

LE AGENZIE DI *RATING*  
NEL DISCORSO  
PUBBLICO:  
EFFETTI NORMATIVI  
E SANZIONATORI  
DEI *RATINGS* SOVRANI

ORNELLA **PALAZZOLO**  
PIETRO NICOLA **SALEMI**



Le agenzie di *rating* nel discorso pubblico:  
effetti normativi e sanzionatori dei *ratings* sovrani

Rating Agencies in the Public Discourse:  
Normative and Sanctioning Effects of Sovereign Ratings

ORNELLA PALAZZOLO

Dottoressa in Giurisprudenza, Università degli Studi di Palermo.  
E-mail: [ornellapalazzolo92@gmail.com](mailto:ornellapalazzolo92@gmail.com)

PIETRO NICOLA SALEMI

Dottore di Ricerca in “Diritti Umani: Tutela, Evoluzione e Limiti”, Università degli Studi di Palermo.  
E-mail: [p.n.salemi@hotmail.it](mailto:p.n.salemi@hotmail.it)

#### ABSTRACT

Il presente elaborato si propone di indagare il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nel discorso pubblico e di offrire una lettura che fornisca un’adeguata comprensione dell’uso argomentativo-comunicativo dei *ratings* sovrani nei processi di *decision-making* degli Stati. In base al ruolo di *standard-setter* svolto dalle agenzie di *rating*, si argomenta che esse possono considerarsi alla stregua di autorità epistemiche nei confronti degli investitori e di autorità *de facto* nei confronti degli Stati valutati. Stante l’influenza esercitata sulle scelte d’investimento e sull’opinione pubblica, i *ratings* sovrani esplicano due tipi di effetti sugli Stati. Da un lato, i criteri di elaborazione dei *ratings* costituiscono dei potenti argomenti utilizzabili nel discorso pubblico *pro* (o contro) una determinata politica (“effetti normativi”). Dall’altro, un *downgrade* o un *outlook* negativo possono produrre degli “effetti sanzionatori” che determinano un certo livello di *compliance* degli Stati rispetto a tali criteri.

This essay aims to explore the role played by rating agencies in the public discourse and to offer an interpretation able to provide an adequate understanding of the argumentative-communicative use of sovereign ratings within States’ decision-making processes. Basing on the role of standard-setter played by rating agencies, it is possible to argue that they can be considered as epistemic authorities by investors and *de facto* authorities by evaluated States. As a result of the influence exerted by sovereign ratings on investment choices and public opinion, they have two kinds of effects on States. On the one hand, the criteria in accordance with which ratings are developed are powerful arguments usable in the public discourse *pro* (or against) a certain policy (“normative effects”). On the other hand, a downgrade or a negative outlook can produce “sanctioning effects” which implicate a certain level of compliance to sovereign ratings criteria by States.

#### KEYWORDS

*Ratings* sovrani, globalizzazione, mercato finanziario, declassamento, discorso pubblico

Sovereign ratings, globalization, financial market, downgrade, public discourse

# Le agenzie di *rating* nel discorso pubblico: effetti normativi e sanzionatori dei *ratings* sovrani

ORNELLA PALAZZOLO

PIETRO SALEMI

1. *Introduzione* – 2. *Le agenzie di rating e le valutazioni sui titoli sovrani: evoluzione e relazioni con gli altri attori del discorso pubblico* – 2.1. *Le agenzie di rating: definizione, origini e sviluppo* – 2.2. *Le agenzie di rating e gli altri attori del discorso pubblico: prospettiva economica e politico-giuridica* – 2.3. *I ratings sovrani* – 2.3.1. *Criteri per la formulazione dei ratings sovrani* – 3. *Il ruolo delle agenzie di rating nel discorso pubblico* – 3.1. *Le agenzie di rating come autorità epistemica* – 3.2. *Ragioni de facto e de jure* – 4. *Effetti normativi e sanzionatori dei sovereign ratings* – 4.1. *Effetti normativi* – 4.1.1. *Fattori quantitativi e criteri qualitativi nei ratings sovrani: discrezionalità tra matematica e politica* – 4.2. *Effetti sanzionatori. Downgrade e Outlook* – 5. *Conclusioni*.

## 1. *Introduzione*

Nell'attuale fase di globalizzazione, economica (reale e finanziaria) e giuridica, non sono più gli Stati a mettere in concorrenza le imprese, bensì sono le imprese e i grandi capitali a mettere in concorrenza gli Stati. Tra tutte le varie forme di concorrenza tra Stati, quella per l'accesso al credito finanziario è quella il cui vincitore è più immediatamente rappresentabile: attraverso una sorta di pagella, intuitivamente intellegibile, detta *rating*.

Se è vero, com'è vero, che “ce lo chiedono i mercati” è diventato un mantra molto ricorrente all'ora di giustificare l'adozione di provvedimenti normativi (talvolta addirittura di carattere costituzionale)<sup>1</sup>, è pur vero che i “mercati” chiedono anche per bocca di Moody's<sup>2</sup>, Standards & Poor's, Fitch<sup>3</sup>. Queste sono, infatti, le

<sup>1</sup> Per riferirci a un esempio tanto recente quanto emblematico, si pensi al *referendum* costituzionale italiano bocciato il 4 dicembre 2016. In questo caso, il favore dei mercati finanziari all'approvazione delle riforme costituzionali fu oggetto delle attenzioni tanto di Fitch, quanto di Moody's. Infatti, quest'ultima agenzia, in un primo momento, valutò stabile l'*outlook* dell'Italia al 7 novembre 2016, precisando però che dal buon esito del *referendum* costituzionale del 4 dicembre sarebbe dipesa la possibilità di portare avanti le ulteriori riforme economiche e del mercato del lavoro necessarie ad un miglioramento del *rating*. A seguito del *referendum*, invece, l'*outlook* di Moody's passò a negativo, assumendo come prima motivazione di questa variazione «the slow and halting progress on economic and fiscal reform in Italy, the prospects for which have diminished further following the “no” vote in Sunday's constitutional referendum» (Si veda MOODY'S 2016a per l'*outlook* del 7/12/2016). Dal canto suo, Fitch segnalò, già nella primavera 2016, la prospettiva di un aumento significativo del “rischio politico” nel caso in cui gli elettori avessero bocciato le riforme costituzionali nel referendum.

<sup>2</sup> Rifacendoci al medesimo esempio relativo all'ultimo tentativo di riforma della Costituzione italiana, si veda la nota MOODY'S 2016b, rilasciata il 7 novembre 2016). Nella stessa si legge testualmente che

“tre sorelle” che si contendono il mercato oligopolistico dei *ratings*<sup>4</sup>. Per *rating* si può preliminarmente intendere una valutazione sulla solidità e affidabilità finanziaria di soggetti emittenti titoli di debito sul mercato finanziario (quali Stati, enti, imprese, banche, assicurazioni) o dei titoli stessi.

Il tema delle agenzie di *rating* è stato già ampiamente affrontato dalla letteratura specialistica, tanto in ambito economico<sup>5</sup>, quanto in ambito giuridico<sup>6</sup>. La presente analisi intende contribuire al dibattito da una prospettiva più propriamente giusfilosofica, assumendo ad oggetto il ruolo delle agenzie di *rating* nel discorso pubblico e l’impatto in termini di effetti normativi e sanzionatori dei *ratings* sovrani.

Com’è noto, infatti, in questa fase della globalizzazione, il discorso pubblico risulta ampiamente influenzato da argomenti di carattere economico e finanziario. Intenderemo qui per “discorso pubblico” quelle particolari forme di interazione comunicativa tra gli “attori” della sfera pubblica e tra “attori” e “pubblico” (o spettatori)<sup>7</sup>. Nel modello di discorso pubblico elaborato nella presente analisi si prendono in considerazione quattro attori principali: le agenzie di *rating*, gli investitori/creditori del mercato finanziario globale, gli Stati (o, più precisamente, il “decisore politico” di questi) e, infine, l’opinione pubblica interna agli Stati. Questi attori interagiscono in due ambiti di relazione strettamente connessi: quello

«The stable outlook on Italy’s sovereign rating balances the government’s plans to address structural challenges through further structural reforms against the subdued economic outlook and the slow progress on those reforms to date. Prospects for further reforms will to some extent depend on the outcome of the referendum on constitutional reforms that is due to take place in December. Upward pressure on the rating would stem from an effective strengthening of the economy’s growth prospects, triggered by the successful implementation of economic and labour market reforms».

Esempi di questo tipo vengono adottati a semplice dimostrazione dell’importanza di analizzare dal punto di vista giusfilosofico un fenomeno come quello delle valutazioni sui titoli sovrani, in ragione della rilevanza e della pervasività che i modelli istituzionali, politici, economici e fiscali proposti dalle agenzie assumono nel dibattito pubblico contemporaneo.

<sup>3</sup> Proseguendo nel medesimo esempio, nell’*outlook* di *Fitch* del 22 aprile del 2016, si legge: «Constitutional reform is close to the end of its two-year passage through the legislature and will be put to a referendum in October 2016. The reform will end the system of “perfect bicameralism” and simplify the layers of governance between the state and regions. This should produce more effective policy-making and, in combination with the election law passed in 2015, should result in more stable future governments. The near-term risk of political disruption to policy-making has been kept in check since Matteo Renzi became Prime Minister in February 2014. Nevertheless, political risk could rise significantly if voters reject the constitutional reforms in the October referendum, although we do not see this as likely». (FITCH 2016)

<sup>4</sup> Sul carattere oligopolistico del mercato del *rating*, cfr. OLIVERI 2012, 284.

<sup>5</sup> *Ex multis*, cfr. CORDES 2012; D’ORLANDO 2012; FERRI, LACITIGNOLA 2009; FREITAG 2015; KAMINSKY, SCHMUKLER 2002; VERNAZZA, NIELSEN 2015.

<sup>6</sup> *Ex multis* cfr. FRYDMAN 2013; LEWKOWICZ 2013; PRESTI 2012; VELLA 2012; SINCLAIR 2003.

<sup>7</sup> Si veda almeno HABERMAS 1992, 329-432. In particolare, quest’ultimo autore sostiene che «Non appena [...] lo spazio pubblico oltrepassa il contesto delle interazioni semplici, subito vediamo differenziarsi tra loro organizzatore, oratore e ascoltatore, arena e galleria, palcoscenico e platea. [...] in ultima istanza l’influenza politica acquisita dagli attori tramite pubblica comunicazione non può che poggiare sulla risonanza, anzi sull’approvazione di un pubblico di profani, egualmente composto».

“economico” del mercato finanziario globale e quello “politico” dell’ordinamento democratico interno.

A questo modello semplificato di discorso pubblico si può ricondurre la questione dei *ratings* sui titoli sovrani e dell’uso argomentativo-comunicativo che si può fare degli stessi nell’ambito del *decision-making* degli Stati, in cui le “richieste dei mercati” trovano una loro esplicita formulazione nei criteri di giudizio adottati dalle agenzie e nelle prospettive (*outlook*) e valutazioni (*ratings*, appunto) che ne costituiscono l’applicazione.

In particolare, si cercherà di mostrare che:

a) le agenzie svolgono il ruolo di autorità epistemiche nell’ambito di relazione “economico” del mercato finanziario globale dei titoli sovrani e che le stesse, pertanto, godono *de facto* (e in alcuni casi, *de jure*) di una certa influenza sulle scelte di investimento degli operatori finanziari. Per il tramite del potere economico detenuto da questi ultimi, le valutazioni delle agenzie diventano potenti argomenti *pro* o *contra* una determinata politica dello Stato esaminato;

b) nell’ambito relazionale più propriamente “politico”, ciò si può tradurre in “effetti normativi” tali per cui le norme giuridiche prodotte dagli Stati tendono a conformarsi alle norme elaborate dalle agenzie sotto forma di criteri per l’elaborazione dei *ratings* e la cui incidenza può variare in dipendenza due fattori: la capacità di influenzare le scelte degli investitori e l’opinione pubblica interna agli Stati e il fabbisogno finanziario degli Stati. Le “norme” formulate dalle agenzie, in particolari situazioni, possono arrivare ad avere carattere “para-prescrittivo” per l’incombere della “sanzione” sotto forma di *downgrade* (o di *outlook* negativo), implicando un certo grado di erosione della sovranità degli Stati nelle materie valutate dalle agenzie che, anche in questo caso, varierà al variare dei fattori di cui sopra.

Per raggiungere tale obiettivo, il presente lavoro si suddivide idealmente in due parti.

Nella prima (§ 2), si definisce il campo di indagine con un approccio di tipo descrittivo al fenomeno dei *ratings* sui titoli sovrani e al ruolo delle agenzie di *rating* nell’ambito del discorso pubblico. A tal fine, si esaminano i singoli attori del discorso pubblico, tanto nel campo relazionale economico, quanto in quello politico, e le relazioni tra essi sussistenti. La seconda parte (§§ 3 e 4) intende inquadrare il ruolo delle agenzie di *rating* nel discorso pubblico e prenderà in esame il particolare rapporto che lega le agenzie di *rating* e gli Stati sovrani, quando le prime formulano valutazioni sulle politiche dei secondi. Nel terzo paragrafo, si argomenta che, nel discorso pubblico, le agenzie svolgono un ruolo analogo a quello di un’autorità epistemica. Nel quarto paragrafo, si argomenta che, da un lato, i criteri di valutazione formulati dalle agenzie per valutare i titoli sovrani esplicano effetti normativi sulle politiche degli Stati e, dall’altro, che il declassamento (cd. *downgrade*) o una previsione negativa (cd. *outlook* negativo) esplicano invece effetti sanzionatori.

## 2. Le agenzie di rating e le valutazioni sui titoli sovrani: evoluzione e relazioni con gli altri attori del discorso pubblico

### 2.1. Le agenzie di rating: definizione, origini e sviluppo

Le agenzie di *rating* sono delle società commerciali specializzate nella raccolta, elaborazione e diffusione di informazioni finanziarie agli operatori del mercato. Il risultato dell'elaborazione di tali informazioni è espresso attraverso un valore alfanumerico, il *rating*: una valutazione sul merito di credito complessivo del debitore (*issuer rating*) o sul merito di credito del debitore riguardo a una specifica obbligazione finanziaria o una specifica classe di obbligazioni finanziarie o uno specifico programma finanziario (*issue rating*), tenuto conto di una serie di fattori di rischio<sup>8</sup>. Una quantità di informazioni molto vasta e di particolare complessità, dunque, è riassunta in un semplice *ranking* e resa fruibile anche agli investitori meno esperti, che vengono posti nelle condizioni di effettuare una comparazione del rischio fra i vari emittenti (o titoli) ed orientare con maggiore consapevolezza i propri investimenti<sup>9</sup>.

L'esigenza di possedere delle informazioni sugli operatori del mercato è nata nei primi anni del ventesimo secolo, negli Stati Uniti, quando alle consistenti perdite registrate dai mercati finanziari in quegli anni seguì l'inevitabile scetticismo degli investitori. Per ristabilire la fiducia nei mercati finanziari, John Moody, nel 1909, iniziò a fornire delle certificazioni sulla qualità delle obbligazioni delle imprese ferroviarie, organizzando un servizio di pony dedicato a portare a New York le informazioni sulla situazione dei lavori delle ferrovie dell'Ovest: nacque la prima agenzia di *rating* della storia. Dopo un iniziale periodo di splendore durato fino

<sup>8</sup> Sul punto, si veda PRESTI 2012, 252: il *rating* è «una valutazione previsionale da parte di un soggetto specializzato sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche un ente di tipo diverso, p.e. uno Stato) di soddisfare regolarmente i propri debiti per capitale e interessi (oppure una particolare categoria di debiti di quel soggetto: p.e. una data emissione obbligazionaria)». Cfr. FERRI, LACITIGNOLA 2012, 299. Si veda anche STANDARD AND POOR'S 2017: «An S&P Global Ratings issue credit rating is a forward-looking opinion about the creditworthiness of an obligor with respect to a specific financial obligation, a specific class of financial obligations, or a specific financial program (including ratings on medium-term note programs and commercial paper programs). It takes into consideration the creditworthiness of guarantors, insurers, or other forms of credit enhancement on the obligation and takes into account the currency in which the obligation is denominated. [...] An S&P Global Ratings issuer credit rating is a forward-looking opinion about an obligor's overall creditworthiness. This opinion focuses on the obligor's capacity and willingness to meet its financial commitments as they come due. It does not apply to any specific financial obligation, as it does not take into account the nature of and provisions of the obligation, its standing in bankruptcy or liquidation, statutory preferences, or the legality and enforceability of the obligation».

<sup>9</sup> In senso analogo, si veda PRESTI 2012, 253, secondo il quale il *rating* «è sorto per ridurre l'asimmetria informativa tra emittenti obbligazionari e potenziali investitori».

agli anni Trenta<sup>10</sup>, negli anni successivi gli affari crollarono, le agenzie di *rating* piombarono nell'oblio<sup>11</sup> e ci restarono fino alla fine degli anni Settanta. A partire da quegli anni, l'industria del *rating* ha iniziato ad incrementare nuovamente il proprio volume d'affari: l'inversione di tendenza fu dovuta alla crescita del mercato finanziario statunitense, cui si accompagnò la sua progressiva liberalizzazione e deregolamentazione. In quel periodo, le maggiori agenzie di *rating* degli Stati Uniti erano cinque: Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings, Duff & Phelps, Thomson Bank Watch. Nel 2000, le ultime sono state incorporate da Fitch<sup>12</sup>: da quel momento Moody's, S&P e Fitch sarebbero state «le vere protagoniste della seconda giovinezza di un'industria che alla fine degli anni Settanta pare in liquidazione»<sup>13</sup>. Complice dell'affermazione delle agenzie nel nuovo millennio è stata, come si vedrà a breve, la progressiva inclusione del *rating* nelle regolamentazioni di settore nazionali e internazionali: processo che, oltre ad ampliare l'ambito di operatività delle agenzie in termini di servizi prestati, ne ha significativamente rafforzato la reputazione e consolidato il ruolo in ambito non solo economico, ma anche politico.

## 2.2. *Le agenzie di rating e gli altri attori del discorso pubblico: prospettiva economica e politico-giuridica*

Da un punto di vista economico, la questione del *rating* sui titoli sovrani si inserisce nel quadro della competizione per l'accesso al credito da parte degli Stati nel mercato finanziario globale. La stessa coinvolge, in qualità di attori del discorso pubblico, agenzie di *rating*, Stati e operatori del mercato finanziario. In quest'ultima categoria, si possono includere genericamente tutti coloro che investono (o amministrano e/o pianificano per conto di chi investe) in titoli. In questo campo di relazione economico, le agenzie sono il soggetto *che valuta* (i titoli sovrani, nel nostro caso), gli "operatori del mercato finanziario" sono il soggetto *che decide* (su quali titoli investire), gli Stati sono il soggetto *valutato*. È, peraltro, chiaro che le agenzie non detengono un monopolio della valutazione. Ad esempio, anche gli investitori e, più in generale, gli operatori del mercato finanziario sono essi stessi

<sup>10</sup> Negli anni Venti, la necessità di garanzie cresce insieme alla sempre più ingente quantità di debito pubblico (contratto per la Guerra) da collocare presso una sempre crescente quantità di investitori. La domanda esplose in seguito all'avvento del ciclone finanziario del 1929. Negli anni Trenta, la ormai affermata reputazione delle agenzie fa sì che esse vengano incluse nella regolamentazione finanziaria degli Stati Uniti.

<sup>11</sup> Alla fine degli anni Trenta, infatti, la separazione tra banche commerciali e banche d'investimento da una parte e la diffusione di titoli prevalentemente provenienti da governi e amministrazioni pubbliche (e quindi pienamente affidabili) dall'altra contribuiscono a ridimensionare notevolmente la necessità ed il ruolo delle agenzie di *rating*.

<sup>12</sup> Sulla storia delle agenzie di *rating* dalle origini al 2000 cfr. FERRI, LACITIGNOLA 2009, 24-27.

<sup>13</sup> FERRI, LACITIGNOLA 2009, 27.

soggetti “che valutano” (o dovrebbero almeno essere posti nelle condizioni per poter valutare). Teoricamente, tutti i piccoli risparmiatori e tutti i soggetti che investono in titoli dovrebbero essere nelle condizioni di poter valutare i rischi dei propri investimenti. Ad oggi, invece, il mercato finanziario globale si rivela talmente complesso che, per buona parte dei titoli scambiati, difficilmente un operatore medio è posto nelle condizioni di conoscere con sufficiente precisione il grado di rischio di un dato titolo.

Per comprendere quanto è forte la necessità di informazioni per l'investitore di oggi, tanto da arrivare a definire il *rating* come la «bussola obbligata del navigante finanziario contemporaneo»<sup>14</sup>, è opportuno fornire dei brevi cenni sul contesto che ha incentivato l'ampio ricorso alle agenzie di *rating*.

Il contesto è quello della globalizzazione finanziaria: l'integrazione dei mercati finanziari favorita, oltre che dallo sviluppo tecnologico, dall'ondata di liberalizzazioni e deregolamentazioni seguite alla c.d. “svolta neoliberista”<sup>15</sup> operata negli U.S.A. da Reagan e in Gran Bretagna da Margareth Thatcher negli anni Ottanta. Mentre si procedeva a diminuire regole, vincoli e controlli sulla creazione e la circolazione degli strumenti finanziari, questi ultimi hanno iniziato a diventare sempre più complessi, tanto da mettere a dura prova anche la capacità di valutazione nelle scelte di investimento degli operatori più esperti. A ciò si è aggiunto il forte ridimensionamento del ruolo di intermediazione svolto dalle banche, che ha accentuato le asimmetrie informative tra emittente e investitore<sup>16</sup>. Dall'accresciuta esigenza di semplificare la comprensione degli strumenti finanziari offerti in un mercato tanto ampio, complesso e deregolato è derivato un notevole aumento dell'importanza delle agenzie di *rating*<sup>17</sup>, le quali si possono ad oggi annoverare tra i più influenti *standard-setter* del mercato finanziario globale<sup>18</sup>.

Se, invece, si considera la questione da un punto di vista politico-giuridico, gli Stati si qualificano, in virtù della propria sovranità, come soggetti che decidono (le politiche da adottare e le norme da emanare attraverso le procedure costituzionalmente previste). Come si diceva innanzi, anche l'opinione pubblica e le stesse

<sup>14</sup> FERRI, LACITIGNOLA 2009, 13.

<sup>15</sup> Per un approfondimento sulle premesse e le modalità di attuazione della c.d. “svolta neoliberista” cfr. PECK 2017 e HARVEY 2005.

<sup>16</sup> Cfr. FRYDMAN 2013, 2 s.. Sulla relazione tra disintermediazione bancaria e affermazione delle agenzie di *rating* il presidente di Fitch Marc Ladreit de Lacharrière ha affermato, durante una *audition* al Senato francese nell'ambito della *Mission commune d'information sur le fonctionnement, la méthodologie et la crédibilité des agences de notation*, che «moins les banques ont d'importance, plus le recours aux agences de notation augmente» (come riferisce il *report* sulla missione. Cfr. SENATO FRANCESE 2012)

<sup>17</sup> Nello stesso senso, si veda FRYDMAN 2013, 174, il quale parla di «montée en puissance des agences de notation». Cfr, anche SINCLAIR 2003, 148 ss.

<sup>18</sup> Cfr. VELLA 2012, 327 s. Quest'ultimo autore parla in particolare di «privatizzazione di una funzione pubblica, quella della verifica del possesso di determinate caratteristiche per l'accesso ad alcuni mercati o alcuni benefici regolatori, con il suo conferimento a soggetti privati, che non hanno alcuna intenzione di modificare le modalità della loro azione in seguito all'assegnazione di un simile compito» (VELLA 2012, 327).

agenzie di *rating* giocano un ruolo di primo piano in questo livello relazionale di natura “politica” del discorso pubblico. La prima, infatti, agisce sul decisore-Stato, attraverso l’influenza che riesce a esercitare sulla generazione in forma comunicativa della sovranità popolare<sup>19</sup>. Le agenzie di *rating*, dal canto loro, sono, per un verso, destinatarie delle norme degli Stati e, per altro verso, possono svolgere un ruolo più attivo e critico che si può tradurre in una sorta di argomentazione (*pro* o *contra*) determinate politiche da intraprendere<sup>20</sup>.

Come accennato precedentemente, gli Stati hanno, in un primo tempo, assecondato la tendenza a un generale rafforzamento del ruolo delle agenzie di *rating*. Infatti, l’utilizzo del *rating* è stato reso obbligatorio, in alcune circostanze e/o per alcune categorie di soggetti, da espresse previsioni normative. La facile fruibilità ed il basso costo (rispetto a quello che avrebbe uno studio compiuto da soggetti che non si avvalgono delle stesse economie di scala), infatti, ha permesso a tali giudizi di divenire dei veri e propri parametri legali nella regolamentazione pubblicistica (nazionale e internazionale) di diversi settori: esempio emblematico è costituito dall’inserimento del *rating* all’interno dell’accordo di Basilea II (vedi *infra*, § 3.2), redatto e sottoscritto dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria<sup>21</sup> e accet-

<sup>19</sup> In questo caso, si fa riferimento al concetto di sovranità popolare tipico della democrazia deliberativa di matrice habermasiana che muta, rispetto alla concezione soggettivistica tradizionale, pur senza perdere la sua centralità nella sfera pubblica. La sovranità popolare è, infatti, per Habermas, il prodotto dell’interazione tra la volontà istituzionalizzata dello Stato e l’opinione pubblica e «rinvia a condizionamenti sociali complessivi che per un verso rendono possibile alla comunità giuridica di auto-organizzarsi, ma che per altro verso non risultano immediatamente disponibili alla volontà dei cittadini» (HABERMAS 1992, 357). L’opinione pubblica svolge un ruolo da protagonista poiché il «potenziale politico di condizionamento» espresso dalla stessa è «utilizzabil[e] per influenzare il comportamento elettorale dei cittadini oppure la formazione della volontà in corpi parlamentari, governi e tribunali». Sul concetto di «potenziale politico di condizionamento» si veda HABERMAS 1992, 431. In ogni caso, rimane ben chiaro che il «potenziale politico di condizionamento» espresso dall’opinione pubblica si trasforma in potere solo attraverso il *medium* dei «membri legittimi del sistema politico» e di procedure istituzionalizzate, ossia attraverso il decisore politico dell’attore statale (HABERMAS 1992, 431). Al riguardo, Habermas precisa ancora che «Analogamente al potere sociale, anche l’influenza politica esercitata dall’opinione pubblica non può trasformarsi in potere politico se non passando attraverso procedure istituzionalizzate». A tal proposito è stato sostenuto che nella teoria deliberativa della democrazia habermasiana, la decisione sovrana si forma attraverso «un modello “a due vie” [...], stando al quale le procedure deliberative nei settori formali di produzione decisionale delle attività legislativa e giudiziaria sono coadiuvate da processi informali di formazione dell’opinione all’interno della sfera pubblica» (PASSERIN D’ENTREVES 1999, 219). Coerentemente a quest’impianto teorico, nella presente analisi si distinguono due attori nel campo relazionale politico-interno del discorso pubblico: Stati, come decisori politici istituzionalizzati, e opinione pubblica, come sfera del discorso pubblico non istituzionalizzata.

<sup>20</sup> Questo profilo “argomentativo” rispetto al *decision-making* statale ancora in corso, è particolarmente evidente, per ovvie ragioni, negli *outlooks*. Tuttavia, è altrettanto evidente che anche le motivazioni di un *downgrade* (o un *upgrade*) possono essere usate dallo Stato valutato o dall’opinione pubblica come un argomento contro (o a favore, nel caso di *upgrade*) una determinata politica già intrapresa (ma sempre reversibile o riformabile).

<sup>21</sup> Il Comitato fu istituito nella città svizzera nel 1974 dai governatori delle banche centrali di 11 Paesi (Belgio, Canada, Francia, Giappone, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito, Stati Uniti, Svezia, Svizzera).

tato come giuridicamente vincolante da oltre 100 Paesi.

Nell'ultimo ventennio, però, i fallimenti collezionati dalle agenzie nel valutare il merito creditizio di molte imprese (si pensi ai ben noti casi Enron, Worldcom, Parmalat) e dei prodotti strutturati di nuova generazione (ci si riferisce, in particolare, ai titoli che hanno fatto esplodere la c.d. crisi *subprime*<sup>22</sup>), hanno portato le agenzie nell'occhio del ciclone e attirato le critiche degli osservatori più avveduti nel campo della finanza<sup>23</sup>. Rispetto alla valutazione degli Stati, già alla fine degli anni '90 era stato fatto notare che le agenzie non erano state in grado di prevedere l'esplosione della crisi finanziaria che aveva coinvolto diversi Paesi del sud-est asiatico<sup>24</sup>. Tuttavia, per una maggiore attenzione da parte dell'opinione pubblica sullo specifico caso dei *ratings* sovrani si sarebbe dovuto aspettare qualche anno, con la crisi europea dei debiti pubblici<sup>25</sup>.

Tutti questi eventi hanno spinto le maggiori potenze a provvedere ad una regolamentazione delle stesse agenzie, al fine di assoggettarle ad obblighi di trasparenza sempre più stringenti, di disciplinare le distorsioni date dal conflitto di interessi<sup>26</sup> e di ridurne l'uso nelle regolamentazioni prudenziali<sup>27</sup>. Dagli anni duemila gli interventi

<sup>22</sup> In proposito, si veda, ad esempio, VELLA 2012, 323 s., il quale afferma che, da un lato, la crisi del 2008 ha «drammaticamente testimoniato [che] esiste una enorme sproporzione tra la diffusione del linguaggio [del rating] e la scarsità di presidi per una sua corretta produzione ed una sua accettabile affidabilità», e, dall'altro lato, che le stesse agenzie, in quella circostanza, furono responsabili della «disinvoltura con la quale venivano attribuiti ai famigerati prodotti strutturati rating superlativi che di fatto hanno rappresentato il grande motore per lo sviluppo del mercato dei subprime, e quindi del virus che ha appestato le economie di mezzo mondo».

<sup>23</sup> Cfr. PRESTI 2012, 257.

<sup>24</sup> Cfr. sul punto FERRI et al. 1999.

<sup>25</sup> Riguardo al comportamento tenuto dalle agenzie nell'ambito della crisi che colpì (soprattutto) gli Stati periferici dell'Eurozona (Grecia, Irlanda, Portogallo, Italia), in VERNAZZA, NIELSEN 2015, si afferma che i numerosi *downgrades* emessi tra il 2009 e il 2011 sottostimarono eccessivamente il merito degli Stati valutati: ciò perché, secondo gli autori, nel processo di formulazione dei *ratings*, le agenzie attribuirono una rilevanza sproporzionata e senza precedenti alla componente “soggettiva” della combinazione di fattori complessivamente tenuti in considerazione (sui tipi di fattori vedi § 2.3.1 e § 4.1.1), la quale, come tende a dimostrare l'articolo citato, può compromettere l'attendibilità delle valutazioni, soprattutto con riferimento al lungo periodo. In proposito LEWKOWICZ 2013, 186 s., osserva che «la réplique des États du cœur de l'économie mondiale au pouvoir des agences de notation, dont les crises financières et budgétaires ont révélé toute l'ampleur de 2007 à 2011. Celle-ci doit s'interpréter comme la contre-attaque des États dans le contexte d'une lutte globale pour le droit dont l'objet est la fixation des standards mondiaux d'accès au marché des capitaux et de la bonne gouvernance économique et budgétaire ainsi que, peut-être plus généralement, la réponse à la question de savoir qui, des États ou des marchés, contrôle l'autre».

<sup>26</sup> Sul “congenito” conflitto d'interessi derivante dal c.d. *issuer pays model* cfr. FERRI, LACITIGNOLA 2009; sulle altre possibili cause di conflitto d'interessi e sulla relativa regolamentazione adottata nell'Unione Europea cfr. LAMANDINI 2014.

<sup>27</sup> Secondo VELLA 2012, 324, prima che la crisi del 2007/2008 ponesse le agenzie di *rating* al centro delle attenzioni del dibattito e dell'opinione pubblica, le stesse godevano di «una condizione di assoluta libertà, e di assenza di ogni disciplina in grado di prevenire effetti distorsivi e fenomeni patologici di un'attività così rilevante per il buon funzionamento dei mercati finanziari».

normativi in tal senso sono stati numerosi e in numerosi Paesi (tra cui alcune grandi potenze come Stati Uniti<sup>28</sup>, Canada, Giappone, Singapore e molti altri)<sup>29</sup>. Al livello internazionale, inoltre, nel 2004 la IOSCO (International Organization of Securities Commissions)<sup>30</sup> ha pubblicato il *Codice di Condotta per le Agenzie di rating del credito*, soggetto a recentissima revisione (2015) alla luce delle preoccupazioni sollevate dalle varie autorità nazionali e internazionali<sup>31</sup>.

Anche nell'ambito dell'Unione Europea si è avvertita l'esigenza di regolamentare il fenomeno<sup>32</sup>.

Tra gli interventi più significativi vi è il Regolamento UE n. 1060/2009, il primo a rispondere all'appello del G20 tenutosi a Washington nel 2008 per una completa regolamentazione di tutti i soggetti e prodotti circolanti sui mercati finanziari internazionali, successivamente emendato nel 2011 e nel 2013. Con il Regolamento UE n. 513/2011 ci si è conformati agli orientamenti della neonata ESMA (European Securities Market Authority)<sup>33</sup>, a cui sono stati affidati anche poteri di vigilanza e controllo. Con il successivo Regolamento UE n. 462/2013 sono state introdotte alcune novità in tema di conflitto di interessi<sup>34</sup> e alcune disposizioni volte ad armonizzare le regole dei Paesi membri in materia di responsabilità extracontrattuale delle agenzie di *rating*.

Il legislatore europeo sembra essere stato l'unico, nell'ambito delle maggiori potenze occidentali, ad esprimere una particolare preoccupazione nei confronti della

<sup>28</sup> Si menzionano in particolare due interventi. Nel 2006 il *Credit Rating Agency Reform Act* ha definito i criteri che le Agenzie devono soddisfare per ottenere lo status di NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organizations), affidando la vigilanza sul loro rispetto alla SEC (Securities and Exchange Commission). Nel 2010, è stato emanato il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, che ha introdotto obblighi stringenti per le agenzie, in particolare per le NRSRO. In quest'ultimo atto, sono contenute nuove linee guida in materia di *governance* delle società di *rating*, di riduzione del conflitto di interessi e di rafforzamento dei controlli e della trasparenza nei processi di *rating*. Un apposito ufficio istituito nell'ambito della SEC è stato incaricato di vigilare sulle metodologie di emissione del giudizio e di esaminare la regolamentazione che contempla il *rating* come parametro sul merito creditizio. Inoltre, per ridurre la dipendenza della regolamentazione finanziaria americana dal "*rating* di credito", è stato disposto che il riferimento a quest'ultimo, contenuto nelle regolamentazioni americane (come, ad esempio, il *Federal Deposit Insurance Act* e l'*Investment Company Act*), fosse sostituito da un generico riferimento a "standard di affidabilità creditizia".

<sup>29</sup> Cfr. STANDARD & POOR'S 2014a, 2 s.

<sup>30</sup> È l'organizzazione internazionale che raggruppa le autorità di vigilanza dei mercati finanziari, tra cui l'italiana Consob.

<sup>31</sup> Cfr. DIRITTO BANCARIO 2015.

<sup>32</sup> Per una breve rassegna della normativa europea e italiana elaborata per regolamentare il fenomeno del *rating*, si veda VELLA 2012, 329-331.

<sup>33</sup> Si stabiliscono alcuni *standard* minimi di indipendenza, integrità e qualità del *rating* per poter accedere al registro europeo tenuto dall'ESMA ed elevati standard di trasparenza su metodologie ed azionariato, al fine di ridurre il conflitto di interessi. Cfr. ESMA 2011.

<sup>34</sup> Da una parte, gli emittenti dei titoli devono affidare ogni quattro anni il proprio *rating* ad agenzie diverse, con l'obbligo di rivolgersi ad almeno due enti di valutazione contemporaneamente e, dall'altra, le agenzie devono rendere note eventuali partecipazioni di propri azionisti nel capitale di enti oggetto di valutazione.

pratica dei *ratings* sul merito creditizio degli Stati, includendo nel citato Regolamento UE n. 462/2013 alcune norme volte a ridurre la capacità delle agenzie di produrre panico e volatilità sui mercati con annunci improvvisi (e talvolta dalle tempistiche inappropriate) su *ratings* e *outlooks* dei titoli di debito sovrano<sup>35</sup> e a ridurre l'ingerenza delle valutazioni nella sfera statale (vedi § 2.3)<sup>36</sup>. A tal proposito, nel succitato regolamento, si afferma che sebbene le politiche nazionali (in materia di economia, lavoro etc.) possano rappresentare per le agenzie un dato utile alla formazione della loro valutazione e «possano essere utilizzate per spiegare i principali motivi alla base di un rating sovrano [...] Le agenzie di rating del credito dovrebbero astenersi da qualsiasi raccomandazione diretta o esplicita»<sup>37</sup> su tali politiche.

La preoccupazione del legislatore europeo è qui condivisa. Infatti, la presente trattazione si concentra proprio sui *ratings* effettuati su titoli di debito pubblico (cd. *sovereign ratings*).

### 2.3. I ratings sovrani

Il *rating* sovrano è una valutazione sull'affidabilità creditizia di uno Stato in un dato momento. La previsione sulle prospettive future di un *rating*, invece, è indicata dall'*outlook*, il cui valore si riferisce a un lasso temporale che può variare da sei mesi a due anni<sup>38</sup>.

Il primo *rating* sovrano è stato emesso da Moody's nel 1919, ma l'utilizzo di questo strumento si è imposto solo a partire dagli anni Novanta. In quel periodo, per sopperire all'insufficienza delle risorse finanziarie provenienti dalle entrate pubbliche, moltissimi Paesi hanno iniziato a fare ricorso all'emissione diffusa di strumenti di debito. Ben presto, la maggior parte degli Stati che intendessero finanziarsi sul mercato obbligazionario ha preso coscienza dell'ineluttabilità del *rating*, al punto da accettare di pagare per ottenerlo su richiesta (mentre fino al 1991-1992 i *ratings* erano stati sempre gratuiti e *unsolicited*)<sup>39</sup>.

<sup>35</sup> Si veda, ad esempio, art. 8-bis co. 3 del Regolamento UE n. 462/2013: «Un'agenzia di rating del credito [...] pubblica sul suo sito Internet e trasmette all'AESFEM ogni anno alla fine del mese di dicembre un calendario per i dodici mesi successivi che fissi le date per la pubblicazione di rating sovrani non richiesti e delle prospettive di rating correlate, limitandole a un massimo di tre, nonché le date per la pubblicazione dei rating sovrani richiesti e delle prospettive di rating correlate. Tali date cadono di venerdì».

<sup>36</sup> In ogni caso, come sottolineato da VELLA 2012, 325, «le pur meritorie misure in via di adozione da parte dei regolatori necessiteranno della adeguata sedimentazione, prima di verificarne la reale efficacia».

<sup>37</sup> Cfr. Regolamento UE n. 462/2013, *Considerando* n. 45.

<sup>38</sup> L'*outlook* può essere: positivo, quando l'agenzia ritiene che il *rating* successivo potrebbe essere superiore a quello attuale; stabile, quando non prevede un cambiamento del *rating*; negativo, quando riscontra dei fattori che potrebbero portare ad un abbassamento del *rating* (*downgrade*).

<sup>39</sup> Sulle ragioni e le modalità del passaggio da *unsolicited* a *solicited* cfr. GAILLARD 2011, 35 ss. Per dare un'idea dell'entità della crescita del mercato dei *sovereign ratings* nell'ultimo trentennio, basta considerare

La ragione della scelta di sottoporsi al giudizio delle agenzie di *rating* è da ricercare non solo nella volontà di rendere appetibili agli investitori finanziari i propri titoli di debito, ma anche di ottenere un *benchmark* multifattoriale mondiale: un indicatore di affidabilità non solo economica, ma anche politica, da indirizzare non solo a tutti gli attori del mercato, ma anche all'opinione pubblica interna, al fine di essere "preferiti" ad altri nelle scelte di investimento di questi.

Come si vedrà a breve, infatti, la valutazione sovrana tiene conto di numerosi fattori che spesso esulano dall'ambito strettamente (macro-)economico, toccando anche quello sociale, giuridico e politico. Qui di seguito si procederà ad una prima analisi di massima dei suddetti fattori, rinviando al § 4.1 l'approfondimento di quelli in cui è possibile rilevare un maggior grado di discrezionalità nella valutazione operata dalle agenzie.

### 2.3.1. Criteri per la formulazione dei ratings sovrani

La metodologia alla base della formulazione del *rating* differisce da agenzia ad agenzia. Per ragioni di economia espositiva, l'analisi si concentrerà principalmente su una di esse, scelta a titolo esemplificativo in considerazione del fatto che è quella adottata dalla società che vanta il maggior numero di clienti tra gli Stati: Standard & Poor's. Quest'ultima afferma che il processo che porta all'emissione del *rating* «tiene in considerazione i fattori che influiscono sulla *volontà* e *capacità* di un governo di onorare il proprio debito alla scadenza stabilita e in maniera integrale»<sup>40</sup>.

Detto processo si snoda attraverso più fasi. Inizialmente si procede alla valutazione di cinque fattori chiave: 1) l'efficacia istituzionale e i rischi politici sono riflessi nel *punteggio politico*; 2) la struttura economica e le prospettive di crescita sono riflessi nel *punteggio economico*; 3) la liquidità esterna e la posizione internazionale d'investimento sono riflessi nel *punteggio esterno*; 4) la performance e flessibilità fiscale e l'onere del debito sono riflessi nel *punteggio fiscale*; 5) la flessibilità monetaria è riflessa nel *punteggio monetario*. Nell'attribuzione del punteggio (espresso da un numero in scala da 1, più forte, a 6, più debole) si tiene conto di «quantitative factors and qualitative considerations»<sup>41</sup>, che saranno oggetto di specifica disamina nel § 4.1.1.

Il punteggio economico e quello politico formano il *profilo economico-politico*, che attiene alla «capacità di resistenza dell'economia di un paese, alla solidità e alla stabilità delle istituzioni governative e all'efficacia delle sue politiche»<sup>42</sup>. Il punteg-

che l'agenzia Standard & Poor's, specializzata nel campo, è passata dal valutare una cinquantina di Stati nel 1997 a valutarne, da sola, 123 su 193 riconosciuti dalle Nazioni Unite nel 2011.

<sup>40</sup> STANDARD AND POOR'S 2014b, 2 (corsivo nostro).

<sup>41</sup> STANDARD AND POOR'S 2014c, 4.

<sup>42</sup> STANDARD AND POOR'S 2014b, 3.

gio esterno, quello fiscale e quello monetario determinano il *profilo di flessibilità fiscale e performance*, che attiene alla «sostenibilità dell'equilibrio fiscale e dell'onere del debito di un governo, alla luce della posizione esterna del paese»<sup>43</sup>.

Considerando unitariamente questi due profili si ottiene il *livello indicativo di rating*, come mostrato dalla tabella seguente<sup>44</sup>:

Table 2  
Indicative Rating Levels From The Combination Of The Institutional And Economic Profile With The Flexibility And Performance Profile

Institutional and economic profile												
Flexibility and performance profile	Category	Superior	Extremely strong	Very strong	Strong	Moderately strong	Intermediate	Moderately weak	Weak	Very weak	Extremely weak	Poor
Category	Assessment	1	1.5	2	2.5	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6
Extremely strong	1 to 1.7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A
Very strong	1.8 to 2.2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-
Strong	2.3 to 2.7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	b+
Moderately strong	2.8 to 3.2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+
Intermediate	3.3 to 3.7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b
Moderately weak	3.8 to 4.2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b
Weak	4.3 to 4.7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-
Very weak	4.8 to 5.2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-
Extremely weak	5.3 to 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	'b-' and below	'b-' and below

Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', and 'CC' ratings is based on "Criteria For Assigning 'CCC+', 'CCC', 'CCC-', And 'CC' Ratings," Oct. 1, 2012.

Il livello indicativo di *rating* viene, eventualmente, corretto alla luce della presenza di uno o più *fattori di aggiustamento straordinario* per ottenere il *rating in valuta estera*<sup>45</sup>.

A questo punto, è possibile ottenere il *rating in valuta locale* applicando da zero a due livelli di innalzamento tenendo conto di due ulteriori fattori: politica monetaria indipendente e profondità dei mercati dei capitali in valuta locale. Va preci-

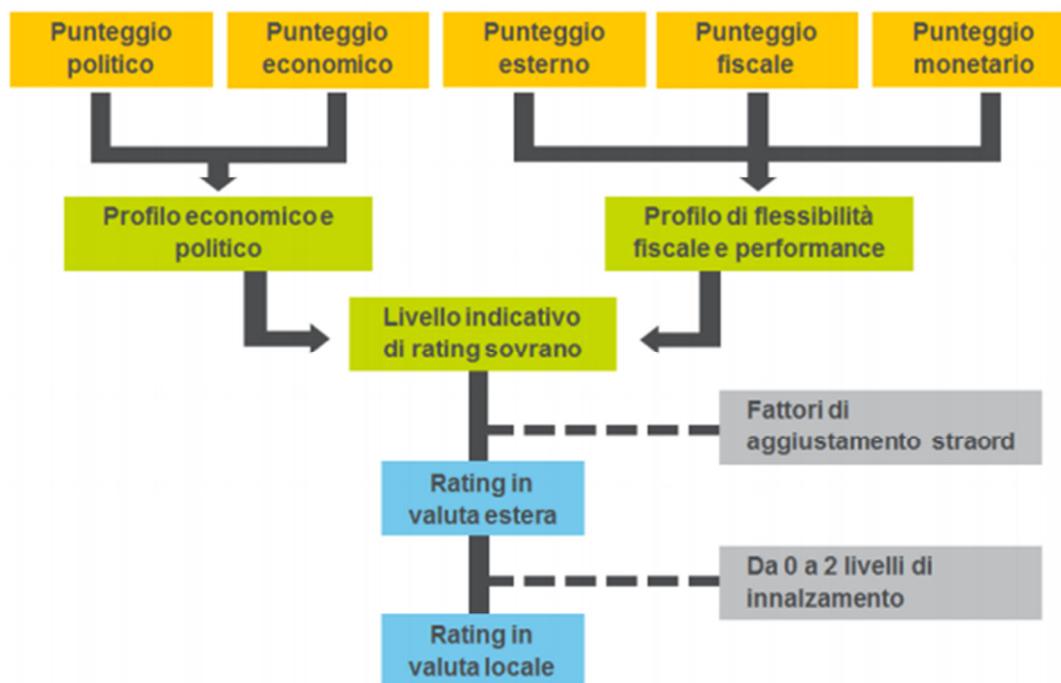
<sup>43</sup> STANDARD AND POOR'S 2014b, 3 s.

<sup>44</sup> STANDARD AND POOR'S 2014c, 7.

<sup>45</sup> In particolare, i fattori considerati sono: estrema debolezza della liquidità esterna o della situazione fiscale, eccezionale ampiezza della posizione patrimoniale netta generale di un Paese; rischio politico molto elevato e onere del debito alto; rischio di riscadenziamento; rischio di sicurezza alto; gravi catastrofi naturali.

sato, comunque, che per i Paesi membri di un'unione monetaria, quale è quella europea, il *rating* in valuta locale corrisponde al *rating* in valuta estera.

Lo schema seguente riassume le fasi principali del processo appena descritto.



### 3. Il ruolo delle agenzie di rating nel discorso pubblico

Dalla sintetica esposizione delle metodologie per il calcolo dei *ratings* sovrani è emerso che i fattori presi in considerazione sono di diversa natura. Questi vanno da considerazioni di natura strettamente finanziaria a valutazioni di carattere economico, monetario, politico e istituzionale. Come precedentemente accennato, proprio per la multidimensionalità dei parametri adottati dalle agenzie, i *ratings* sovrani hanno assunto un'importanza centrale non solo come indicatore della futura solvibilità del creditore pubblico, bensì anche come “pagella di buona reputazione”<sup>46</sup> e di credibilità internazionale degli Stati e interna dei governi.

A partire da tale presupposto, in questo terzo paragrafo si cercherà di sostenere che le agenzie di *rating* sono *percepites* alla stregua di autorità *epistemiche* (§ 3.1) dagli attori del discorso pubblico innanzi individuati, in base a ragioni di carattere giuridico ed economico-fattuale (§ 3.2).

<sup>46</sup> Secondo LEWKOWICZ 2013, 186, i *ratings* delle agenzie si sono consacrati «non seulement comme un indicateur de la solvabilité des emprunteurs, mais encore comme une véritable mesure du respect d'une norme mondiale de comportement pour ceux qui – entreprises comme États – souhaitent faire certifier leur bonne réputation».

### 3.1. *Le agenzie di rating come autorità epistemiche*

Questo tipo di *percezione* può essere evocata ricorrendo dapprima ad un significativo caso concreto. Nel 1996, l'Egitto ricevette una deludente valutazione di Baa da parte di *Moody's*. Nell'occasione, l'ex-ministro dell'economia egiziano commentò che un *rating* cattivo è «comunque meglio che nessun rating»<sup>47</sup>. Questa paradossale affermazione fu presto chiarita dal rappresentante in Egitto del Fondo Monetario Internazionale, il quale sottolineò che «avere un rating è di per sé importante, giacché segnala l'impegno dell'Egitto ad integrarsi nell'economia mondiale e la volontà di osservare le sue regole»<sup>48</sup>.

In effetti, dichiarazioni come queste sono comprensibili soltanto all'interno di un modello in cui alle agenzie viene riconosciuto lo *status* di “autorità”, mentre agli Stati quello di entità soggette a quella stessa “autorità”. Il modello in questione fa naturalmente riferimento alla sfera economica del discorso pubblico e all'attuale fase della globalizzazione caratterizzata dall'estrema mobilità dei capitali e dall'altrettanto estrema pervasività e complessità del mercato finanziario globale. In questo quadro, com'è stato opportunamente sottolineato, la competizione fra Stati per l'accesso ai capitali determina una situazione nella quale i mercati hanno sempre più l'autorità «to reward or punish according to their judgment of how any government manages its money supply, its fiscal deficit, its foreign debts, or, through deregulation of cozy banking cartels, improves the efficiency of its banks and its local credit market»<sup>49</sup>. Tuttavia, è bene specificare in che senso è possibile parlare di una posizione autoritativa delle agenzie di *rating*.

Con il termine “autorità” si intende comunemente indicare quella particolare relazione di potere<sup>50</sup> che si contraddistingue per una pretesa di legittimità<sup>51</sup> (*claim of legitimacy*<sup>52</sup>). In questo senso, il concetto di autorità in questione è classicamente

<sup>47</sup> Financial Times, *Egypt challenges Moody's debt rating Baa level 'does not reflect true potential*, 23 ottobre 1996 (citazione tratta da LEWKOWICZ 2013, 194 s.).

<sup>48</sup> Financial Times, *Egypt challenges Moody's debt rating Baa level 'does not reflect true potential*, 23 ottobre 1996 (citazione tratta da LEWKOWICZ 2013, 194 s.).

<sup>49</sup> STRANGE 1997, II.

<sup>50</sup> A riguardo, è stato evidenziato che, in prospettiva storica, l'uso del termine “autorità” è rimasto piuttosto intricato, «mentre è generalmente rimasto lo stretto legame con il concetto di potere. [...] Talora si è negato, esplicitamente o implicitamente, che esista il problema di identificare l'autorità e di descrivere i rapporti tra autorità e potere: in particolare da coloro che hanno usato “potere” e autorità” come sinonimi. Ma la tendenza di gran lunga più generale è quella di distinguere tra potere e autorità, considerando quest'ultima come una specie del genere di potere o anche, ma assai più di rado, come una semplice fonte del potere» (STOPPINO 1976, 63).

<sup>51</sup> *Ex multis*, cfr. anche STOPPINO 1976, 63 s. In proposito, si veda anche VIOLA 2006, 921, secondo il quale «l'autorità [...] è il fondamento di legittimità di un dominio politico o, più esattamente, il fondamento della pretesa di legittimità del soggetto dominante».

<sup>52</sup> Si vedano, ad esempio, HALL, BIERSTEKER 2002a, 4, là dove affermano che «What differentiates authority from power is the legitimacy of claims of authority». In questo senso, si può sostenere che il

richiamato, in ambito politico, per connotare l'autorità pubblica dello Stato<sup>53</sup>. Quest'ultima si caratterizza per le modalità pubbliche con cui si identifica il soggetto che riveste una posizione autoritativa («public way of identifying the persons whose utterances are to be taken as “authoritative”»<sup>54</sup>).

Tuttavia, più in generale, si può parlare propriamente di pretesa di legittimità e, quindi, di “autorità” quando le espressioni linguistiche di uno degli attori sono percepite dagli altri, anche limitatamente a un determinato ambito, come “autoritative”, nel senso di destinate a «indicare come ci si debba comportare o che cosa si debba credere o ritenere per vero, cioè [a] guidare con la modalità dell'obbligo i comportamenti o le credenze altrui»<sup>55</sup>. Tale situazione si determina al prodursi di due condizioni: *riconoscimento e consenso sociale* da parte degli attori soggetti all'autorità stessa<sup>56</sup>. Poiché entrambe le suddette condizioni possono riscontrarsi anche nei confronti di soggetti diversi da quelli pubblici, la letteratura più recente ha evidenziato la crescente importanza delle *autorità private*<sup>57</sup>, rilevando che oggi i decisori pubblici statali non sono più gli unici (e forse nemmeno i principali) attori a svolgere un ruolo latamente “autoritativo”, tanto in campo economico, quanto in quello politico. Infatti, nell'attuale fase di globalizzazione finanziaria, è sempre più necessario rimodellare questi paradigmi stato-centrici per dar conto del ruolo autoritativo del mercato e degli attori non-statali che fondano la loro pretesa di legittimità sul livello economico del discorso pubblico

concetto di autorità implica un certo grado di credenza normativa, da parte di uno degli attori della relazione di potere, che una data regola o norma *debba* essere obbedita. Una ricostruzione per certi versi analoga, dal punto di vista giuridico-politico, è fornita da RAZ 1979, 8 s., il quale sostiene che «the notion of legitimate authority is presupposed by that of effective authority. A person needs more than power (as influence) to have de facto authority».

<sup>53</sup> Cfr., ad esempio, CUTLER et al. 1999, 18.

<sup>54</sup> FRIEDMAN 1990, 64.

<sup>55</sup> VIOLA 2006, 918. Allo stesso modo, secondo SCHIAVELLO 2015, 51, l'autorità «è un particolare tipo di relazione tra individui in cui qualcuno indica a qualcun altro come deve comportarsi o cosa deve credere».

<sup>56</sup> HALL, BIERSTEKER 2002b, 204. Più specificamente, gli stessi autori affermano che «a growing number of actors – actors other than the state – appear to have taken on authoritative roles and functions in the international system. Many of these new actors have often been closely associated with the practices associated with the phenomenon of globalization. They include, but are not restricted to, the apparent authority exercised by global market forces, by private market institutions engaged in the setting of international standards, by human rights and environmental non-governmental organizations, by transnational religious movements, and even by mafias and mercenary armies in some instances» (HALL, BIERSTEKER 2002a, 4). Dunque, secondo questa ricostruzione, sarebbe possibile distinguere almeno tre casi particolari nel *genus* delle autorità private: autorità del mercato (ad esempio, le agenzie di *rating*), autorità morali o religiose (ad esempio, la Chiesa cattolica) e autorità illecite (ad esempio, la criminalità organizzata transnazionale).

<sup>57</sup> Si veda, ad esempio, CUTLER et al. 1999, 18, secondo cui «Private authority can thus evoke a sense of legitimacy and achieve a high degree of acceptance through recognition by others of specific knowledge, expertise, and representational skills». Sul punto cfr. anche WATT 2016, 325 ss. Con particolare riferimento al ruolo autoritativo delle agenzie di *rating* cfr. ROUGHAN 2016.

(c.d. «market-based actors or institutions»<sup>58</sup>). Tra questi, le agenzie di *rating*. Queste ultime, sotto il profilo del *riconoscimento sociale*, da un lato, sono percepite come autorità nel discorso pubblico (e come tali vengono menzionate da ministri e rappresentanti di istituzioni internazionali) e, dall'altro, sono esplicitamente menzionate da leggi, regolamenti, accordi internazionali e contratti come parametro di valutazione dei titoli finanziari. Sotto il profilo del *consenso*, una prospettiva di questo tipo non appare *ex se* in contrasto con la sovranità dell'attore statale se si considera che il consenso, da parte del decisore sovrano, al soggetto cui si riconosce autorità può anche avvenire in forma implicita<sup>59</sup>. In tal senso, Hurd ha opportunamente rilevato che «[t]o the extent that a state accepts some international rule or body as legitimate, that rule or body becomes an “authority”»<sup>60</sup>.

Alcuni hanno parlato anche di posizione di “controllo”<sup>61</sup> o di “potere sociale”<sup>62</sup> da parte delle agenzie. A nostro avviso, al di là delle diverse denominazioni rinvenibili in dottrina, è importante chiarire che le agenzie non godono di alcun potere diretto nei confronti degli Stati. Come si vedrà a breve, sul piano *economico* la relazione di potere-soggezione si instaura, più propriamente, tra gli operatori finanziari (creditori) e gli Stati (debitori) in forza del rapporto di credito-debito tra essi sussistente. Mentre, sul piano normativo e *giuridico-politico*, l'impatto sul discorso pubblico è mediato dall'influenza che la loro posizione riesce a esercitare sul decisore politico e sull'opinione pubblica. Cionondimeno, le agenzie esplicano, in una certa misura, un “potere riflesso” per via dell'influenza che la loro valutazione ha sugli attori del discorso pubblico in genere e, in particolare, nei confronti delle scelte di investimento finanziario (le quali contribuiscono a determinare il grado di onerosità del ricorso al credito per gli Stati)<sup>63</sup>. In questo senso, i criteri per l'elaborazione dei *ratings* possono

<sup>58</sup> HALL, BIERSTEKER 2002a, 6.

<sup>59</sup> A riguardo, è stato incisivamente sostenuto che «States are often complicit in the creation of the market as authoritative. When state leaders proclaim that the “forces of the global market” give them little room for maneuver or independent policy choice, they are participating in the construction of the market as authoritative. They are not only ceding claims of authority to the market; they are creating the authority of the market» (HALL, BIERSTEKER 2002a, 6).

<sup>60</sup> HURD 1999, 381. Similmente, HALL, BIERSTEKER 2002a, 10 affermano che *non-state actors*, («such as enterprises, transnational social institutions, international organizations, and non-governmental organizations») stanno acquisendo crescente potere nell'economia politica internazionale, e di riflesso sul piano politico e sociale, e che «to the extent that their power is not challenged, they are implicitly legitimated as authoritative».

<sup>61</sup> Cfr., ad esempio, FRYDMAN 2013, 177.

<sup>62</sup> In proposito, si veda almeno la distinzione tra potere sociale e potere normativo: «Social power is the capacity to affect the interests of agents. Normative power is the capacity to affect their normative relations, such as their rights or duties» (GREEN 2000, 703).

<sup>63</sup> In tempi di crescita economica e di solide finanze pubbliche, questo tipo di potere riflesso si rivela sopito o blando in funzione della scarsa capacità di influenzare l'opinione pubblica e le procedure di *decision-making* statale. Lo stesso riacquisisce al contrario vigore nei momenti di crisi economica (quando verosimilmente maggiore sarebbe per lo Stato il bisogno di spesa in deficit per rilanciare l'economia) o ancor di più quando si tratti di una vera e propria “crisi del debito”, come quella che hanno recentemente attraversato alcuni Stati

essere percepiti dall'opinione pubblica quali vere e proprie norme che esprimono un modello di "buone politiche" richieste dal mercato finanziario agli Stati.

Infine, la bontà del modello, qui proposto, di comprensione delle relazioni tra Stati e agenzie di *rating* necessita di alcune precisazioni in ordine al tipo autorità che viene incarnato dalle agenzie.

Secondo una classificazione proposta da Raz<sup>64</sup>, si darebbero tre significati propri di autorità. Nel primo di essi, per "autorità" si intende il diritto di determinare regole destinate ad influenzare il comportamento di coloro i quali sono soggetti all'autorità. In questo senso, l'autorità «fornisce ragioni per agire; si tratta, dunque, di un'autorità pratica»<sup>65</sup>.

Un secondo significato di autorità fa riferimento al concetto di "autorità normativa", la quale corrisponde al «diritto, prodotto da un permesso, di fare qualcosa che altrimenti sarebbe proibita»<sup>66</sup>. In questa accezione, un'autorità è tale in quanto è stata autorizzata da una norma di competenza (*power-conferring rule*<sup>67</sup>) ad esercitare un determinato potere. Come sostenuto da Kelsen, «tale diritto o potere può venir conferito ad un individuo soltanto da un ordinamento normativo»<sup>68</sup>.

Infine, un ultimo significato fa riferimento alle "autorità epistemiche". Si tratta, in questo caso, di un'autorità che «fornisce ragioni per credere qualcosa»<sup>69</sup> e che corrisponde essenzialmente all'autorità "teoretica" dell'esperto e di chi abbia particolari competenze specialistiche<sup>70</sup>.

Per comprendere in quale di questi significati il termine "autorità" possa appropriatamente essere utilizzato a proposito del ruolo svolto dalle agenzie di *rating*, è preliminarmente necessario stabilire il rapporto di *relazione* cui il concetto di autorità fa inevitabilmente riferimento<sup>71</sup>. In questo senso, si può distinguere a seconda che si

dell'Eurozona. Proprio in questi momenti di crisi, questo "potere" indiretto delle agenzie può facilmente giungere a condizionare l'esito del discorso pubblico e, per il tramite dell'opinione pubblica, le scelte politiche, economiche e istituzionali degli Stati.

<sup>64</sup> RAZ 1990.

<sup>65</sup> SCHIAVELLO 2015, 51. Dello stesso autore cfr. anche SCHIAVELLO 2016, 70.

<sup>66</sup> SCHIAVELLO 2015, 51.

<sup>67</sup> Cfr. HART 1961, 79-99. In proposito, si veda anche PINO 2010, 94, secondo cui le norme di competenza sono quelle «norme che stabiliscono le condizioni alle quali possono essere prodotti atti giuridici validi: in particolare, le norme che conferiscono poteri stabiliscono a quali condizioni un soggetto può validamente istituire, modificare o estinguere posizioni soggettive altrui (o eventualmente anche proprie)».

<sup>68</sup> KELSEN 1945, 389.

<sup>69</sup> Si veda SCHIAVELLO 2016, 70, il quale precisa che «l'autorità di emanare regole di condotta [...] può essere collegata all'autorità epistemica».

<sup>70</sup> Si veda, ad esempio, SCHIAVELLO 2015, 51, secondo il quale, in questo senso, «ha autorità l'esperto che, in quanto tale, è in grado di garantire l'affidabilità di certe informazioni sulla realtà. Lo storico dell'arte che certifica l'autenticità di un dipinto, ha autorità in questa accezione».

<sup>71</sup> Sul punto, si veda *ex multis* STOPPINO 1976, 63, per il quale l'autorità, considerata come una specie del potere, può essere definita come «un rapporto di potere stabilizzato o istituzionalizzato nel quale i sottoposti» prestano «(almeno entro certi limiti) un'obbedienza incondizionata». In senso analogo, si veda HALL, BIERSTEKER 2002a, 5: «There is an implicit social relationship between those who claim or

tratti dell'ambito economico del discorso pubblico o di quello politico.

Nel primo caso, si ricordi che le agenzie sono il soggetto *che valuta* (i titoli sovrani), gli operatori del mercato finanziario sono il soggetto *che decide* (su quali titoli investire), gli Stati sono il soggetto *valutato*. Si possono, perciò, esaminare due coppie relazionali: agenzie di *rating*/operatori del mercato finanziario e agenzie di *rating*/Stati emittenti titoli di debito sul mercato. In entrambe le coppie le agenzie possono essere accostate alle categorie delle autorità epistemiche. Esse *forniscono ragioni* affinché gli investitori *credano* che un determinato titolo abbia una determinata affidabilità o un determinato livello di rischio. Nella seconda coppia, le agenzie *forniscono ragioni* affinché gli Stati *credano* che determinate politiche (individuate nei criteri per l'elaborazione del *rating* o negli *outlooks*, ad esempio) possano determinare una maggiore o minore attrattività dei titoli sovrani e, dunque, una maggiore o minore onerosità del ricorso all'emissione di titoli di debito pubblico.

Con riferimento all'ambito politico del discorso pubblico, si aggiunge una terza coppia relazionale: agenzie di *rating*/opinione pubblica. In questo contesto relazionale, le agenzie forniscono all'opinione pubblica ragioni e argomenti per credere che l'adozione di determinate politiche da parte del "decisore politico" istituzionale sortiranno un determinato effetto sulla capacità dello Stato di potersi finanziare sul mercato e di ottenere una determinata "pagella di buona reputazione".

Dunque, è evidente che, se si vuole esprimere in termini di autorità la relazione tra le agenzie e gli altri attori del discorso pubblico, si deve far riferimento alla nozione di autorità epistemica. Infatti, quando le agenzie presentano agli investitori, agli Stati e all'opinione pubblica le proprie valutazioni sul merito di credito (in base a certi criteri, peraltro resi pubblici) "forniscono ragioni per credere", in virtù delle particolari e specialistiche competenze tecniche dei loro analisti, che il titolo emesso da quel dato emittente sovrano ha una certa affidabilità.

Come accennato in precedenza, le agenzie svolgono questo tipo di ruolo nel discorso pubblico per via della particolare congiuntura di condizioni *de jure* e *de facto* che esamineremo nel prossimo sottoparagrafo.

### 3.2. *Ragioni de facto e de jure*

Le agenzie di *rating* sono percepite come autorità *epistemiche* nel mercato finanziario per via di considerazioni di carattere *giuridico* e *fattuale*.

Partiamo dagli aspetti giuridici. La capacità di influenzare (o, talvolta, determinare) la facilità di accesso al credito da parte degli Stati è *de jure* attribuita da

*exercise authority and those who are subject to, or recognize, authority». Ancor più esplicitamente, è stato sostenuto che «L'Autorità [...] è necessariamente una relazione (fra agente e paziente): è un fenomeno essenzialmente sociale (e non individuale); perché vi sia Autorità bisogna essere almeno in due» (KOJÈVE 2004, 20). Cfr. anche SCHIAVELLO 2015.*

alcune norme giuridiche (anche di carattere pubblicistico), di cui alcune molto risalenti. Già dagli anni Trenta il *rating* è presente nella regolamentazione statunitense: si tratta, prevalentemente, di norme volte a stabilire restrizioni d'investimento per alcune categorie di investitori quali banche d'investimento e fondi pensione. In particolare, vi sono casi in cui tali soggetti possono investire soltanto in strumenti c.d. *investment grade*<sup>72</sup> ed altri in cui, pur essendo loro consentito di investire in strumenti non qualificati come *investment grade*, o possono investire solo una minima parte del loro capitale o sono obbligati all'accantonamento di somme extra a fini prudenziali<sup>73</sup>. In Europa la situazione era molto simile sino all'intervento della direttiva UE n. 14/2013, la quale mira a limitare l'utilizzo meccanico e automatico del *rating* nelle scelte di investimento di enti pensionistici aziendali e professionali, e in generale di tutti i fondi pensione, e anche di gestori di organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e di fondi di investimento alternativi (FIA)<sup>74</sup>. Ancora in Europa, il riferimento al *rating* è stato utilizzato in diverse comunicazioni della Commissione Europea relative all'applicazione degli artt. 87 e 88 del trattato CE, per determinare se una garanzia o un finanziamento prestato da uno stato membro ad un'impresa nazionale costituisca un aiuto di stato<sup>75</sup>. A livello internazionale, è opportuno ricordare il già menzionato accordo di Basilea II come momento di consacrazione globale delle agenzie. La previsione normativa riguarda il metodo di calcolo del patrimonio di vigilanza delle banche: non più una percentuale determinata *a priori*<sup>76</sup>, bensì ancorata al grado di rischio dei debitori con cui le banche intrattengono rapporti. Tale grado di rischiosità è valutato in base alla probabilità attesa di *default*, per la cui determinazione lo strumento principale è, appunto, il *rating*. Un ampio utilizzo del *rating* può essere riscontrato anche in numerosi contratti: per esempio sotto forma di particolari clausole denominate *rating triggers*. Queste ultime sono molto diffuse nella prassi dei contratti di finanziamento e prevedono che, qualora il merito di credito dell'emittente scenda al di sotto di una predeterminata soglia di *rating* (attribuito da una o più agenzie individuate nel contratto), spetta ai creditori, al fine di tutelare le proprie pretese, il diritto di imporre all'emittente determinate azioni (come, per esempio, l'anticipazione del pagamento, l'aumento del tasso di interesse etc.)<sup>77</sup>.

Per quanto riguarda, invece, le condizioni *de facto*, l'autorità delle agenzie risiede in una particolare combinazione di fattori di carattere economico e giuridico che

<sup>72</sup> Al di sopra della soglia BBB- per S&P, Baa3 per Moody's, BBB per Fitch.

<sup>73</sup> FERRI, LACITIGNOLA 2009, 163.

<sup>74</sup> Cfr. Direttiva UE n. 14/2013. La direttiva è stata recepita in Italia con d.lgs. 66/2015.

<sup>75</sup> Comunicazione della Commissione Europea n. 155/2008, pp. 10-22; Comunicazione della Commissione Europea n. 14/2008, pp. 6-9.

<sup>76</sup> Il precedente accordo di Basilea (1988) prevedeva l'accantonamento a patrimonio di vigilanza dell'8%.

<sup>77</sup> Per la definizione di *rating trigger* cfr. PARMEGGIANI 2013, 428. Per una classificazione dei tipi più diffusi di *triggers* cfr. PARMEGGIANI 2013, 430.

caratterizza l'attuale fase della globalizzazione<sup>78</sup>. In primo luogo, un presupposto fondamentale per il rafforzarsi del ruolo delle agenzie di *rating* è dato dall'attuale fase di "finanziarizzazione dell'economia". Quest'ultima formula fa riferimento al *trend* in atto di drenaggio di capitali dall'economia reale a quella finanziaria, per il quale mentre il PIL mondiale è raddoppiato negli ultimi dieci anni, attestandosi a poco più di 75 mila miliardi di dollari, il volume delle transazioni finanziarie è triplicato, raggiungendo la più che ragguardevole cifra di un milione di miliardi di dollari<sup>79</sup>. Ciò, di per sé, accresce notevolmente l'impatto delle decisioni degli operatori del mercato finanziario sull'economia in genere e con esso la rilevanza delle agenzie di *rating*. L'effetto risulta, per altro verso, amplificato dalla composizione di tale volume di transazioni finanziarie: una parte relativamente piccola del milione di miliardi complessivo è data dalla compravendita di strumenti finanziari primari, mentre il 70% circa è costituito da titoli derivati (ossia, oltre 700 mila miliardi di dollari)<sup>80</sup>. Sia i titoli derivati<sup>81</sup> sia alcune particolari categorie di titoli primari sono in genere abbastanza complessi<sup>82</sup> e difficilmente maneggiabili da un investitore non professionale, così che il ricorso a strumenti di valutazione altrettanto complessi – che siano allo stesso tempo di facile intelligibilità (come quelli proposti dalle agenzie di *rating*) – diventa (quasi) imprescindibile al fine di orientare le scelte di investimento. Questa particolare condizione di complessità e pervasività del mercato finanziario è, a sua volta, frutto del noto fenomeno di deregolamentazione del mercato finanziario<sup>83</sup>, attuato con particolare intensità a cominciare dagli anni Ottanta, in coincidenza con la cosiddetta "svolta neoliberista". Infine, un ultimo fattore *de facto* che rafforza la

<sup>78</sup> Si veda, ad esempio, LEWKOWICZ 2013, 190, secondo il quale il potere detenuto dalle agenzie nei confronti degli Stati, è «le résultat d'un contexte particulier, marqué par le mouvement mondial de dérégulation financière et de désintermédiation bancaire, qui détermine une logique d'ensemble».

<sup>79</sup> Questi dati sono aggiornati all'inizio del 2015 e tratti da PANARA 2015.

<sup>80</sup> Questi dati sono aggiornati all'inizio del 2015 e tratti da PANARA 2015.

<sup>81</sup> I derivati sono «sono contratti il cui valore dipende dall'andamento di una o più variabili (il "sottostante"): tassi di interesse, azioni o indici azionari, merci, tassi di cambio» (SIGNORINI 2015, 3). Sebbene siano stati concepiti per finalità di copertura dei rischi, negli ultimi decenni del Novecento «la funzione di riduzione del rischio per cui i derivati erano nati è divenuta relativamente marginale rispetto a quella speculativa» (GALLINO 2011, 60). Il potenziale insidioso dell'enorme ammontare di derivati (con funzione speculativa) in circolazione si è palesato in occasione dell'esplosione della crisi iniziata nel 2007/2008: sul massiccio ricorso alla finanza derivata come causa della crisi, si vedano, ad esempio, D'ORLANDO 2012, 32-36 e GALLINO 2011, 60 s. e 64-67.

<sup>82</sup> I titoli primari sono contratti che regolano direttamente i trasferimenti di moneta o di denaro. Per quanto riguarda i titoli primari, esempi di strumenti particolarmente diffusi e complessi sono le Cdo (*Collateral Debt Obligations*: obbligazioni che hanno per collaterale un debito). Si tratta di strumenti finanziari costituiti non da un singolo titolo, bensì da un insieme eterogeneo di titoli diversi: da alcune centinaia (i c.d. *Assets Backed Securities*, i quali, peraltro, sono già titoli composti che raggruppano un centinaio di singoli debiti di un determinato tipo), nel caso di Cdo "semplici", a svariate migliaia di titoli nel caso Cdo "al quadrato" (Cdo formate da altre Cdo). L'estrema numerosità ed eterogeneità dei titoli in esse contenuti, com'è ovvio, rende difficilissimo il calcolo del profilo di rischio del titolo "contenitore" (cfr. GALLINO 2011, 62-64).

<sup>83</sup> A riguardo cfr., *ex multis*, D'ORLANDO 2012, 22-24 e 32-36 e DI GASPARE 2011, 28-31 e 121 ss.

posizione di autorità epistemica delle agenzie di *rating* nella valutazione dei debiti sovrani è proprio l'enorme ammontare di questi (circa 60 miliardi di dollari) rispetto al volume complessivo dell'economia reale mondiale. Infatti, considerando che il debito pubblico raggiunge quasi un'annualità del PIL mondiale, si potrebbe dire che le stesse politiche economiche degli Stati sono fondate in larga parte sul ricorso all'indebitamento. Se a ciò si aggiunge il debito detenuto a livello mondiale dalle famiglie, dalle imprese e dagli operatori del mercato finanziario, il debito mondiale complessivo raggiunge le tre annualità del PIL mondiale. Per tali ragioni, in un'economia fondata sul debito, pare del tutto ragionevole che gli Stati percepiscano *de facto* come un'autorità le agenzie di *rating*, in ragione del loro potere di influenzare (o, talvolta, determinare) le scelte di investimento attraverso le loro valutazioni sul "merito di credito". In questo senso, come si chiarirà meglio nel paragrafo successivo, i *ratings* sovrani formulati dalle agenzie esplicano l'*effetto* normativo di fissare un "codice globale di buona condotta del debitore", anche laddove quest'ultimo sia un ente sovrano (*superiorem non recognoscens*).

#### 4. Effetti normativi e sanzionatori dei sovereign ratings

In virtù della loro posizione autoritativa, le agenzie di *rating* sono capaci di esplicitare effetti normativi (§ 4.1) e sanzionatori (§ 4.2) nei confronti degli Stati attraverso l'influenza che le stesse esercitano sulle scelte degli altri attori del discorso pubblico, come gli operatori finanziari e l'opinione pubblica. Questo tipo di posizione di "controllo"<sup>84</sup> ricoperta dalle agenzie di *rating*, infatti, è strettamente legata alle condizioni *de facto* e *de jure* innanzi esposte e agli effetti che le valutazioni delle agenzie (in particolare sui titoli sovrani) effettivamente esplicano nel mercato finanziario globale. Tali effetti, in relazione agli Stati valutati, sono essenzialmente di tre tipi.

*In primis*, il solo fatto di assegnare un *rating* ad uno Stato sovrano equivale a riconoscere lo Stato in questione come membro di quella comunità che corrisponde al mercato finanziario globale. Questo primo effetto del *rating* potrebbe essere chiamato "di *membership*" o "di riconoscimento"<sup>85</sup>, ed è, ad esempio, evidenziabile nel caso del *rating* egiziano menzionato in apertura di paragrafo.

In secondo luogo, le agenzie di *rating* assolvono al loro compito principale: valutare la «volontà e capacità di un governo di onorare il proprio debito alla scadenza stabilita e in maniera integrale»<sup>86</sup>.

<sup>84</sup> Così, ad esempio, FRYDMAN 2013, 176.

<sup>85</sup> Naturalmente questo effetto è limitato esclusivamente al campo di relazioni economico-finanziario, in quanto questa stessa funzione di riconoscimento in campo politico compete agli stessi Stati sovrani, secondo le norme del diritto internazionale.

<sup>86</sup> STANDARD AND POOR'S 2014b, 2.

Nel far ciò, esse finiscono per esplicitare degli effetti normativi nei confronti degli Stati in ambito economico, istituzionale, fiscale etc. Infatti, ogni *rating* produce naturalmente in chi è valutato un certo grado di conformità rispetto ai criteri in base ai quali la valutazione stessa è elaborata<sup>87</sup>.

In terzo luogo, l'autorità delle agenzie include anche il compito di sorvegliare il rispetto delle direttive (o delle "regole" per usare le parole del già citato rappresentante dell'FMI in Egitto) da esse stesse elaborate. Infatti, qualora queste ultime non siano rispettate da uno Stato, le agenzie di *rating* possono "sanzionare" il comportamento attraverso un *downgrade* o un *outlook negativo* (quest'ultimo può essere visto come una sorta di ammonizione agli Stati "trasgressori"). È questo un effetto sanzionatorio che le agenzie di *rating* determinano, per lo più, indirettamente, in virtù della forte influenza che le stesse esercitano sulle scelte d'investimento. In altri termini, potremmo dire che con un *downgrade* le agenzie "comminano una sanzione" i cui effetti negativi sullo Stato destinatario del declassamento si determinano in forma automatica o mediata.

Nei prossimi due sottoparagrafi, si analizzeranno più approfonditamente queste ultime tipologie di effetti.

#### 4.1. Effetti normativi

Per poter compiutamente sostenere che l'operato delle agenzie di *rating* produce degli effetti normativi, è opportuno effettuare alcune precisazioni di carattere teorico e preliminare su alcuni concetti fondamentali, a cominciare da quello di "norma". La letteratura in materia è quanto mai ampia; pertanto si procederà ad un'esposizione inevitabilmente selettiva funzionale ad una miglior comprensione del fenomeno.

Partendo da una definizione di massima, per "norma" si può intendere «il significato di un enunciato [la disposizione] in funzione prescrittiva»<sup>88</sup>. Occorre evidenziare che, in questa prima definizione, il termine prescrittività è usato in senso "debole", come prerogativa di un sistema volto a influire sui comportamenti dei soggetti parte del sistema in questione, non essendo necessario, dunque, che i singoli enunciati che ne fanno parte siano essi stessi "genuinamente" prescrittivi (o prescrittivi in senso "forte"). In tal senso, ciò che rileva è la possibilità di formulare *qualsiasi* norma attraverso la proposizione condizionale "se F allora C", dove F rappresenta la fattispecie e C la conseguenza che vi si ricollega: tale conseguenza non necessariamente consiste in una modalità deontica di obbligo o divieto<sup>89</sup>. È proprio la presenza di quest'ultima, infatti, a permettere, con la concorrenza

<sup>87</sup> Sulla "reattività sociale" ai criteri di valutazione, si veda in particolare ESPELAND, SAUDER 2007. Lo stesso aspetto è posto in rilievo anche in LEWKOWICZ 2013, 196.

<sup>88</sup> PINO 2013, 157.

<sup>89</sup> Cfr. PINO 2013, 160-164.

degli ulteriori requisiti che stiamo per vedere, la qualificazione di una norma prescrittiva “in senso forte” come tale. Le altre caratteristiche sono: la produzione con atto normativo intenzionale; la statuizione espressa mediante una formulazione autoritativa, generalmente scritta; la descrizione della fattispecie come un insieme di fatti o uno stato di cose determinato; la previsione di una sanzione in caso di trasgressione<sup>90</sup>.

Rispetto alla breve ricostruzione tratteggiata sulla norma in generale, si può intanto osservare che anche i criteri delle agenzie di *rating* sono formulabili sotto forma di proposizione condizionale, dove F è rappresentato da “adozione di misura y/rispetto di parametro z” e C da “punteggio x”. Inoltre, il sistema che abbiamo ricostruito attraverso i due campi di relazione, pur non essendovi specificamente finalizzato, appare *di fatto* idoneo ad influire direttamente sui comportamenti e sulle scelte degli investitori e, per il tramite di questi, sui comportamenti e sulle scelte degli Stati (quando ciò non avvenga pure automaticamente per effetto, ad esempio, di previsioni normative positive che contemplino il *rating* come strumento regolamentare): ciò spiega la scelta di riferirsi specificamente ad *effetti* normativi, tenendo, quindi, distinto l’aspetto strettamente teleologico.

D’altra parte, per quanto riguarda il *tipo* di norma, i criteri adottati dalle agenzie non sembrano diretti a determinare la volontà del destinatario attraverso un obbligo o un divieto, come nel caso delle prescrizioni in senso forte. Essi, piuttosto, si limitano ad indicare agli Stati un mezzo (misura x/parametro y) per arrivare a un fine (punteggio x): non sono diretti a indirizzarne la volontà, ma a render loro noto che essa è condizionata. Proposizioni di questo tipo sono definite da von Wright “norme tecniche”<sup>91</sup> e sono composte, nella struttura, dalla menzione della volontà del destinatario e dalla condizione a cui è subordinata la sua realizzazione<sup>92</sup>: nel nostro caso, la formulazione sarebbe “se si vuole avere il punteggio x, adottare misura y/rispettare parametro z”. Ogni norma tecnica è logicamente collegata ad un’asserzione anankastica, ossia un asserto descrittivo che indica che «qualcosa [il mezzo] è (o non è) una condizione necessaria per qualcos’altro [il fine]»<sup>93</sup>. Come si vedrà a breve, le agenzie possono affermare, per esempio, sotto forma di proposizione anankastica che una bassa spesa pubblica su pensioni e sanità o la capacità e volontà di accrescere le entrate attraverso aumenti delle aliquote fiscali, etc. sono (tra le altre) condizioni necessarie per (concorrere a) ottenere un buon *rating*. La relativa norma tecnica seguirà, dunque, la formulazione “se si vuole avere un buon *rating*, si deve ridurre la spesa per pensioni e sanità, alzare le aliquote fiscali, etc.”<sup>94</sup>.

<sup>90</sup> Cfr. PINO 2013, 165 s.

<sup>91</sup> Cfr. VON WRIGHT 1963, 9.

<sup>92</sup> Sul punto cfr. anche NINO 1980, 59.

<sup>93</sup> VON WRIGHT 1963, 10.

<sup>94</sup> Non mancano, comunque, opinioni divergenti da quella di von Wright secondo cui non vi è alcuna differenza sostanziale tra asserzioni anankastiche e norme tecniche poiché queste ultime sono da

A ben vedere, in determinate condizioni, dette norme possono presentare delle similitudini anche con la categoria delle norme genuinamente prescrittive. Infatti, la necessità per lo Stato di ottenere un buon *rating* varia in funzione di due fattori: capacità delle agenzie di influenzare gli attori del discorso pubblico (in particolare, investitori e opinione pubblica) e fabbisogno finanziario dello Stato in questione. Per quanto riguarda il primo fattore, per le condizioni *de facto* e *de jure* esaminate precedentemente, si riscontra attualmente un alto grado di legittimazione delle agenzie come autorità epistemiche e, di conseguenza, un'alta capacità delle agenzie di influenzare gli altri attori del discorso pubblico e, in particolare, gli investitori. Per quanto riguarda il fabbisogno finanziario, esso varia da Stato a Stato in base all'esposizione debitoria dello stesso e alla sostenibilità del proprio debito (anche in relazione al suo andamento economico). In altri termini, è evidente che l'impatto, in termini di effetti normativi dei criteri per l'elaborazione dei *ratings* sovrani, risulterà amplificato in un'economia debole (ad esempio, quella della Grecia), mentre risulterà piuttosto ridotto in un'economia più solida (come, ad esempio, quella tedesca). Dunque, se, da una parte, è vero che agli Stati non viene imposto o vietato un certo comportamento, dall'altra, l'effetto di conformità deriva dal fatto che, nelle condizioni attuali e, in particolare per i Paesi con economie relativamente deboli, l'ipotesi "se si vuole il (buon) punteggio x" risulta essere una via quasi obbligata e, di conseguenza la condizione "adottare misura y/rispettare parametro z" diventa pressoché necessaria.

Infatti, al discostarsi da parte di uno Stato dai criteri adottati dalle agenzie può conseguire il *downgrade*. Quest'ultimo, come si vedrà più analiticamente nel successivo paragrafo, per gli effetti nefasti che produce (soprattutto) sulle economie nazionali meno solide, rappresenta un vero e proprio spettro, una minaccia incombente capace allo stesso tempo di ridurre le possibilità di finanziamento e accrescere contestualmente il costo del debito pubblico: si sosterrà, attraverso un percorso argomentativo che sarà esposto poco più avanti (vedi *infra*, § 4.2), che il *downgrade* produce un "effetto sanzionatorio" per lo Stato che lo subisce. Dunque, è in questo senso che gli Stati "devono" (in un senso che si avvicina a quello prescrittivo) conformarsi ai criteri politici, economici e istituzionali (pro)posti dalle agenzie. Per tutte queste ragioni, la definizione che ci appare più appropriata per i criteri formulati dalle agenzie di *rating* è quella di "norme tecniche a carattere para-prescrittivo".

#### 4.1.1. *Fattori quantitativi e criteri qualitativi nei ratings sovrani: discrezionalità tra matematica e politica*

Del contenuto di tali norme si è già parlato, seppur genericamente, nel § 2.3.1, dove si è descritta sinteticamente la metodologia utilizzata da S&P per arrivare all'emis-

sione del *rating* attraverso la combinazione di diversi punteggi attribuiti a cinque fattori chiave. Nella valutazione di ciascun fattore chiave, si tiene conto di ulteriori sub-fattori. Proprio da essi, dunque, si ricavano le norme che lo Stato deve di volta in volta rispettare per non rimanere escluso dal mercato obbligazionario e, quindi, dalla possibilità di finanziarsi. È attraverso alcuni esempi sui fattori rilevanti ai fini del calcolo del *rating*, pertanto, che sarà possibile avere un'idea del contenuto delle norme in questione.

Tuttavia, non tutti i sub-fattori hanno carattere latamente normativo. Infatti, come precisato dalla stessa S&P, ogni fattore «is based on a series of quantitative factors and qualitative considerations»<sup>95</sup> ed è solo per queste “considerazioni qualitative” che è dato rinvenire criteri di valutazione delle politiche degli Stati. Più precisamente, «Some factors, such as the robustness of political institutions, are primarily qualitative, while others – such as those relating to the real economy, debt, and external liquidity – use mostly quantitative indicators»<sup>96</sup>.

I fattori “quantitativi” si rivelano piuttosto avulsi dal linguaggio propriamente normativo. Essi si limitano, infatti, a calcolare ed aggregare in forma descrittiva dati (numerici) inerenti alle performance degli Stati concernenti i profili esaminati. Tra i cinque fattori considerati dalle agenzie per la valutazione sui titoli sovrani, tre sono basati principalmente su criteri quantitativi e, dunque, su parametri e indici essenzialmente oggettivi. Gli stessi assumono come un dato le politiche commerciali, fiscali e monetarie attuate dagli Stati e ne misurano gli effetti “a valle”, le performance, in base a determinati indici. Un esempio, emblematico di fattore chiave calcolato su base essenzialmente quantitativa è l'*economic assessment*. Infatti, il punteggio iniziale di quest'ultimo è calcolato in base ad un unico criterio: il livello di reddito, misurato in PIL pro capite<sup>97</sup>. Questo punteggio base dell'*economic assessment* può ricevere in seguito un aggiustamento positivo o negativo (fino a due categorie) in relazione alle prospettive di crescita economica<sup>98</sup> e alla sua concentrazione e volatilità<sup>99</sup>. Tutti questi criteri sono in qualche modo

<sup>95</sup> STANDARD AND POOR'S 2014c, 4. Cfr. anche VERNAZZA, NIELSEN 2015, in cui si distingue tra “componente oggettiva” e “componente soggettiva” relativamente ai criteri adottati dalle tre principali agenzie.

<sup>96</sup> STANDARD AND POOR'S 2014c, 9.

<sup>97</sup> STANDARD AND POOR'S 2014c, 13 s.: «We derive an initial assessment based on a country's income level, as measured by its GDP per capita», poiché «With higher GDP per capita, a country has broader potential tax and funding bases upon which to draw, which generally support creditworthiness».

<sup>98</sup> L'aggiustamento in base alle prospettive di crescita economica si basa su parametri altrettanto quantitativi e relativamente oggettivi, comunque legati alla misurazione del PIL in un determinato arco temporale: «A sovereign's economic assessment is one category worse or better than the initial assessment when its growth prospects are well below or above those of sovereigns in the same GDP per capita category. The key measure of economic growth is real per capita GDP trend growth» (STANDARD AND POOR'S 2014c, 16).

<sup>99</sup> Anche l'aggiustamento operato in base alla volatilità e concentrazione della crescita economica viene calcolato in base a fattori essenzialmente quantitativi: «a sovereign's economic assessment would be one category worse if it carried significant exposure to a single cyclical industry (typically accounting for

dati sulla prestazione economica di un determinato Stato sovrano, calcoli aritmetici che forniscono una rappresentazione in termini *descrittivi* di un certo stato delle cose. Un fattore come l'*economic assessment* non valuta le politiche adottate “a monte” da un determinato Stato, bensì valuta quali effetti “a valle” esse hanno prodotto in termini di determinati indici numerici (come il PIL).

Al contrario, due dei cinque fattori chiave (in particolare, *institutional assessment* e *fiscal flexibility*) si determinano essenzialmente sulla base di *valutazioni* di carattere qualitativo. In criteri di questo tipo, le politiche adottate sono oggetto diretto della valutazione (“a monte”). In altri termini, le politiche (in quanto tali) ricevono una sorta di “pagella” che rispecchia la minore o maggiore *conformità* ad uno *standard* predeterminato (e in una qualche misura discrezionale) di buona “flessibilità fiscale” e di *market-friendliness* dell’“assetto istituzionale”. È proprio in ciò che risiede l’effetto normativo prodotto dalle agenzie, intese quale *standard setters*: gli Stati hanno più o meno possibilità di accedere al credito sul mercato finanziario globale in base alla loro “capacity and willingness” di adeguarsi a determinati “modelli di comportamento” fissati dalle agenzie. Questi criteri di carattere qualitativo coinvolgono, infatti, valutazioni, considerazioni e scelte di carattere eminentemente politico, proprio perché sono le politiche stesse (e non i loro effetti a valle) a essere valutate in base a norme *tecniche* del tipo “se lo Stato vuole ottenere il fine X e dunque il *rating* xxx, deve mettere in atto la politica Y” (a volte riformulate e presentate come le proposizioni anankastiche sottese).

Per quanto riguarda il metodo di determinazione del *punteggio politico* (*institutional assessment*), S&P spiega che essa si snoda attraverso due fasi: l’analisi di un fattore primario ed uno secondario (che aggiunge al primo informazioni addizionali) mediante una tabella che indica per ciascun punteggio (da 1 a 6) le caratteristiche attese in relazione a ciascun fattore<sup>100</sup>. L’agenzia precisa che «the assessment of these factors relies mostly on our qualitative analysis, which may be informed by external sources such as the World Bank or the IMF»<sup>101</sup>. Per ragioni di economia espositiva, ci soffermeremo solo sul fattore primario<sup>102</sup>, ed in particolare su uno dei quattro elementi che concorrono alla sua determinazione. Il fattore primario è individuato nella «effectiveness, stability, and predictability of policymaking, political institutions, and civil society»<sup>103</sup> e uno degli elementi determinanti alla sua valuta-

more than about 20% of GDP) or if its economic activity were vulnerable due to constant exposure to natural disasters or adverse weather conditions» (STANDARD AND POOR’S 2014C, 17).

<sup>100</sup> Il punteggio risultante può, eventualmente, subire correzioni al ribasso se interviene uno dei due fattori di aggiustamento previsti, o entrambi.

<sup>101</sup> STANDARD AND POOR’S 2014C, 11.

<sup>102</sup> Per completezza, si fa menzione degli altri tre: il fattore secondario è identificato nella «transparency and accountability of institutions, data, and processes as well as the coverage and reliability of statistical information»; i due fattori di aggiustamento eventuali sono «sovereign’s debt payment culture» e «external security risks» (cfr. STANDARD AND POOR’S 2014C, 9).

<sup>103</sup> STANDARD AND POOR’S 2014C, 12.

zione concerne «la storia del Paese nel gestire le passate crisi politiche, economiche e finanziarie, nel mantenere una legislazione prudente e nel guidare una crescita economica bilanciata»<sup>104</sup>. Tutto ciò comporta, secondo S&P, «la puntuale realizzazione di varie riforme (come ad esempio sulla sanità o sulle pensioni, per garantire la sostenibilità delle finanze nel settore pubblico nel lungo periodo), una gestione prudente della politica monetaria, e una gestione efficace delle pressioni esterne»<sup>105</sup>. Secondo quanto risulta dalla relativa tabella, ottiene il punteggio massimo (1) lo Stato che dimostra, tra le altre cose, di avere «capacità e volontà di attuare riforme che assicurino finanze pubbliche sostenibili e una crescita economica nel lungo periodo»<sup>106</sup> e «alta probabilità che le istituzioni e le politiche rimarranno stabili nel tempo assicurando la prevedibilità delle risposte alle future crisi»<sup>107</sup>. Il punteggio scende a 2 se il governo dimostra «minore capacità di attuare riforme a causa di un processo decisionale lento o complesso»<sup>108</sup> o sono in atto «cambiamenti nel panorama politico o nel quadro istituzionale, i quali comportano incertezze sulla capacità di sostenere una crescita economica stabilmente nel lungo periodo»<sup>109</sup>. La valutazione sfiora il minimo quando il governo effettua delle «scelte politiche che probabilmente ridurranno la capacità e la volontà di mantenere finanze pubbliche sostenibili»<sup>110</sup>. Come si denota dall'analisi di questo criterio inserito nell'*institutional assessment*, i punteggi assegnati nei *ratings* sovrani dipendono dal grado di aderenza da parte degli Stati ai “modelli del buon debitore” elaborati dalle agenzie anche individuando delle politiche ben precise (come le riforme su pensioni e sanità) che gli Stati devono attuare per avere un buon punteggio.

Ad analoghe conclusioni si può pervenire scandagliando il metodo di attribuzione del punteggio fiscale. L'analisi è suddivisa in due segmenti separatamente valutati (*fiscal performance and flexibility* e *debt burden*), la cui media costituisce il punteggio finale. La scelta di soffermarsi, qui di seguito, sulla *fiscal performance and flexibility* è motivata dalla più marcata presenza, in questo segmento di valutazione, di fattori qualitativi. Ad un punteggio iniziale ottenuto tramite un calcolo che tiene in considerazione il PIL, infatti, vengono applicate delle correzioni al rialzo o al ribasso (fino a due punti) sulla base di una serie di fattori *primarily qualitative*<sup>111</sup>. Ottiene una correzione al rialzo lo Stato che, per esempio, dimostra una «maggiore capacità e volontà di accrescere le entrate attraverso aumenti delle aliquote fiscali, nella copertura fiscale o mediante la vendita di cespiti nel breve

<sup>104</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 12 (traduzione nostra).

<sup>105</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 12 (traduzione nostra).

<sup>106</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 10 (traduzione nostra).

<sup>107</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 10 (traduzione nostra).

<sup>108</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 10 (traduzione nostra).

<sup>109</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 10 (traduzione nostra).

<sup>110</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 11 (traduzione nostra).

<sup>111</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 26.

termine (generalmente a partire da circa il 3% del PIL), rispetto a governi di Paesi con un livello di sviluppo simile»<sup>112</sup>. S&P spiega che la stima riguarda i due fronti su cui il governo può agire: la *revenue flexibility* e la *expenditure flexibility*. La prima è una valutazione qualitativa che si basa «on the government's policy or track record, but also taking into account potential constitutional, political, or administrative difficulties, as well as potential economic or social consequences of such measures»<sup>113</sup>. La seconda viene determinata avendo riguardo a «the level and trend of public-sector wages and entitlement expenditures (pensions and health care), the mix of operating and capital expenditures, and the government's track record and policy with regard to implementing expenditure cuts when needed»<sup>114</sup>. Il punteggio iniziale sarà corretto, invece, al ribasso quando il Paese ha una carenza nei servizi basilari per la popolazione e nelle infrastrutture tale da far prevedere delle spese per un lungo periodo di tempo o quando affronta delle spese *age-related*, come ad esempio per pensioni e sanità<sup>115</sup>.

Le scelte politiche oggetto di valutazione negli esempi esposti sono, dunque, varie ed eterogenee: dall'assetto istituzionale al *welfare*, dall'"efficienza" delle procedure legislative alla pressione fiscale.

Grazie a uno studio statistico che coinvolge 138 Stati valutati dalle tre grandi, possono ottenersi delle informazioni aggiuntive su quali siano le scelte preferite dalle agenzie in termini di politiche economiche e commerciali. Lo studio ha per oggetto i *rating announcements*<sup>116</sup> pubblicati da queste ultime, ossia dichiarazioni in cui vengono spiegate le motivazioni che hanno condotto a eventuali cambiamenti nella valutazione di un determinato Stato e/o fornite indicazioni in merito alle politiche future che possono influire su tali cambiamenti. Il periodo preso in considerazione ai fini dell'indagine va dal 1995 al 2011 per Moody's e Standards & Poor's, mentre Fitch Ratings ha iniziato a pubblicare i propri annunci dal 1999. In quest'arco di tempo, gli *announcements* pubblicati, e quindi i relativi *ratings* emessi, sono stati 1223. In 450 dei 1223 *announcements* vengono espressi 647 giudizi che menzionano l'attuazione di una specifica politica economica: le politiche menzionate più frequentemente sono privatizzazione e deregolamentazione, seguite dall'abbattimento delle barriere commerciali, liberalizzazione degli IDE<sup>117</sup> e liberalizzazione

<sup>112</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 26.

<sup>113</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 26.

<sup>114</sup> STANDARD AND POOR'S 2014C, 26.

<sup>115</sup> Cfr. STANDARD AND POOR'S 2014C, 27.

<sup>116</sup> Dalla metà degli anni '90 le agenzie hanno pubblicato un annuncio per ogni *upgrade/downgrade* di un *rating* esistente o per ogni nuovo *rating* assegnato.

<sup>117</sup> «[I]nvestimento diretto estero. Flusso di investimenti effettuati dagli operatori in Paesi diversi da quello dove è insediato il centro della loro attività. In particolare, sono definiti i. d. e., anche noti con la sigla IDE, gli investimenti internazionali volti all'acquisizione di partecipazioni "durevoli" (di controllo, paritarie o minoritarie) in un'impresa estera (mergers and acquisitions) o alla costituzione di una filiale all'estero (investimenti greenfield), che comporti un certo grado di coinvolgimento dell'investitore nella

in conto capitale; nella maggior parte dei casi, ciascuna di queste politiche viene valutata positivamente o, nel caso di *rating outlook*, “suggerita”<sup>118</sup>.

Una volta identificati la struttura ed il contenuto delle “norme” in questione, per comprendere le ragioni per cui, pur in assenza di una formulazione deontica, lo Stato sia indotto a conformarsi ad esse, è indispensabile soffermarsi sul profilo degli effetti sanzionatori collegati all’inottemperanza ai criteri di *rating* e ai “modelli” posti dalle agenzie.

#### 4.2. Effetti sanzionatori. Downgrade e Outlook

Nel § 4.1 si è argomentata la definizione di “norme tecniche a carattere para-prescrittivo” sulla base, tra l’altro, dell’*effetto sanzionatorio* prodotto dai meccanismi del *downgrade/upgrade* e del *rating outlook* (come conseguenze dell’inosservanza dei criteri adottati dalle agenzie). L’utilizzo di tale locuzione necessita, naturalmente, di una premessa teorica relativa al termine “sanzione” e di alcune precisazioni utili alla definizione del nostro modello.

Per quanto riguarda la sanzione essa può essere definita in senso stretto o in senso ampio. Per sanzione in senso stretto si intende «la minaccia di un danno che l’autorità normativa può collegare alla prescrizione in caso di inadempimento»<sup>119</sup>.

Adottando, invece, un senso ampio di sanzione essa può genericamente essere definita come la «risposta di un ordinamento ai comportamenti difformi (sanzioni negative) o a quelli conformi (sanzioni positive)»<sup>120</sup>. A parte la tradizionale distinzione tra sanzioni negative e positive<sup>121</sup>, ciò che è immediatamente possibile estrapolare dalla definizione fornita è il carattere di “reazione” che contraddistingue la sanzione. Il comportamento cui è ricollegata l’applicazione della sanzione, infatti, è, a seconda che si tratti di sanzione negativa o positiva, scoraggiato o incoraggiato dall’ordinamento<sup>122</sup>: scopo della sanzione è, appunto, quello di «rafforzare l’osservanza o prevenire l’inosservanza»<sup>123</sup> delle norme di quel dato ordinamento. Per farlo, nel caso di sanzioni negative verrà prospettata la minaccia di un danno, nel caso di sanzioni positive la promessa di un premio.

Tuttavia, è bene effettuare una precisazione.

L’effetto di conformità, come è stato chiarito sopra, si realizza indipendentemente dall’intenzionalità delle agenzie e per effetto di una serie di fattori: uno di

direzione e nella gestione dell’impresa partecipata o costituita. È uno degli aspetti centrali del fenomeno di globalizzazione dell’economia mondiale» (si veda DE SANTIS 2012)

<sup>118</sup> Cfr. CORDES 2012, 16-23.

<sup>119</sup> NINO 1980, 68.

<sup>120</sup> JORI, PINTORE 1988, 120.

<sup>121</sup> Cfr., fra tanti, BOBBIO 1977, 28 s. e ROVERSI 2016, 23.

<sup>122</sup> Cfr. BOBBIO 1977, 26 ss.

<sup>123</sup> JORI, PINTORE 1988, 120.

essi è la consapevolezza, da parte dello Stato, della possibilità di subire una certa conseguenza a seguito di un proprio comportamento. In questo senso, si può ben dire che il *downgrade/upgrade* e l'*outlook* (positivo o negativo) costituiscono, per gli Stati, quei “motivi addizionali” per agire (in un modo piuttosto che in un altro) che i sociologi individuano nelle sanzioni<sup>124</sup>.

In maniera altrettanto involontaria e automatica si realizza l'effetto sanzionatorio che consegue all'attribuzione di un *downgrade/upgrade* o di un *outlook* positivo/negativo. L'effetto sanzionatorio consiste, appunto, nel verificarsi di un “danno” nel caso di *downgrade/outlook* negativo (sanzione negativa, che si concretizza verosimilmente in una maggiore onerosità del debito pubblico e della sua collocazione sul mercato finanziario) o nel poter beneficiare di un “premio” nel caso di *upgrade/outlook* positivo (sanzione positiva, la quale si concretizza viceversa in tassi d'interesse più favorevoli per le finanze di quello Stato e una maggiore facilità nel piazzare i propri titoli di debito sul mercato).

Anche se nella prosecuzione del paragrafo ci soffermeremo ad approfondire il caso (classico) della sanzione negativa, discorso analogo potrebbe essere sviluppato anche per il caso della sanzione positiva. Infatti, l'efficacia nel discorso pubblico di un eventuale “premio” del mercato espresso attraverso un *upgrade* o un *outlook* positivo appare del tutto analoga all'efficacia dissuasiva di una sanzione negativa. In altri termini, nel discorso pubblico, da parte dei competitori dell'agone politico, una stessa politica può sia essere supportata facendo leva sull'argomento di un possibile *upgrade* da parte delle agenzie, sia essere avversata agitando lo spauracchio di un aumento devastante del costo del debito pubblico a seguito di un ipotetico *downgrade*.

Di seguito, ci occuperemo principalmente proprio dell'ipotesi del *downgrade* quale caso emblematico di sanzione *in senso stretto*.

Quando un'agenzia di *rating* ritiene che uno Stato si trovi, in un dato momento, nella condizione di offrire minori garanzie di solvibilità rispetto ad un momento precedente, poiché quest'ultimo sta discostandosi da uno o più criteri da essa stabiliti, effettua il *downgrade* del *rating*. Quando l'agenzia fa una previsione (da 6 mesi a 2 anni) sull'andamento del *rating*, prevedendo che esso dovrà essere abbassato poiché lo Stato in questione ha alte probabilità di disattendere i criteri prestabiliti, emette un *outlook* negativo. In quest'ultimo caso va precisato che l'effetto sanzionatorio vero e proprio è più debole di quello, come si vedrà a breve, molto più dirompente realizzato dal *downgrade*. Benché gli effetti in termini sanzionatori di un *outlook* negativo siano più blandi di un *downgrade*, tuttavia, un *outlook* si caratterizza paradossalmente per la capacità di esplicitare effetti normativi amplificati: esso, infatti, rappresenta la proiezione di un *rating* futuro sulla base di poli-

<sup>124</sup> Dal punto di vista sociologico, le sanzioni «appartengono alle tecniche di controllo della condotta umana; esse forniscono al destinatario della norma un motivo addizionale per osservarla» (JORI, PINTORE 1988, 120).

tiche da intraprendere (o da poco intraprese ma i cui effetti si vedranno nel medio-lungo termine). Perciò, è verosimile che l'*outlook* intervenga nel discorso pubblico su un processo di *decision-making* ancora in atto. Per questa ragione, l'*outlook* è, al pari o ancor più del *rating*, suscettibile di essere utilizzato come argomento a favore o contro l'approvazione di una determinata riforma.

Per quanto riguarda l'effetto sanzionatorio, si può distinguere tra effetti immediati o automatici ed effetti mediati. I primi sono detti automatici perché si producono indipendentemente dalle scelte di investimento degli operatori: a causa dell'uso regolamentare e nella prassi contrattuale dei *ratings*. Infatti, il divieto per certe categorie di investitori di detenere titoli al di sotto della soglia *investment-grade*, così come la negatività delle conseguenze cui può andare incontro il debitore i cui titoli siano oggetto di un contratto contenente le c.d. clausole *rating triggers* (vedi *supra* § 3.2), non fanno altro che produrre un'automatica diminuzione del bacino di finanziatori dello Stato.

Per quanto concerne gli effetti che abbiamo definito mediati, la loro rilevanza si può comprendere, invece, alla luce del potere complessivamente detenuto dall'enorme numero di investitori finanziari che si affidano alle agenzie di *rating*: essi sono mediati, appunto, dal comportamento degli investitori. Un titolo che presenta un maggior profilo di rischio è naturalmente meno appetibile per un investitore, che, a parità di prezzo, preferirà acquistarne uno più garantito. Dunque, una volta incassato il *downgrade* (o l'*outlook* negativo), diminuisce il prezzo dei titoli obbligazionari degli Stati declassati. La diminuzione del prezzo di un'obbligazione produce un proporzionale aumento del tasso d'interesse<sup>125</sup>: il che si traduce in un aumento del costo del debito pubblico, a cui consegue una maggiore difficoltà nel pagare il debito.

Naturalmente, così come nel caso degli effetti normativi, l'intensità delle conseguenze sanzionatorie varia in funzione della solidità economica e dell'esposizione

<sup>125</sup> La relazione tra il prezzo dell'obbligazione e il tasso di interesse è esaustivamente illustrata da LIEBERMAN, HALL 2001, 623 s.: «Quando una grande impresa o lo Stato vogliono prendere denaro in prestito, emettono una nuova obbligazione e la vendono nel mercato a un dato prezzo; in questo modo l'ammontare del prestito è pari al prezzo pagato per l'obbligazione. Consideriamo un esempio molto semplice: un'obbligazione che prometta di pagare al suo possessore \$ 1000 esattamente dopo un anno. Supponete di acquistare tale obbligazione dall'emittente [in questo caso lo Stato] per \$ 800: prestate \$800 all'emittente per essere rimborsati di \$ 1000 dopo un anno. [...] Otterrete \$ 200 in più di quanto prestate, quindi questo è il pagamento di interesse che ricevete; il tasso di interesse è pari al rapporto tra il pagamento dell'interesse e l'ammontare del prestito, ossia  $\$200/\$800 = 0,25$  o 25%. E se, invece di \$ 800, aveste pagato un prezzo di \$ 900 per la stessa obbligazione? Essa vi prometterebbe ancora di rimborsarvi di \$ 1000 dopo un anno, quindi il pagamento di interesse che ricevereste sarebbe ora di \$ 100 e il tasso di interesse pari a  $\$100/\$900 = 0,11$  o 11%. Come potete vedere, il tasso di interesse che guadagnerete dalla vostra obbligazione dipende interamente dal prezzo dell'obbligazione: [...] quando il prezzo di una obbligazione aumenta, il tasso di interesse diminuisce; quando il prezzo dell'obbligazione diminuisce, il tasso di interesse aumenta».

debitoria del Paese considerato<sup>126</sup>. Un esempio in tal senso è costituito dai Paesi coinvolti dalla crisi finanziaria asiatica degli anni 1997-98, rispetto alla quale è stato seccamente (ed autorevolmente) affermato che «rating agencies aggravated the East Asian crisis»<sup>127</sup>. All'indomani dell'esplosione della crisi, infatti, alle agenzie era stato rimproverato di non essere state capaci di avvertire i mercati in tempo della situazione finanziaria asiatica. Queste, dal canto loro, probabilmente per salvaguardare la reputazione incrinata dal fallimento nel prevedere tale crisi e per mantenere la loro legittimazione<sup>128</sup>, declassarono i *ratings* di Corea del Sud, Indonesia e Thailandia più di quanto le circostanze richiedessero, al di sotto della soglia *investment-grade*: questo provocò un picco del costo del debito, riducendo oltremodo le possibilità degli Stati di ottenere capitali in prestito proprio nel momento di maggior bisogno e dando una durissima stangata alle già sofferenti economie asiatiche<sup>129</sup>.

Non mancano, poi, esempi più vicini a noi e più recenti: emblematico il caso Grecia. All'indomani della scoperta dell'enorme debito occultato dal bilancio "truccato", dal 2009, iniziò il declassamento progressivo dei titoli greci. Nel giro di pochi mesi, per la Grecia ottenere dei soldi in prestito dai mercati diventò difficilissimo e la necessità di affrontare le spese portò all'inizio delle trattative in seno all'Unione Europea per concedere alla Grecia un prestito. Già nel 2010 veniva definito un pacchetto di 110 miliardi di euro di aiuti in 3 anni, da parte dei paesi della zona euro. Il colpo di grazia arrivò nel 2011, quando Moody's, Standard & Poor's e Fitch tagliarono ulteriormente il *rating* portandolo rispettivamente a Caar (insolvente), a CCC (debito altamente speculativo) e a CCC (vulnerabile): circostanza che rendeva quasi impossibile ottenere prestiti sul mercato obbligazionario, costringendo il governo ad effettuare nuovi tagli per 6,5 miliardi di euro e nuove privatizzazioni al fine di ottenere nuovi prestiti da parte dell'Unione europea e del Fondo Monetario Internazionale. Solo nel 2017, il governo della Grecia annuncia che per la prima volta dal 2014 tornerà a rivolgersi ai mercati per finanziare il suo debito, tra lo scetticismo degli analisti.

<sup>126</sup> Inoltre, come osserva FREITAG 2015, 328 s., «there is a dynamic element in the rating change, usually leading to an increased probability of rating changes in the future, given that there is a rating change happening now. This might lead to a vicious circle, where financially troubled economies are further downgraded, leading to a higher cost of borrowing which in turn leads to more financial distress».

<sup>127</sup> FERRI et al. 1999, 335.

<sup>128</sup> In tal senso, cfr. FERRI et al. 1999. In VAALER, MCNAMARA 2004, inoltre, si sostiene che i *ratings* attribuiti ai Paesi emergenti nei periodi di crisi tendono generalmente al ribasso.

<sup>129</sup> Sull'eccessivo pessimismo dei *ratings* attribuiti e sul contributo di questi al peggioramento delle relative economie cfr. FERRI et al. 1999. In aggiunta, in tali Paesi e, in generale, nei Paesi emergenti sottoposti al giudizio delle agenzie, l'impatto negativo del *downgrade* è spesso amplificato dall'effetto "contagio" tra diversi Stati della stessa area geografica o tra diversi strumenti di uno stesso mercato: sul punto cfr. KAMINSKY, SCHMUKLER 1999 e KAMINSKY, SCHMUKLER 2002.

Se, da una parte, come osservato da alcuni studiosi, spesso i *ratings* attribuiti agli Stati riflettono quello che i mercati già pensano<sup>130</sup>, dall'altra, ciò che qui si intende evidenziare è che è esclusivamente in virtù dello *status* di “autorità epistemica” delle agenzie che tali giudizi assumono, nel discorso pubblico, la valenza di potenti argomenti per orientare l'opinione a favore o contro l'adozione di una determinata politica<sup>131</sup>. Tanto il *downgrade* quanto l'*upgrade* possono validamente rappresentare, per il governo in carica, un importante strumento di “legittimazione” in relazione alle politiche intraprese. Tali circostanze, se per un verso possono verificarsi in virtù della posizione di “autorità” ricoperta dalle agenzie di *rating*, per altro verso contribuiscono a rafforzare significativamente la percezione e la rilevanza di tale “autorità” nell'opinione pubblica, attraverso la diffusione mediatica che suole accompagnare il dibattito politico su questioni del genere.

## 5. Conclusioni

La presente ricostruzione ha cercato di mettere a fuoco il ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nel discorso pubblico. In particolare, si è mostrato che i *ratings* (o gli *outlooks*) sui titoli sovrani possono essere usati come potenti argomentazioni a favore o contro l'adozione di una determinata politica e possono comportare l'esplicarsi di effetti (latamente) normativi e sanzionatori nei confronti degli Stati.

Si è visto che questo tipo di situazione discende dal particolare assetto dell'attuale globalizzazione finanziaria: deregolamentazione del mercato finanziario, sviluppo ipertrofico di titoli sempre più complessi, ridimensionamento del ruolo di intermediazione svolto dalle banche hanno affidato alle agenzie una posizione accostabile a quella di un'*autorità epistemica* rispetto a creditori e debitori del mercato finanziario. A queste ragioni di carattere fattuale, si possono aggiungere considerazioni di carattere giuridico positivo: alcune norme, volte a regolare il livello di rischio di determinati investitori, operano rimando automatico alle valutazioni delle agenzie di *rating* come parametro regolamentare.

Le agenzie non detengono un vero e proprio *potere* nei confronti degli Stati. Semmai, all'ora di elaborare i criteri per *rating* sui titoli sovrani, esse fissano dei “modelli di comportamento” in base a cui si formulano valutazioni che possono incidere, oltre che sulla “reputazione” dello Stato, sul costo del debito pubblico e

<sup>130</sup> Per esempio, in SHEN, HUANG 2010 si dimostra che i prezzi dei CDS reagiscono più prontamente, rispetto ai *ratings*, alle variazioni nell'affidabilità di un dato ente e che, spesso, vi è convergenza tra gli uni e gli altri.

<sup>131</sup> Così argomentava l'allora Presidente del Consiglio Matteo Renzi l'inopportunità di un eventuale referendum sul Jobs Act: «Il Jobs Act non si tocca. Reintrodurre l'articolo 18 sarebbe come dire: ragazzi abbiamo scherzato. Il giorno dopo arriverebbe un downgrading per l'Italia dalle agenzie di rating». Si veda LA MATTINA 2016.

sulla sua sostenibilità. La relazione potere-soggezione si instaura più propriamente nella sfera economica tra creditori (pubblici e privati) e debitore sovrano. Tuttavia, i primi, data l'elevata complessità del mercato finanziario, sono orientati nelle proprie scelte d'investimento dalle agenzie di *rating*, in funzione della posizione di *autorità epistemiche* rivestita da queste ultime: esse forniscono le “ragioni per credere” che un certo titolo di Stato abbia un determinato livello di affidabilità<sup>132</sup>.

La capacità di influenzare il discorso pubblico produce effetti normativi sulle politiche adottate dagli Stati. Infatti, da un lato, quando i criteri per la formazione del *rating* prendono in considerazione i fattori qualitativi, determinate politiche (esempio emblematico sono gli investimenti pubblici in pensioni e sanità) vengono qualificate dalle agenzie lungo una graduazione della dicotomia di approvazione-disapprovazione da parte del mercato. L'argomento delle “ragioni del mercato” per l'adozione (o la mancata adozione) di una determinata politica trova, in questo senso, una sua formalizzazione nelle valutazioni offerte dalle agenzie.

Dall'altro lato, strumenti come *downgrade-upgrade* (o *outlook* positivo-negativo) possono essere percepiti nel mercato finanziario globale e, di conseguenza, nel discorso pubblico, alla stregua di sanzioni (negative o positive). Questo tipo di effetti “sanzionatori”, conseguenti a *ratings* o *outlooks* delle agenzie, consistono nel fornire ragioni per adottare/non adottare una determinata politica.

L'efficacia persuasiva sugli attori del discorso pubblico e gli effetti normativi e sanzionatori che ne derivano sono di intensità proporzionale a due variabili. La prima è legata alla centralità del ruolo delle agenzie di *rating* come autorità epistemiche e dipende dall'impatto complessivo di due sub-fattori: la credibilità delle valutazioni delle agenzie e il grado di dipendenza del mercato finanziario dai *ratings* stessi. La seconda variabile consiste invece nel grado di dipendenza dello Stato dal mercato finanziario, tale per cui gli effetti normativi e sanzionatori sono tanto più intensi quanto più lo Stato versi in situazione di forte indebitamento o di vera e propria crisi del debito.

A riprova della bontà della ricostruzione qui proposta circa il ruolo dei *ratings* sovrani nella sfera politica e nel discorso pubblico, nel già citato *Considerando* n. 45 del Regolamento UE n. 462/2013 si afferma che le «agenzie di rating del credito dovrebbero astenersi da qualsiasi raccomandazione diretta o esplicita sulle politiche delle entità sovrane». Il regolamento segue cronologicamente l'esplosione della crisi del debito sovrano e sottolinea, oltre all'esigenza di contenere i «rischi di un ecces-

<sup>132</sup> Questo profilo potenzialmente problematico, legato all'eccessivo affidamento nel *rating* e all'eccessiva dipendenza del mercato dallo stesso (cd. *over-reliance*), è stato tematizzato nell'agenda pubblica già nel 2010 dal Financial Stability Board. Sul punto cfr., VELLA 2012, 325, secondo il quale «con il documento Principles for reducing rating reliance [...] in sintesi, si richiede una maggiore responsabilizzazione del risk management e l'utilizzo, da parte delle banche di autonomi e trasparenti criteri di verifica del credito, e da parte degli investitori di una propria due diligence nelle scelte effettuate con contemporanea riduzione dei portafogli basati unicamente sulle valutazioni delle agenzie di rating».

sivo affidamento ai rating del credito», la «necessità di rivedere i requisiti di trasparenza e procedurali, nonché la tempistica di pubblicazione inerenti in modo specifico ai rating sovrani». Alla luce del tenore dell'intervento promosso dall'Unione Europea, appare verosimile che il legislatore europeo muova da presupposti che, almeno in parte, sono contenuti nelle tesi sin qui sostenute: nell'affermare, ad esempio, che «la trasparenza dei rating sovrani non dovrebbe indurre a formulare conclusioni sugli indirizzi delle politiche nazionali»<sup>133</sup> si fa emergere la preoccupazione nei confronti della capacità delle agenzie di influenzare (in maniera spesso determinante) le scelte politiche di uno Stato e, dunque, si ammette implicitamente la possibilità che si verifichino quegli «effetti normativi» cui si faceva innanzi riferimento. Allo stesso tempo, questo tipo di approccio da parte dell'Unione Europea palesa la volontà di contenere non solo gli «effetti normativi» ma anche quelli «sanzionatori». In quest'ultimo senso andrebbe letto il tentativo dell'UE di imporre alle agenzie il rispetto di un certo calendario con giorni e orari prestabiliti per la pubblicazione dei *ratings* sovrani (motivata dall'esigenza di ridurre la capacità delle agenzie di produrre panico e volatilità sui mercati con annunci improvvisi su *ratings* e *outlooks* dei titoli di debito sovrano).

Più in generale, crediamo che le considerazioni innanzi svolte mostrino come sia necessario rifuggire da un duplice riduzionismo semplicistico, per difetto e per eccesso:

«dal non cambiare nulla mantenendo un insoddisfacente status quo, magari con l'alibi di un'autoregolazione già dimostratasi inefficace; al togliere immediatamente ogni valore regolamentare ai ratings senza neppure chiedersi se essi rispondano ad un qualche bisogno ed, eventualmente, come quest'ultimo possa essere altrimenti soddisfatto»<sup>134</sup>.

Per quanto sia apprezzabile l'intenzione del legislatore europeo di fornire delle risposte alle problematiche analizzate, riteniamo che la soluzione delle criticità sollevate in merito alla pratica dei *ratings* sovrani non possa prescindere dalla drastica riduzione della «dipendenza da rating». A tal fine, dovrebbero essere intraprese azioni in grado di incidere su due livelli, sia a valle che a monte. Per quanto riguarda le risposte a valle, nell'ambito dell'Unione Europea, sia la Direttiva UE n. 14/2013 sia il Regolamento UE n. 462/2013 contengono disposizioni volte a limitare l'uso del *rating* come strumento regolamentare e ad evitare l'utilizzo esclusivo<sup>135</sup> ed automatico del *rating* per certe categorie di investitori<sup>136</sup>. La portata di

<sup>133</sup> Regolamento UE n. 462/2013, *Considerando* n. 45.

<sup>134</sup> PRESTI 2012, 252.

<sup>135</sup> Sulle «alternative credibili» al *rating* quali canoni di informazione e valutazione, si veda VELLA 2012, 331 ss.

simili interventi, tuttavia, è destinata a sortire effetti piuttosto limitati se non si affronta la questione a monte. Come già rilevato, la posizione privilegiata nel settore della valutazione del merito di credito di cui godono le agenzie di *rating* sussiste principalmente a causa della smisurata dimensione e complessità del mercato finanziario: una sorta di giungla, per l'investitore, in cui ci sono molti rischi e niente regole e in cui il *rating* è l'unico (o il principale) appiglio degli operatori. In questo contesto sarebbero auspicabili una serie di interventi, possibilmente di livello internazionale, volti a semplificare e regolamentare l'attuale mercato finanziario globale, al fine di diminuire il rischio che i *ratings* sovrani abbiano un'influenza tale da condizionare gli esiti del discorso pubblico.

<sup>136</sup> Peraltro, secondo VELLA 2012, 331, «si tratta, quindi, di un processo che va affrontato con la necessaria gradualità, in assenza della quale la immediata e drastica eliminazione del rating potrebbe fortemente indebolire lo scrutinio sui rischi degli emittenti e sulla qualità e il merito di credito».

### Riferimenti bibliografici

- BOBBIO N. 1977. *Dalla struttura alla funzione: nuovi studi di teoria del diritto*, Milano, Edizioni di Comunità, 1977.
- CORDES T. 2012. *Sovereign Ratings and Economic Liberalisation*, APSA 2012 Annual Meeting Paper, disponibile in <https://ssrn.com/abstract=2106616> (consultato il 10/01/2018).
- CUTLER C., HAUFLER V., PORTER T. 1999. *Private Authority and International Affairs*, in ID. (eds.), *Private Authority and International Affairs*, Albany, State University of New York Press, 1999, 1 ss.
- D'ORLANDO F. 2012. *Recessione: i colpevoli, i complici, le vittime*, Napoli, Edizioni Centro Autori, 2012.
- DE SANTIS R. 2012. *Investimento diretto estero*, in *Dizionario di Economia e Finanza Treccani*, disponibile in [http://www.treccani.it/enciclopedia/investimento-diretto-estero\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](http://www.treccani.it/enciclopedia/investimento-diretto-estero_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/) (consultato il 10/01/2018).
- DIRITTO BANCARIO 2015, *Lo IOSCO pubblica i nuovi principi sul merito di credito e l'utilizzo dei rating esterni*, disponibile in <http://www.dirittobancario.it/news/finanza/lo-iosco-pubblica-i-nuovi-principi-sul-merito-di-credito-e-l-utilizzo-dei-rating-esterni> (consultato il 10/01/2018).
- DI GASPARE G. 2011. *Teoria e critica della globalizzazione finanziaria*, Padova, CEDAM, 2011.
- ESMA 2011, *Draft RTS on the Assessment of Compliance of Credit Methodologies with CRA Regulation*, disponibile in <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-draft-rts-assessment-compliance-credit-rating-methodologies-cra-regulation> (consultato il 10/01/2018).
- ESPELAND W.N., SAUDER M. 2007. *Rankings and Reactivity: How Public Measures Recreate Social Worlds*, in «*American Journal of Sociology*», 113, 2007, 1 ss.
- FERRI G., LACITIGNOLA P. 2009. *Le agenzie di rating – tra crisi e rilancio della finanza globale*, Bologna, il Mulino, 2009.
- FERRI G., LACITIGNOLA P. 2012. *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in «*Analisi Giuridica dell'Economia*», 2, 2012, 299 ss.
- FERRI G., LIU L.G., STIGLITZ J.E. 1999. *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the Asian Crisis*, in «*Economic Notes*», 28, 3, 1999, 335 ss.
- FITCH 2016, *Fitch Affirms Italy at 'BBB+'; Outlook Stable*, disponibile in <https://www.fitchratings.com/site/pr/1003085> (consultato il 10/01/2018).
- FREITAG L. 2015. *Procyclicality and Path Dependence of Sovereign Credit Ratings: The Example of Europe*, in «*Economic Notes*», 44, 2, 2015, 309 ss.

- FRIEDMAN R.B. 1990. *On the Concept of Authority in Political Philosophy*, in RAZ J. (ed.), *Authority*, New York, Basil Blackwell, 1990, 56 ss.
- FRYDMAN B. 2013. *Le pouvoir normatif des agences de notation*, in COLMANT B. (ed.), *Les agences de notation financière: entre marchés et Etats*, Bruxelles, Larcier, 2013, 173 ss.
- GAILLARD N. 2011. *A Century of Sovereign Ratings*, Berlino, Springer, 2011.
- GALLINO L. 2011. *Finanzcapitalismo*, Torino, Einaudi, 2011.
- GREEN L. 2000. *Power*, in CRAIG E. (Ed.), *Concise Routledge Encyclopedia of Philosophy*, London, Routledge, 2003, 703 ss.
- HABERMAS J. 1992. *Fatti e norme. Contributi a una teoria discorsiva del diritto e della democrazia*, Milano, Guerini, 1996 (ed. or. *Faktizität und Geltung. Beiträge zur Diskurstheorie des Rechts und des demokratischen Rechtsstaats*, Frankfurt, Suhrkamp Verlag, 1992, trad. it. L. Ceppa).
- HALL R.B., BIERSTEKER T.J. 2002a. *The Emergence of Private Authority in Global Governance*, in ID. (eds.), *The Emergence of Private Authority in Global Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002, 3 ss.
- HALL R.B., BIERSTEKER T.J. 2002b. *Private Authority as Global Governance*, in HALL R.B., BIERSTEKER T.J. (eds.), *The Emergence of Private Authority in Global Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2002, 203 ss.
- HART H.L.A. 1961. *The Concept of Law*, 2 ed., Oxford, Clarendon Press, 1994.
- HARVEY D. 2005. *Breve storia del neoliberalismo*, Milano, Il Saggiatore, 2005 (ed. or. *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford, Oxford University Press, 2005, trad. it. di P. Meneghelli).
- HURD I. 1999. *Legitimacy and Authority in International Politics*, in «International Organization», 53, 1999, 379 ss.
- JORI M., PINTORE A. 1988. *Introduzione alla filosofia del diritto*, 3. ed., Torino, Giappichelli, 2014.
- KAMINSKY G.L., SCHMUKLER S. 1999. *What Triggers Market Jitters?*, in «Journal of International Money and Finance», 18, 1999, 537 ss.
- KAMINSKY G.L., SCHMUKLER S. 2002. *Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?*, in «World Bank Economic Review», 16, 2, 2002, 171 ss.
- KELSEN H. 1945. *Teoria generale del diritto e dello stato*, Etas, Milano, 2009 (ed. or. *General Theory of Law and State*, Cambridge (Mass.), Harvard University Press, 1945, trad. it. S. Cotta e G. Treves).
- KOJÈVE A. 2004. *La nozione di autorità*, Milano, Adelphi, 2011 (ed. or. *La notion de l'autorité*, Parigi, Éditions Gallimard, 2004, trad. it. di M. Filoni).

- LAMANDINI M. 2014. *Le agenzie di rating: alcune riflessioni in tema di proprietà e conflitto di interessi*, in PRINCIPE A. (ed.), *Le agenzie di rating*, Milano, Giuffrè, 2014, 179 ss.
- LA MATTINA A. 2016. *Renzi detta la linea: "Il governo non ha agenda, il Jobs Act è intoccabile"*, disponibile in: [http://www.lastampa.it/2016/12/15/italia/politica/renzi-detta-la-linea-il-governo-non-ha-agenda-il-jobs-act-intoccabile-KIxSmeQLO\\_rnnFuw6q8fqFP/pagina.html](http://www.lastampa.it/2016/12/15/italia/politica/renzi-detta-la-linea-il-governo-non-ha-agenda-il-jobs-act-intoccabile-KIxSmeQLO_rnnFuw6q8fqFP/pagina.html) (consultato il 10/01/2018)
- LEWKOWICZ G. 2013. *Les agences de notation financière contre les États: une lutte globale pour le droit à l'issue incertaine*, in COLMANT B. (ed.), *Les agences de notation financière: entre marchés et Etats*, Bruxelles, Larcier, 2013, 185 ss.
- LIEBERMAN M., HALL R.E. 2001. *Economia. Principi e applicazioni*, 6 ed., Milano, Apogeo Education, 2015 (ed. or. *Principles and Applications of Economics, international edition*, 6 ed., Mason (USA), South Western Cengage Learning, 2001, trad. it. E. Di Benedetto).
- MOODY'S 2016a, *Moody's changes outlook on Italy's Baa2 issuer rating to negative*, disponibile in [https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Italys-Baa2-issuer-rating-to-negative--PR\\_358690](https://www.moodys.com/research/Moodys-changes-outlook-on-Italys-Baa2-issuer-rating-to-negative--PR_358690) (consultato il 10/01/2018)
- MOODY'S 2016b, *Moody's: Italy's Baa2 rating balances large, diversified economy and other credit strengths against challenges including a large government debt burden*, [https://www.moodys.com/research/Moodys-Italys-Baa2-rating-balances-large-diversified-economy-and-other--PR\\_357645](https://www.moodys.com/research/Moodys-Italys-Baa2-rating-balances-large-diversified-economy-and-other--PR_357645) (consultato il 10/01/2018)
- NINO C.S. 1980. *Introduzione all'analisi del diritto*, Torino, Giappichelli, 1996 (ed. or. *Introducción al análisis del derecho*, Buenos Aires, Astrea, 1980, trad. it. di M. Barberis et al.).
- OLIVERI G. 2012. *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», 2, 2012, 283 ss.
- PANARA M. 2015. *Finanza, un trilione che soffoca l'economia reale*, disponibile in: [http://www.repubblica.it/economia/affarifinanza/2014/10/27/news/finanza\\_un\\_trilione\\_di\\_dollari\\_che\\_soffoca\\_leconomia\\_reale-99097465/](http://www.repubblica.it/economia/affarifinanza/2014/10/27/news/finanza_un_trilione_di_dollari_che_soffoca_leconomia_reale-99097465/) (consultato il 10/01/2018).
- PARMEGGIANI F. 2013. *Rating Triggers, Market Risk and the Need for More Regulation*, in «European Business Organization Law Review», 14, 2013, 425 ss.
- PASSERIN D'ENTREVES M. 1999. *Legittimità e democrazia deliberativa*, in «Ragion Pratica», 12, 1999, 211 ss.
- PECK J. 2017. *Neoliberalism*, in RICHARDSON D., CASTREE N., GOODCHILD M.F., LIU W., KOBAYASHI A., MARSTON R.A. (eds.), *The Wiley-AAG International Encyclopedia of Geography*, Oxford, Wiley-Blackwell, 2017, 1 ss.
- PINO G. 2010. *Diritti e interpretazione*, Bologna, il Mulino, 2010.

- PINO G. 2013. *Norma giuridica*, in PINO G., SCHIAVELLO A., VILLA V. (eds.), *Filosofia del diritto. Introduzione critica al pensiero giuridico e al diritto positivo*, Torino, Giappichelli, 2013, 144 ss.
- POWELL B. 1967. *Knowledge of Actions*, Sydney, Allen & Unwin, 1967.
- PRESTI G. 2012. *Take the “AAA” Train: note introduttive sul rating*, in «Analisi Giuridica dell’Economia», 2, 2012, 251 ss.
- RAZ J. 1979. *The Authority of Law: Essays on Law and Morality*, Oxford, Oxford University Press, 2009.
- RAZ J. 1990. *Introduction*, in Id. (ed.), *Authority*, Oxford, Basil Blackwell, 1990, 1 ss.
- ROUGHAN N. 2016. *From Authority to Authorities: Bridging the Social/Normative Divide*, in R. COTTERELL R., DEL MAR M. (eds.), *Authority in Transnational Legal Theory: Theorising Across Disciplines*, Celtenham, Edward Elgar Publishing, 2016, 280 ss.
- ROVERSI C. 2016. *Norme giuridiche*, in FARALLI C. (ed.), *Argomenti di teoria del diritto*, Torino, Giappichelli, 2016, 14 ss.
- SCHIAVELLO A. 2015. *Autorità*, in RICCIARDI M., ROSSETTI A., VELLUZZI V. (eds.), *Filosofia del diritto. Norme, concetti, argomenti*, Roma, Carocci, 2015, 51 ss.
- SCHIAVELLO A. 2016. *Il positivismo esclusivo*, in BONGIOVANNI G., PINO G., ROVERSI C., *Che cosa è il diritto: ontologia e concezioni del giuridico*, Torino, Giappichelli, 2016, 61 ss.
- SENATO FRANCESE 2012, *Agences de notation: pour une profession règlementée*, disponibile in [http://www.senat.fr/rap/r11-598-1/r11-598-1\\_mono.html](http://www.senat.fr/rap/r11-598-1/r11-598-1_mono.html) (consultato il 10/01/2018).
- SHEN C.H., HUANG A.Y.H. 2010. *Sovereign Credit Default Swaps vs. Credit Ratings: Evidence from Error Correction Model*, in «The 2010 Taiwan Econometric Society Annual Meeting», 2010, 1 ss.
- SIGNORINI L.F. 2015. *Indagine conoscitiva sugli strumenti finanziari derivati*, disponibile in <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Signorini-150615.pdf> (consultato il 10/01/2018).
- SINCLAIR T. 2003. *Global Monitor. Bond Rating Agencies*, in «New Political Economy», 8, 1, 2003, 147 ss.
- STANDARD & POOR’S 2014a. *La regolamentazione delle agenzie di rating nel resto del mondo*, disponibile in <https://www.spratings.com/documents/20184/798040/La+regolamentazione+delle+agenzie+di+rating+nel+resto+del+mondo/553850dc-ae7-4502-ae6-5cb9a9a50bcc> (consultato il 10/01/2018).
- STANDARD & POOR’S 2014b. *I criteri per l’assegnazione dei rating ai paesi sovrani*, disponibile in <https://www.spratings.com/documents/20184/798040/I+Criteri>

+Per+ Lassegnazione+Dei+Rating+Al+Paesi+Sovrani.pdf/6c90ef21-d152-4494-b9fe-b9afb5f3b7eo (consultato il 10/01/2018).

- STANDARD & POOR'S 2014c. *Sovereign Rating Methodology*, disponibile in <https://enterprise.press/wp-content/uploads/2017/05/Sovereign-Rating-Methodology.pdf> (consultato il 10/01/2018).
- STANDARD & POOR'S 2017. *S&P Global Ratings Definitions*, disponibile in [http://www.standardandpoors.com/en\\_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352](http://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/504352) (consultato il 10/01/2018).
- STOPPINO M. 1976. *Autorità*, in BOBBIO N., MATTEUCCI N., PASQUINO G., *Dizionario di Politica*, Torino, Utet, 2016, 62 ss.
- STRANGE S. 1997. *Territory, State, Authority, and Economy: A New Realist Ontology of Global Political Economy*, in COX R.W. (ed.), *The New Realisms: Perspectives on Multilateralism and World Order*, Tokyo, United Nations University Press, 1997, 1 ss.
- VAALE P.M., MCNAMARA G. 2004. *Crisis and Competition in Expert Organizational Decision Making: Credit-Rating Agencies and Their Response to Turbulence in Emerging Economies*, in «Organization Science», 15, 6, 2004, 687 ss.
- VELLA F. 2012. *Il rating: alla ricerca di una "terza via"*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», 2, 2012, 323 ss.
- VERNAZZA D.R., NIELSEN E.F. 2015. *The Damaging Bias of Sovereign Ratings*, in «Economic Notes», 44, 2, 2015, 361 ss.
- VIOLA F. 2006. *Autorità*, in MELCHIORRE V., BERTI E., GILBERT R., LENOCI M., PIERETTI A., MARASSI M. (Eds.), *Enciclopedia filosofica*, Bompiani, Milano, 2006, 918 ss.
- VON WRIGHT G.H. 1963. *Norm and Action: A Logical Enquiry*, London, Routledge & Kegan Paul, 1963.
- WATT H.M. 2016. *Theorizing Transnational Authority: A Private International Law Perspective*, in COTTERELL R., DEL MAR M. (eds.), *Authority in Transnational Legal Theory: Theorising Across Disciplines*, Celtenham, Edward Elgar Publishing, 2016, 325 ss.