norme in materia di corporate governance, di riduzione dei conflitti di interesse e di responsabilità conto terzi. Con riferimento alla eventuale responsabilità imputabile a tali agenzie ricordo che, tra le altre cose, la maggiore riforma introdotta dal D-F Act è l'esposizione a eventuali casi di responsabilità, non essendo più i loro giudizi protetti dal Primo Emendamento della Costituzione americana.

Il D-F Act risulta essere il primo vero passo verso il controllo di queste società, anche se dalla relazione della Sec del settembre 2011 è risultato che nessuna agenzia, su dieci esaminate, sta rispettando le norme della nuova riforma.¹⁶⁵

Le stesse Authority americane affermano che la strada da percorrere è ancora molto lunga e questa è la conseguenza dell'aver aspettato troppo per disciplinare realmente tali società.

➤ L'ESPERIENZA COMUNITARIA

Il “problema” agenzie di rating in Europa è molto più recente rispetto agli Stati Uniti. Infatti inizialmente il legislatore comunitario sentiva poco l'esigenza di disciplinare queste società, anche perché rispetto a ciò che sta accadendo, il loro intervento non erano poi così pressante; in poco tempo sono riuscite silenziosamente come un “bruco in una mela” a farsi strada nel territorio europeo in maniera abbastanza semplice vista l'assenza di una regolamentazione.

Nel 2003 la presa di coscienza da parte degli organi comunitari che queste agenzie esistono (e come) induce il Committee on Economic and Monetary Affairs del Parlamento Europeo ad elaborare, per poi presentarlo alla Commissione, un report (*Draft Report*) che identifica le ragioni per le quali è necessaria anche a livello comunitario una disciplina nel settore del rating, che vada quindi a dettare norme anche sulle agenzie che esercitano tale attività. Dal report è risultato che le motivazioni per l'approvazione di una disciplina speciale sono diverse:

- Struttura oligopolistica del settore;
- Possibile presenza di conflitti di interesse a seguito del modello *issuer – pays*, ossia colui che emette i titoli e che quindi ottiene il rating è anche il soggetto che paga l'agenzia;
- Assenza di un controllo all'ingresso per verificare l'affidabilità dell'agenzia (*regulatory license*);

Nonostante queste ragioni la Commissione in quella occasione ritenne non indispensabile la creazione di una disciplina ad hoc, in quanto buona parte di questi problemi potevano essere risolti facendo riferimento a tre normative già presenti nell'ordinamento ossia:

1. *LA DIRETTIVA 2003/6/CE*: relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato;

Con riferimento a tale direttiva la Commissione riteneva che qualora un'agenzia fosse a conoscenza, o avrebbe dovuto sapere, della non veridicità del rating, si sarebbe potuto applicare il divieto di informazioni privilegiate così come previsto dalla direttive 2003/6/CE.

2. *LA DIRETTIVA CRD 2006/48/CE*: relativa ai requisiti patrimoniale per le banche;

Questa direttiva entra in rapporto con le agenzie di rating in quanto prevede la necessità di ricorrere alle valutazioni di tale agenzie per misurare il merito di credito.

¹⁶⁵ L'exkursus della disciplina americana è tratto da P. GILA – M. MISCALI, *I signori del rating*, cit., pag. 121 e ss.

3. LA DIRETTIVA MIFID 2004/39/CE: relativa ai mercati degli strumenti finanziari;

La Commissione ritiene che la suddetta direttiva sia sufficiente per affermare che l'attribuzione di un rating ad opera delle agenzie non implica anche l'esercizio dell'attività di consulenza sugli investimenti.

La Commissione pertanto considera adeguato questo quadro normativo per disciplinare tali società e raccomanda alle agenzie di rating di aderire alle norme di autoregolamentazione della IOSCO.

Ben presto però la recente crisi finanziaria e l'approvazione negli USA del Crara hanno permesso all'UE di comprendere l'importanza di una disciplina speciale. Si potrebbe pensare che tale ritardo sia stato un male, ma in realtà come fanno notare Gila e Miscali nel loro libro¹⁶⁶, questo si è dimostrato un vantaggio poiché permette di introdurre in questa nuova normativa le problematiche che sono sorte durante la crisi.

Nel 2009 viene approvato il *Regolamento (CE) N. 1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio* relativo alle agenzie di rating del credito.

Tra le altre motivazioni, tale regolamento dichiara espressamente che: *“le agenzie di rating svolgono un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i loro rating del credito sono utilizzati dagli investitori...ne consegue che i rating del credito hanno un impatto significativo sul funzionamento del mercato e sulla fiducia degli investitori e dei consumatori. È pertanto essenziale che le attività di rating del credito siano condotte nel rispetto dei principi di integrità, trasparenza, responsabilità e correttezza gestionale, affinché i rating utilizzati nella Comunità emessi da tali agenzie siano indipendenti, oggettivi e di qualità elevata.”*¹⁶⁷

Con questo Regolamento nasce l'obbligo di registrazione per coloro che vogliono esercitare l'attività di rating nel rispetto dei sopracitati principi e all'ESMA¹⁶⁸ viene attribuita l'attività di vigilanza a livello europeo.

È opportuno ricordare che il Regolamento N. 1060/2009 è stato modificato dal *Regolamento (UE) N. 513/2011 del Parlamento Europeo e del Consiglio*; le ragioni di tale modifica vanno soprattutto riscontrate nella paura che gli operatori del mercato facciano troppo affidamento sul rating per le loro decisioni d'investimento; l'obiettivo è quello di far comprendere che il rating esterno non deve essere l'elemento di scelta prevalente bensì solo uno dei tanti fattori da considerare nella costruzione del portafoglio.

Pertanto, l'intero quadro normativo europeo sulle agenzie di rating è rappresentato dai due Regolamenti sopracitati (N.1060/2009 e N. 513/2011).

¹⁶⁶ P. GILA – M. MISCALI, *I signori del rating*, cit., pag. 147.

¹⁶⁷ <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>; ho riproposto solo parte della ratio legis di tale regolamento, si rimanda alla lettura del testo di legge per comprendere tutti gli obblighi imposti a tale società.

¹⁶⁸ L'ESMA è un'autorità indipendente dell'UE che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, garantendo integrità, trasparenza ed efficienza. Per saperne di più <http://www.esma.europa.eu/>.

Per completezza faccio presente che si sta pensando ad altre modifiche con riferimento al problema dei debiti sovrani e alla creazione di un'agenzia di rating europea indipendente.¹⁶⁹

Insomma delle “semplici” società per azioni sono riuscite a far tremare non solo i mercati finanziari, ma intere nazioni (anche superpotenze), portando addirittura le autorità a definire una disciplina speciale per regolarle; tale normativa però risulta essere ancora nella sua fase embrionale visto il forte potere che sono ancora in grado di esercitare tali agenzie.

CONCLUSIONI

Ho cercato in queste pagine di ripercorre i principali avvenimenti che hanno caratterizzato l'economia mondiale a partire dal 2006 ossia l'anno che ha visto il sorgere della crisi finanziaria dei mutui subprime.

Sono stati anni molto intensi, pieni di sacrifici soprattutto per le popolazioni dei paesi maggiormente colpiti dalla crisi, tra i quali aimè c'è anche il nostro Bel Paese. Purtroppo molte cose mi fanno pensare che questi anni non sono finiti.

Riconosco di essere stato molto critico nei confronti delle società di rating mettendo in evidenza tutte, o quasi, le questioni e le problematiche che dal loro agere sono scaturite; ma del resto era inevitabile essendo loro (anche se non l'unica) sicuramente tra le principali cause dei danni che sono scaturiti dalla crisi.

Potrei concludere con tantissime altre considerazioni, ma mi è sufficiente una sola frase che racchiude tutto il mio pensiero sulle agenzie di rating, pensiero già presente prima di cominciare a scrivere la mia tesi, pensiero che è stato poi avallato con tutte le ricerche che ho fatto.

Tale frase non è mia, ma del governatore in carica della BCE nonché ex governatore della Banca d'Italia Mario Draghi, il quale disse: *“bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi”*.

È arrivato il momento che tutti si rendano conto di questo, perché finché le tre sorelle USA sapranno di avere una forte influenza sugli attori dei mercati, continueranno ad incrementare il loro potere che diventerà sempre più difficile da contrastare.

¹⁶⁹ L'esperienza comunitaria è tratta da P. GILA – M. MISCALI, *I signori del rating*, cit., pag. 144 e ss.; si rimanda allo stesso per ulteriore approfondimento e per un focus sulla situazione italiana.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione, Cedam, seconda edizione, 2010
- F. ASSANTE – M. COLONNA – G. DI TARANTO – G. LO GIUDICE, *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi Editore, seconda edizione, 1997
- F. CAPRIGLIONE – G. SEMERARO, *Crisi finanziaria e dei debiti sovrani*, Utet giuridica, 2012
- F. CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Cedam, 2009
- M. CASTELLANETA, *Dall'Unione Europea si può uscire*, *Il Sole 24 Ore*, 29 aprile 2010
- F. COLOMBINI – A. CALABRÓ, *Crisi finanziarie. Banche e Stati*, Utet giuridica, 2011
- C. D'IPPOLITI, *Crisi: (come) ne usciamo?*, L'asino d'oro edizioni, 2012
- G. FACCI, *le agenzie di rating e la responsabilità per informazioni inesatte*, in *Il Caso.it*, II, 99/2008
- G. FERRI, Università di Bari, convegno "*Banche: mercati senza regole e clientela senza fiducia*", Roma, 2008
- M. FORTIS, *Ma i tedeschi hanno più debito degli italiani*, *Il Sole 24 Ore*, 1 luglio 2012
- P. GILA – M. MISCALI, *I signori del rating, conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute dalla finanza globale*, Bollati Boringhieri editore, 2012
- E. GRILLI, *Crescita e sviluppo delle Nazioni*, Utet, 2005
- M. LONGO, *per le agenzie di rating la patria vale sempre di più*, *Il Sole 24 Ore*, 19 gennaio 2012
- G. MAGNIFICO, *Euro: squilibri finanziari e spiragli di soluzione*, Luiss University Press, 2009
- N. G. MANKIW – M. P. TAYLOR, *Macroeconomia*, Zanichelli Editore, Quinta edizione, 2010
- C. MARRONI, *sospetti legittimi su dei giudizi dubbi*, *Il Sole 24 Ore*, 22 giugno 2012
- D. MASCIANDARO, *Non oracoli solo opinioni*, *Il Sole 24 Ore*, 11 gennaio 2012
- A. MAZZALAI, *agenzie di rating: il diavolo nell'anima*, pubblicato su <http://www.trend-online.com/>, 24 agosto 2011
- S. MIELI, intervento alla Convention ABI 2009: *Basilea 2 e la crisi finanziaria*, 4 giugno 2009
- F. S. MISHKIN – S. G. EAKINS – G. FORESTIERI, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson Paravia B. Mondadori, 2007
- I. MUSU, *Il Debito pubblico, quando lo Stato rischia l'insolvenza*, Il Mulino, terza edizione, 2012

- E. PICOZZA, *Diritto dell'economia: disciplina pubblica*, volume secondo, Cedam, 2005
- R. RAZZANTE e M. BARBETTI, *le agenzie di rating e le profezie dei nuovi Maya*, pubblicato su <http://www.wallstreetitalia.com/>, 27 gennaio 2012
- D. ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, nota alla sentenza del 2 marzo 2012, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n.1/2012
- G. SANNINO, *I segreti del debito pubblico, i veri motivi della crisi economica*, Fuoco Edizioni, 2012
- C. SCARONI, *la responsabilità delle agenzie di rating nei confronti degli investitori*, in *Contratto e Impresa*, n 3/2011
- M. ŠEFCOVIC, *Il Trattato di Lisbona: un compleanno ricco di vantaggi*, *Il sole 24 Ore*, 20 dicembre 2010
- A. TORRENTE – P. SHLESINGER, *Manuale di diritto privato*, XIX edizione, a cura di F. Anelli - C. Granelli, Giuffrè Editore, 2009
- A. TROISI, *i giudizi di rating sulle società emittenti: tecniche di valutazione e problematica giuridica*, nota alla sentenza n. 8790 del 1 luglio 2011, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2012.

SITOGRAFIA

www.bancaditalia.it

www.economy2050.it

www.lavoce.info

www.scenarifinanziari.it

www.okpedia.it

www.libertiamo.it

www.simone.it

www.forexinfo.it

ec.europa.eu

www.analisiaziendale.it

finanzanostop.borse.it

www.linkiesta.it

www.educazionefinanziaria.it

www.centrostudifinanza.it

www.fanpage.it

www.ilpost.it

www.moody.com

www.movimentoconsumatori.it

eur-lex.europa.eu

www.esma.europa.eu

www.borsaitaliana.it

www.ilsole24ore.com