

IL VOTO CHE NON ABBIAMO DATO



Come tre società private
decidono quanto costa
il debito dell'Italia

ALESSIO FARINELLA

Il voto che non abbiamo dato

Come tre società private decidono quanto costa il debito dell'Italia

Alessio Farinella

Indice

Prefazione – Perché questo libro ti riguarda, anche se pensi di no	2
Capitolo 1 – Cos'è un rating e a cosa serve	6
Capitolo 2 – Nascita di un potere privato	10
Capitolo 3 – Il conflitto di interesse all'origine di tutto	14
Capitolo 4 – Come un declassamento alza il costo del debito	19
Capitolo 5 – L'Italia sotto esame: i declassamenti del 2011	24
Capitolo 6 – Le regole europee sulle agenzie di rating	29
Capitolo 7 – Un'alternativa possibile: un'agenzia di rating pubblica europea	33
Capitolo 8 – Le obiezioni, trattate con onestà	37
Capitolo 9 – Cosa si potrebbe fare	41
Capitolo 10 – Cosa puoi fare tu, adesso	46
Nota sulla trasparenza nell'uso dell'intelligenza artificiale	50

Prefazione — Perché questo libro ti riguarda, anche se pensi di no

Una lettera che nessuno ti manda

Immagina di ricevere ogni tanto, senza averlo chiesto, un voto in pagella. Non lo scrivi tu, non lo scrive un insegnante che ti conosce. Lo scrive un'azienda privata con sede a New York, che non hai mai incontrato, che non ti ha mai chiamato, che non ti spiega bene come è arrivata a quel voto. Eppure quel voto, da un giorno all'altro, decide quanto ti costerà il mutuo, quanto costerà il prestito per l'auto, quanti soldi resteranno nelle casse dello Stato per la sanità, per le pensioni, per la scuola di tuo figlio.

Sembra un'esagerazione. Non lo è. È quello che succede, davvero, ogni volta che un'agenzia di rating — così si chiamano queste aziende — cambia il voto sull'Italia.

Il voto che nessuno di noi ha dato

Tre società, tutte private, tutte con sede fuori dall'Italia — Standard & Poor's, Moody's e Fitch — decidono, con le loro regole interne, quanto è «affidabile» lo Stato italiano nel restituire i soldi che ha preso in prestito. Quel voto si chiama **rating**, e lo spiegheremo bene, passo per passo, nel primo capitolo di questo libro.

Nessun cittadino italiano ha mai votato per dare a queste tre aziende questo potere. Nessun parlamento ha mai approvato una legge che dicesse «da oggi, il

costo dei prestiti allo Stato dipenderà anche dal giudizio di tre società private americane». Eppure è quello che succede, da decenni, in tutto il mondo occidentale.

Questo libro nasce per raccontarti, con parole semplici e fatti verificabili, come è potuto succedere.

Perché ti riguarda, anche se non hai mai comprato un titolo di Stato

Forse stai pensando: «io non ho investimenti, non compro titoli di Stato, cosa mi importa del rating dell'Italia?» È la domanda più naturale del mondo, ed è anche la domanda a cui questo libro vuole rispondere fin dalla prima pagina.

Quando un'agenzia declassa l'Italia — cioè le abbassa il voto — lo Stato italiano deve pagare un interesse più alto per convincere chi ha i soldi a prestarglieli. Più alto è quell'interesse, più soldi pubblici finiscono a pagare gli interessi sul debito, invece che a pagare ospedali, scuole, strade, stipendi pubblici. Lo abbiamo visto con i nostri occhi nel 2011, quando in pochi mesi il costo per lo Stato di farsi prestare i soldi è quasi triplicato, e il governo dell'epoca è caduto proprio nel mezzo di quella tempesta. Lo racconteremo con date e cifre precise nei capitoli dedicati.

Ma l'effetto non si ferma allo Stato. Le banche italiane, quando lo Stato viene declassato, spesso vengono declassate anche loro, perché gli investitori considerano le banche di un paese legate al destino di quel paese. E

quando una banca viene declassata, tende a chiedere interessi più alti anche sui mutui e sui prestiti che dà ai cittadini normali. Il voto dato a New York, in altre parole, può arrivare fino alla rata del mutuo di una famiglia qualunque a Bari, a Torino, a Palermo — anche se quella famiglia non ha mai sentito nominare le agenzie di rating.

Un tema che sembra tecnico, ma è un tema di potere

Il rating viene raccontato quasi sempre come una cosa «tecnica», roba da esperti di finanza, da lasciare a chi mastica numeri. Non è un caso. È molto più facile, in televisione, dire «i mercati hanno bocciato l'Italia» e passare oltre, che spiegare chi sono davvero questi mercati, chi paga chi, e perché tre aziende private hanno accumulato un potere che nessun elettore ha mai deciso di dare loro.

Questo libro parte da un'idea semplice: un meccanismo che decide quanti soldi restano per la sanità o per le pensioni non è «solo tecnica». È potere. E il potere, quando è spiegato bene, si può capire, si può discutere, e — dove serve davvero — si può anche cambiare o correggere.

Non un complotto, ma un sistema con regole precise

Non troverai in questo libro l'idea che le agenzie di rating siano una cospirazione segreta contro l'Italia.

La realtà è più semplice, e per certi versi più interessante: è un sistema con regole precise, nato per un motivo (aiutare gli investitori a capire cosa comprano), che nel tempo si è trasformato in qualcos'altro — un ingranaggio che decide, di fatto, quanto costa il debito di uno Stato intero, con un conflitto di interesse enorme al centro, che ti spiegheremo con un esempio semplicissimo nel Capitolo 3.

Ti mostreremo anche, con la stessa onestà, gli argomenti seri di chi difende il ruolo di queste agenzie: non tutto quello che fanno è sbagliato, e lo vedremo bene nel capitolo dedicato alle obiezioni.

Perché capire non è tempo perso

Il punto centrale di questo libro è lo stesso di tutta la collana Contropotere: **capire come funziona un meccanismo è il primo passo per poterlo cambiare**. Finché il rating resta un argomento riservato a «chi capisce di finanza», nessuno chiederà mai conto delle sue conseguenze reali sulla vita quotidiana. Ma quando abbastanza persone capiscono chi paga chi, e chi ci guadagna davvero da un declassamento o da una promozione, il dibattito pubblico cambia — e con lui, piano piano, anche le regole.

Cosa troverai in questo libro

Nei capitoli che seguono ti spiegheremo cos'è davvero un rating, chi sono le tre società che dominano questo mercato e come sono nate, perché il modo in cui

vengono pagate crea un conflitto di interesse che ha avuto un ruolo anche nella crisi finanziaria mondiale del 2008, come un declassamento si trasforma in tassi più alti per lo Stato e per i cittadini, cosa è successo davvero all'Italia nel 2011 e nel 2012, quali regole ha messo in campo l'Europa per limitare questo potere, e se esiste davvero un'alternativa possibile.

Come sempre in questa collana, non ti lasceremo solo con l'amarezza di aver capito un problema senza soluzione. Gli ultimi capitoli ti diranno cosa si potrebbe fare per davvero, e cosa puoi fare tu, da subito, con quello che avrai imparato.

Buona lettura.

Capitolo 1 — Cos'è un rating e a cosa serve

Una pagella, ma per i soldi

Ti ricordi la pagella di scuola? Un voto che diceva, in una sola lettera o in un solo numero, quanto eri preparato in una materia. Il **rating** funziona in modo molto simile, ma non giudica una materia scolastica: giudica quanto è probabile che chi ha preso soldi in prestito riesca davvero a restituirli.

Chi può ricevere un rating? Quasi chiunque prenda soldi in prestito emettendo un titolo di debito: un'azienda, una banca, un ente locale, e anche uno

Stato intero. In questo libro parleremo soprattutto del rating dato agli Stati, chiamato **rating sovrano**.

Come funziona in pratica

Immagina di dover prestare 1.000 euro a un amico. Prima di dirgli di sì, ti fai delle domande naturali: ha un lavoro stabile? Ha altri debiti? In passato ha già restituito i soldi che gli avevi prestato? Sulla base delle risposte, decidi se prestargli i soldi, e a quali condizioni — magari chiedendogli un piccolo interesse in cambio, come forma di garanzia per il rischio che stai correndo.

Un'agenzia di rating fa lo stesso lavoro, ma su scala enorme, per conto di migliaia di investitori in tutto il mondo: banche, fondi pensione, assicurazioni, gestori di risparmio. Analizza i conti pubblici di uno Stato — quanto incassa con le tasse, quanto spende, quanto debito ha già, come cresce la sua economia, quanto è stabile il suo governo — e alla fine assegna un voto in lettere.

Le lettere spiegate una per una

Le tre agenzie principali — che conosceremo bene nel prossimo capitolo — usano scale di voti molto simili tra loro. Ecco quella usata da due di esse, Standard & Poor's e Fitch (Moody's usa lettere leggermente diverse, ma il significato è lo stesso):

- **AAA** — il voto più alto possibile. Vuol dire «rischio di non essere ripagato quasi nullo». Solo pochissimi

Stati al mondo hanno questo voto, di solito paesi con conti pubblici molto solidi, come la Germania o la Svizzera.

- **AA** — affidabilità molto alta, quasi come la tripla A, ma con un margine di rischio leggermente superiore.
- **A** — buona affidabilità, ma più sensibile a un peggioramento dell'economia o della politica del paese.
- **BBB** — affidabilità sufficiente, ma «il minimo sindacale». È l'ultimo gradino di quella che si chiama «fascia investment grade» — un'espressione inglese che vuol dire, alla lettera, «adatta a un investimento prudente». Molti grandi fondi (per esempio i fondi pensione) hanno regole interne che vietano loro di comprare titoli sotto questa soglia.
- **BB, B, CCC, CC, C** — sotto la soglia BBB comincia la fascia «speculative grade», chiamata informalmente anche «titoli spazzatura» (in inglese, junk bond). Vuol dire che il rischio di non essere ripagati è concreto, non solo teorico.
- **D** — significa che chi ha emesso il titolo è già andato in default, cioè non sta più pagando quello che deve.

Per farti capire quanto conta il passaggio da una fascia all'altra: secondo uno studio di S&P sui default avvenuti tra il 1981 e il 2024, i titoli con voto BBB hanno avuto, in dieci anni, una probabilità di insolvenza del 4,4%. I titoli appena sotto, con voto BB, hanno avuto una probabilità più che tripla: il 14,5%. Non è un

dettaglio da poco: è la differenza tra «rischio basso» e «rischio concreto».

Perché un solo voto può muovere miliardi

Ecco il punto chiave, quello che rende questo argomento importante anche per chi non ha mai comprato un titolo di Stato in vita sua: il voto di un'agenzia di rating non resta chiuso in un rapporto tecnico letto da pochi addetti ai lavori. Diventa, di fatto, un segnale che milioni di investitori in tutto il mondo usano — a volte per scelta, a volte perché obbligati da regole interne — per decidere se comprare i titoli di uno Stato, e a quale prezzo.

Se il voto scende, molti investitori chiedono un interesse più alto per accettare lo stesso rischio, o smettono del tutto di comprare quei titoli. Se il voto sale, succede il contrario: gli investitori si fidano di più, e accettano interessi più bassi. Questo meccanismo — dal voto al costo reale del debito — lo vedremo in dettaglio nel Capitolo 4, con numeri concreti sull'Italia.

Un potere enorme, dato da chi?

Qui arriviamo alla domanda che guida tutto questo libro. Chi ha deciso che tre società private dovessero avere questo ruolo? Nessun cittadino, di nessun paese, ha mai votato direttamente per dare loro questo potere. Eppure, come vedremo nel prossimo capitolo, è esattamente quello che è successo: un servizio nato

per aiutare gli investitori a orientarsi si è trasformato, nel tempo, in un ingranaggio che decide — non da solo, ma con un peso enorme — quanto costa il debito pubblico di interi paesi, Italia compresa.

Nel prossimo capitolo racconteremo come è nato questo potere: chi sono davvero Standard & Poor's, Moody's e Fitch, da dove vengono, e come sono passate dall'essere un servizio a pagamento per chi comprava titoli a diventare, di fatto, arbitri globali della finanza mondiale.

Capitolo 2 — Nascita di un potere privato

Un uomo, un elenco di treni

La storia comincia nel 1909, con un uomo solo: John Moody. All'epoca, l'America stava costruendo migliaia di chilometri di binari ferroviari, e le compagnie ferroviarie emettevano continuamente obbligazioni — titoli di debito — per finanziare quella costruzione. Il problema era semplice: un investitore che voleva comprare le obbligazioni di una compagnia ferroviaria non aveva un modo facile per sapere se quella compagnia era solida oppure no.

Moody pubblicò un libro, «Analysis of Railroad Investments», in cui per la prima volta assegnava un voto in lettere a centinaia di obbligazioni ferroviarie, per dire in modo semplice e veloce quali erano più

sicure e quali più rischiose. Fu la prima volta che qualcuno trasformò un'analisi finanziaria complicata in un simbolo semplice, comprensibile a colpo d'occhio: una lettera.

Un servizio, all'inizio, per chi comprava

Nel giro di pochi anni, altri seguirono l'idea di Moody. Nel 1916 la Poor's Publishing Company — che diventerà poi Standard & Poor's — cominciò a vendere le proprie valutazioni agli investitori. Nel 1913 John Knowles Fitch, un giovane imprenditore che aveva ereditato la tipografia del padre, fondò la Fitch Publishing Company, che iniziò a dare rating veri e propri dal 1924. Nel 1941 Standard Statistics e Poor's Publishing si fusero, dando vita a Standard & Poor's Corporation.

Nasce così, tra il 1909 e il 1941, il gruppo che oggi tutti chiamano «le tre sorelle» o «le tre grandi»: Moody's, Standard & Poor's e Fitch. All'inizio, un dettaglio è fondamentale, e lo riprenderemo nel prossimo capitolo: chi pagava per questo servizio era chi lo leggeva, cioè gli investitori. Un'agenzia di rating vendeva le sue analisi come si vende un abbonamento a una rivista specializzata.

Il salto di potere: il 1975

Per decenni, il rating resta un servizio utile ma non obbligatorio: un investitore poteva usarlo o ignorarlo, come un consiglio tra tanti. Tutto cambia nel

1975, quando la Securities and Exchange Commission — l'autorità americana che controlla la Borsa, l'equivalente della nostra Consob — crea una categoria ufficiale chiamata «Nationally Recognized Statistical Rating Organization», abbreviata NRSRO.

Cosa significa in pratica? Da quel momento, le regole americane sul capitale che banche e intermediari finanziari devono tenere da parte come garanzia cominciano a citare esplicitamente i voti delle agenzie riconosciute. In parole semplici: prima il rating era un consiglio. Dopo il 1975 diventa, in molti casi, un pezzo delle regole stesse. Una banca può essere obbligata, per legge o per regolamento, a tenere in portafoglio solo titoli con un certo voto minimo, o a accantonare più capitale di riserva se possiede titoli con voto basso.

Immagina la differenza tra un consiglio di un amico esperto di auto usate («io non comprerei quella macchina») e una legge che dice «puoi comprare solo auto che un certo elenco di esperti ha giudicato sicure». Nel primo caso, l'esperto ha influenza. Nel secondo, ha potere — perché senza il suo voto positivo, per legge, non puoi nemmeno fare l'operazione.

Questo passaggio, quasi tecnico e passato inosservato ai più, è la vera radice del potere che le agenzie di rating hanno oggi. Non deriva da un complotto: deriva da una scelta regolatoria precisa, presa da un'autorità pubblica americana, che ha incorporato il giudizio

di poche società private dentro le regole ufficiali del sistema finanziario.

Un mercato controllato da tre soli soggetti

Il risultato di questa storia, ancora oggi, è un mercato fortemente concentrato. Le tre agenzie principali — Moody's, Standard & Poor's e Fitch — controllano insieme circa il **94-95% del mercato mondiale del rating**. Moody's e S&P da sole ne coprono circa l'80%. Negli Stati Uniti esistono oggi dieci agenzie ufficialmente riconosciute (NRSRO), ma le «tre grandi» incassano da sole il 91% dei ricavi di tutto il settore.

Non è, in altre parole, un mercato con tanti concorrenti che si controllano a vicenda, come accade per esempio tra i supermercati o le compagnie telefoniche. È molto più vicino a un **oligopolio**: un mercato dominato da pochissimi soggetti, con barriere enormi all'ingresso di nuovi concorrenti, perché la credibilità di un'agenzia di rating si costruisce solo in decenni di storia e di rapporti con gli investitori — non basta aprire un'azienda nuova e cominciare a dare voti, nessuno se ne fiderebbe.

Da servizio a arbitro globale

Da un semplice elenco di treni sicuri o rischiosi, nel giro di sessant'anni, il rating diventa un ingranaggio incorporato nelle regole del sistema finanziario mondiale. Non solo americano: come vedremo nei prossimi

capitoli, anche le regole bancarie europee — gli accordi internazionali noti come Basilea — hanno finito per dare un peso simile ai voti delle stesse tre agenzie, per decidere quanto capitale devono accantonare le banche europee sui titoli che possiedono, inclusi i titoli di Stato.

Tre società private, nate per aiutare gli investitori a orientarsi tra migliaia di obbligazioni ferroviarie, sono diventate, di fatto, arbitri globali che pesano sulle scelte di bilancio di interi paesi — Italia inclusa, come vedremo con dati precisi nel Capitolo 5.

Ma prima di arrivare ai fatti italiani, c'è un altro pezzo fondamentale della storia da capire: come cambia il comportamento di un'azienda quando chi la paga non è più chi legge il suo giudizio, ma chi viene giudicato. È il tema del prossimo capitolo, ed è il cuore del problema di tutto questo libro.

Capitolo 3 — Il conflitto di interesse all'origine di tutto

Una domanda semplice: chi paga il giudice?

Prova a immaginare un tribunale in cui l'imputato paga di tasca sua lo stipendio del giudice che deve giudicarlo. Non è ancora detto che quel giudice sia disonesto. Ma capisci subito che c'è un problema: se l'imputato può scegliere un giudice diverso, magari

più clemente, e pagarlo di più, il giudice «severo» rischia di restare senza lavoro.

Questo esempio, per quanto estremo, descrive con precisione il problema principale delle agenzie di rating oggi. Si chiama, in inglese, **modello «issuer pays»**, che significa «paga chi emette il titolo».

Come funzionava prima, e come funziona oggi

Nel capitolo precedente abbiamo visto che le agenzie di rating nascono, agli inizi del Novecento, con un modello diverso: erano gli investitori, cioè chi comprava le obbligazioni, a pagare per leggere le analisi delle agenzie. Un investitore pagava un abbonamento, come si paga oggi un abbonamento a un giornale, per avere informazioni affidabili su cosa stava comprando. In questo schema, l'agenzia aveva ogni interesse a essere onesta: se avesse dato voti troppo generosi, gli investitori avrebbero perso fiducia e smesso di pagare.

Negli anni '70, questo modello cambia. Le agenzie di rating, con la scusa che le fotocopiatrici rendevano ormai troppo facile diffondere gratis le informazioni pagate dagli investitori, passano progressivamente a un nuovo modello: è **chi emette il titolo di debito — un'azienda, una banca, uno Stato — a pagare l'agenzia per farsi dare un voto.**

Da quel momento, il «cliente» dell'agenzia non è più chi legge il rating per decidere se fidarsi. È chi viene giudicato.

Perché questo cambia tutto

Con questo schema, un'agenzia di rating si trova davanti a un incentivo scomodo: se dà un voto troppo severo a un'azienda o a una banca, quella stessa azienda può decidere di rivolgersi a un'altra agenzia, più disposta a darle un voto migliore. Questa pratica ha perfino un nome tecnico usato dagli addetti ai lavori: «**ratings shopping**», letteralmente «fare shopping di rating» — come se un cliente scontento del prezzo in un negozio andasse a cercare un negozio più conveniente, ma qui il «prezzo» è la severità del giudizio.

Il rischio concreto è che le agenzie, per non perdere clienti importanti, tendano a essere più generose di quanto dovrebbero essere se fossero davvero indipendenti. Non significa che ogni singolo rating sia falsato di proposito. Significa che l'intero sistema è costruito su un incentivo strutturale che spinge, nel tempo, verso voti più alti di quanto la realtà giustificerebbe.

Il caso che ha mostrato il problema al mondo intero

Questo non è un ragionamento teorico. È esattamente quello che è successo, con conseguenze enormi, nella crisi finanziaria mondiale del 2007-2008 — quella che

in Italia chiamiamo comunemente «crisi dei mutui subprime».

Negli Stati Uniti, banche e società finanziarie impacchettavano migliaia di mutui casa — anche mutui dati a famiglie con redditi bassi o instabili, i cosiddetti mutui «subprime» — dentro prodotti finanziari complessi, poi venduti a investitori in tutto il mondo. Perché un investitore comprasse questi prodotti con fiducia, serviva un voto alto da un'agenzia di rating.

Ecco il dato che racconta tutto: nel 2006, **oltre il 90% delle fette (tranche) di questi prodotti legati ai mutui subprime ricevette un rating AAA** — il voto più alto possibile, lo stesso dato a paesi come la Germania. Questo nonostante, in alcuni pacchetti di mutui sottostanti, il tasso di famiglie che non riusciva più a pagare la rata superasse già il 20%.

Cosa successe dopo, quando la bolla dei mutui scoppiò? **Circa l'83% di quei rating AAA fu declassato** — in molti casi, in pochi mesi, fino a diventare «titoli spazzatura». Un voto che avrebbe dovuto dire «rischio quasi nullo» si rivelò, per la stragrande maggioranza dei casi, completamente sbagliato.

La stessa Securities and Exchange Commission americana, indagando su questi fatti nel 2008, individuò proprio nel modello «issuer pays» — aggravato dal fatto che le agenzie fornivano anche servizi di consulenza sulla struttura di questi prodotti finanziari complessi,

venendo così pagate due volte dallo stesso cliente — la causa principale di questo fallimento collettivo di giudizio.

Non solo eccesso di generosità: anche errori nel senso opposto

Va detto con onestà, per non semplificare troppo: le agenzie di rating non hanno sbagliato solo per eccesso di generosità. Nel caso della società energetica americana Enron, crollata in una delle bancarotte più clamorose della storia recente, le agenzie mantennero un giudizio positivo («investment grade») fino a pochi giorni prima del fallimento, dichiarato a dicembre 2001. In quel caso il problema non era solo il conflitto di interesse economico, ma anche l'incapacità — o la lentezza — nell'accorgersi che i conti dell'azienda erano truccati. Ne riparleremo con più equilibrio nel capitolo dedicato alle obiezioni.

Perché questo capitolo riguarda anche gli Stati

Fin qui abbiamo parlato soprattutto di aziende e di prodotti finanziari complessi. Ma lo stesso identico modello — chi viene giudicato paga chi lo giudica — vale anche per gli Stati, Italia compresa. Quando l'Italia riceve un voto da S&P, Moody's o Fitch, è (in larga parte) lo Stato italiano stesso a pagare quelle agenzie per il servizio, attraverso contratti di valutazione.

Questo non significa automaticamente che il voto dato all'Italia sia falsato — sarebbe un'accusa troppo semplice, e non è quello che vuole dire questo libro. Significa che lo stesso conflitto di interesse strutturale che ha contribuito alla crisi del 2008 è presente, in forma diversa, anche quando le stesse tre agenzie giudicano il debito pubblico di un intero paese.

Nel prossimo capitolo vedremo, con un meccanismo passo dopo passo, cosa succede davvero quando queste agenzie abbassano il voto a uno Stato: come un declassamento si trasforma, concretamente, in più interessi da pagare, meno soldi per la sanità e per le pensioni, e una spirale che può essere difficile da fermare.

Capitolo 4 — Come un declassamento alza il costo del debito

Il meccanismo, passo dopo passo

Nel primo capitolo abbiamo accennato al fatto che un rating più basso può far salire il costo del debito di uno Stato. In questo capitolo vogliamo mostrarti esattamente come funziona questo meccanismo, un passo alla volta, senza salti logici.

Primo passo. Uno Stato, per finanziare le proprie spese oltre a quello che incassa con le tasse, vende titoli di Stato — come i BTP italiani — a chi li vuole comprare: banche, fondi di investimento, assicurazio-

ni, anche cittadini comuni. In cambio dei soldi ricevuti, lo Stato promette di restituirli dopo un certo numero di anni, pagando nel frattempo un interesse.

Secondo passo. Un'agenzia di rating declassa lo Stato — cioè gli abbassa il voto — perché ritiene che sia diventato meno probabile che quello Stato riesca a restituire tutto il debito in modo puntuale e ordinato.

Terzo passo. Molti grandi investitori, come abbiamo visto nel primo capitolo, hanno regole interne — a volte anche obblighi di legge — che limitano quanto rischio possono correre. Se il voto scende sotto una certa soglia, alcuni di loro sono costretti a vendere quei titoli o a non comprarne di nuovi, indipendentemente da quello che pensano personalmente del paese.

Quarto passo. Con meno investitori disposti a comprare, o disposti a farlo solo in cambio di un interesse più alto per compensare il rischio percepito, lo Stato è costretto ad alzare l'interesse che offre sui nuovi titoli, per continuare a trovare chi glieli compra.

Quinto passo. Un interesse più alto sui nuovi titoli emessi significa più soldi pubblici destinati a pagare gli interessi sul debito, ogni anno, per tutta la durata di quei titoli — che può arrivare anche a trenta o quarant'anni per alcune emissioni. Più soldi vanno a pagare gli interessi, meno soldi restano per tutto il resto: sanità, scuola, pensioni, stipendi pubblici, investimenti.

Lo spread: il termometro di questo meccanismo

C'è una parola che avrai sentito spesso al telegiornale, soprattutto a partire dal 2011: **spread**. In inglese significa semplicemente «differenza». Lo spread di cui si parla di solito è la differenza tra l'interesse che l'Italia paga sui suoi titoli di Stato a dieci anni (i BTP) e l'interesse che paga la Germania sugli stessi titoli (i Bund), considerata dai mercati la più affidabile dell'eurozona.

Se l'Italia paga un interesse molto simile a quello della Germania, lo spread è basso: vuol dire che gli investitori considerano l'Italia quasi affidabile quanto la Germania. Se l'Italia deve offrire un interesse molto più alto della Germania per trovare compratori, lo spread è alto: vuol dire che gli investitori chiedono un «premio» più grande per il rischio che percepiscono.

Il rating e lo spread non sono la stessa cosa, ma sono strettamente collegati: un declassamento tende a far salire lo spread, perché segnala agli investitori un rischio maggiore, spingendoli a chiedere un interesse più alto proprio nel momento in cui il rating viene abbassato.

Un esempio con numeri concreti

Per capire quanto può pesare questo meccanismo, immagina che l'Italia debba rinnovare, in un anno, circa 300-400 miliardi di euro di titoli in scadenza

— una cifra realistica, dato che l'Italia ha uno dei debiti pubblici più alti al mondo in valore assoluto. Anche un aumento di appena un punto percentuale nell'interesse medio pagato su questa somma significa, nel tempo, diversi miliardi di euro in più di spesa pubblica destinati solo a pagare gli interessi — soldi che altrimenti avrebbero potuto finanziare ospedali, scuole, o riduzioni di tasse.

Non è un esercizio teorico. È esattamente quello che è successo all'Italia, con numeri precisi che vedremo nel prossimo capitolo, durante la crisi del 2011.

Perché questo meccanismo pesa sull'Italia, e non su ogni Stato del mondo

Prima di andare avanti, vale la pena chiarire un punto che questo libro dà per scontato ma che non lo è affatto: perché l'Italia deve convincere il mercato a comprare i propri titoli, offrendo un interesse deciso dai mercati e influenzato dal giudizio di tre agenzie private, invece di potersi finanziare direttamente attraverso la propria banca centrale? La risposta è l'euro. Con l'articolo 123 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea, la Banca Centrale Europea non può finanziare direttamente gli Stati membri — un vincolo raccontato nel dettaglio nel libro di questa collana «Il debito che non è un debito». Un paese a moneta sovrana, come il Giappone, il Regno Unito o gli Stati Uniti, ha invece una banca centrale che può, in ultima

istanza, sostenere il debito del proprio governo, con il limite reale dell'inflazione, non con la necessità di convincere un mercato influenzato da un voto emesso da un'agenzia privata. Il potere delle agenzie di rating raccontato in questo libro, in altre parole, non è una legge economica universale: è una conseguenza diretta e specifica della scelta dell'Italia — e degli altri paesi euro — di cedere alla BCE il controllo della propria moneta.

Un meccanismo che può alimentarsi da solo

C'è un aspetto particolarmente delicato di questo meccanismo: può trasformarsi in una spirale. Se gli interessi salgono troppo, lo Stato deve indebitarsi di più solo per pagare gli interessi vecchi. Questo può far crescere il debito complessivo, che a sua volta può convincere le agenzie di rating a declassare ulteriormente lo Stato, facendo salire ancora gli interessi. È un circolo che, se non viene fermato da un intervento esterno — come è successo in Europa con la Banca Centrale Europea, ne parleremo più avanti — può diventare molto difficile da spezzare con le sole forze di un singolo Stato.

Non è un meccanismo automatico e infallibile

Va detto con onestà: questo meccanismo non funziona sempre allo stesso modo, con la stessa intensità, in

ogni momento storico. Gli studi che hanno provato a misurare con precisione l'effetto di ogni singolo declassamento sui tassi di interesse italiani hanno trovato risultati non sempre chiari e univoci: a volte lo spread si muove nei giorni prima di un declassamento atteso (perché i mercati «anticipano» la decisione), a volte il mercato aveva già scontato l'informazione, a volte altri eventi politici o economici si sovrappongono nello stesso periodo, rendendo difficile isolare l'effetto di un singolo annuncio. Questo libro non vuole raccontarti un meccanismo meccanico e sempre identico. Vuole mostrarti la direzione generale, reale e verificabile, di un fenomeno che ha avuto conseguenze concrete e misurabili sulla vita di milioni di italiani.

Nel prossimo capitolo vedremo, con date e numeri precisi, cosa è successo davvero all'Italia tra il 2011 e il 2012, quando questo meccanismo si è manifestato nella sua forma più drammatica.

Capitolo 5 — L'Italia sotto esame: i declassamenti del 2011

L'anno che tutti ricordano, spiegato con ordine

Il 2011 è l'anno in cui la parola «spread» è entrata nel linguaggio quotidiano di milioni di italiani. In questo capitolo ricostruiamo, con date precise, cosa fecero

davvero le agenzie di rating in quei mesi, e cosa successe subito dopo.

Settembre 2011: il primo colpo

Il 19-20 settembre 2011, Standard & Poor's declassa l'Italia da **A+ ad A**, con prospettive (outlook) negative — cioè avvertendo che un ulteriore taglio era possibile a breve. La motivazione ufficiale parlava delle «deboli prospettive di crescita economica» dell'Italia, in un contesto politico già instabile, con il governo guidato da Silvio Berlusconi sotto forte pressione.

Ottobre 2011: Moody's segue, con un taglio più netto

Poche settimane dopo, Moody's declassa l'Italia in modo ancora più deciso: **tre gradini (notch) in una volta sola**, da Aa2 ad A2. Un taglio di tre gradini insieme, e non di uno solo come avviene di solito, è un segnale che l'agenzia considera la situazione particolarmente critica, non un semplice aggiustamento di routine.

9 novembre 2011: il record storico dello spread

Nel mezzo di questa sequenza di declassamenti, il 9 novembre 2011 lo spread tra BTP italiani e Bund tedeschi tocca il suo massimo storico: **574 punti base**, cioè 5,74 punti percentuali di differenza. Lo stesso giorno, il rendimento del BTP italiano a dieci anni sale al **7,47%**

— una soglia considerata dagli analisti come il limite oltre il quale, nel lungo periodo, il costo del debito diventa insostenibile per le finanze pubbliche di un paese come l'Italia.

Pochi giorni dopo, il 12 novembre 2011, Silvio Berlusconi si dimette da presidente del Consiglio. Al suo posto si insedia un governo tecnico guidato da Mario Monti, con il compito dichiarato di assicurare i mercati e ridurre la pressione sui conti pubblici italiani.

Gennaio 2012: la notte dei nove declassamenti

Il 13 gennaio 2012, Standard & Poor's compie un'operazione senza precedenti: declassa **nove paesi dell'eurozona nella stessa notte**, tra cui Francia (che perde per la prima volta la tripla A), Spagna, Austria e Italia. L'Italia scende di due gradini, entrando nella fascia **BBB+** — ancora dentro l'area «investment grade» (affidabile, secondo la definizione spiegata nel Capitolo 1), ma sempre più vicina al confine con la fascia sottostante.

Due settimane dopo, il 27 gennaio 2012, anche Fitch declassa l'Italia, di due gradini, da **A+ ad A-**.

Luglio 2012: l'ultimo colpo della sequenza

A luglio 2012 Moody's declassa nuovamente l'Italia, di altri due gradini, portandola da **A3 a Baa2** — a

un solo gradino di distanza dalla soglia che separa i titoli «affidabili» da quelli «speculativi», quella soglia critica di cui abbiamo parlato nel Capitolo 1.

Nel complesso, nei primi due mesi del 2012, tra le tre grandi agenzie, sono stati inflitti declassamenti a **sedici Stati dell'eurozona**. Non fu un caso isolato dell'Italia: fu una crisi che investì l'intera area euro, con l'Italia tra i paesi più colpiti a causa del suo debito pubblico particolarmente alto in rapporto alla sua economia.

L'intervento che cambiò la traiettoria

Questa spirale di declassamenti e tassi in salita si fermò solo quando intervenne un attore che nessuna agenzia di rating può controllare: la Banca Centrale Europea. Il 26 luglio 2012, a Londra, il presidente della BCE Mario Draghi pronunciò la frase che sarebbe diventata storica: **«Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.»** («Nell'ambito del nostro mandato, la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà abbastanza.»)

Da quel momento, con la promessa implicita di un intervento della Banca Centrale a difesa dell'euro se necessario, lo spread cominciò una discesa netta nei mesi successivi, anche prima che le misure concrete (un programma chiamato OMT, mai attivato ma sempre

disponibile come deterrente) venissero formalmente messe in campo.

Cosa ci insegna questa cronologia

Questa sequenza di fatti, verificabile data per data, mostra con chiarezza il meccanismo descritto nel capitolo precedente: declassamenti che si susseguono in poche settimane, uno spread che sale fino a livelli mai visti, un governo che cade nel mezzo della tempesta, e infine un intervento esterno — non delle agenzie di rating, ma della banca centrale — necessario per interrompere la spirale.

È anche una cronologia che mostra un limite reale del potere delle agenzie: da sole, non bastano a spiegare tutta la crisi. Contarono anche l'instabilità politica italiana, la crisi più ampia dell'eurozona che partiva dalla Grecia, e le regole strutturali dell'euro che racconteremo nel prossimo capitolo — quelle nate proprio per provare a limitare, dopo questa esperienza, il potere che le agenzie di rating avevano dimostrato di avere sui destini di interi paesi.

Capitolo 6 — Le regole europee sulle agenzie di rating

Dopo la tempesta, il tentativo di mettere delle regole

La sequenza di declassamenti raccontata nel capitolo precedente non passò inosservata a Bruxelles. Molti funzionari e politici europei accusarono le tre grandi agenzie americane di aver aggravato la crisi con il tempismo dei loro annunci — in alcuni casi arrivati a ridosso di riunioni decisive dei ministri delle finanze europei, in un momento in cui i mercati erano già nervosi. Da questa reazione nasce, nel 2013, un rafforzamento delle regole europee sulle agenzie di rating: il **Regolamento (UE) n. 462/2013**.

Cosa cambia, punto per punto

Questo regolamento modifica e rafforza un regolamento europeo precedente, del 2009, e introduce alcune novità concrete.

Un calendario fisso per i giudizi sugli Stati. Prima di questo regolamento, un'agenzia poteva, in teoria, pubblicare un declassamento su uno Stato in qualsiasi momento, anche a sorpresa. Da questo regolamento in poi, le agenzie devono seguire un calendario reso pubblico in anticipo — di norma non più di tre revisioni all'anno per ogni Stato, salvo situazioni eccezionali — proprio per evitare che un annuncio a sorpresa colga i

mercati impreparati, in orari o momenti scelti in modo da amplificare l'effetto.

Responsabilità civile. Per la prima volta, un'agenzia di rating può essere ritenuta legalmente responsabile — e quindi obbligata a risarcire un danno — se viola le regole del regolamento con dolo o colpa grave, causando un danno concreto a un investitore o a un'azienda o Stato giudicato. Prima di questa norma, le agenzie si erano sempre difese sostenendo che i loro rating erano semplici «opinioni», protette dalla libertà di espressione, e quindi non attaccabili legalmente per le conseguenze economiche che provocavano.

Limiti sui conflitti di interesse più grossolani. Il regolamento vieta esplicitamente a un'agenzia di pubblicare un rating su un soggetto che possiede più del 10% del suo capitale o dei suoi diritti di voto (e viceversa) — un modo per impedire i casi più evidenti di conflitto di interesse diretto tra chi valuta e chi è valutato.

Rotazione obbligatoria per alcuni prodotti complessi. Per alcuni strumenti finanziari particolarmente complicati — le «ricartolarizzazioni», cioè prodotti costruiti impacchettando altri prodotti già cartolarizzati, simili a quelli al centro della crisi del 2008 raccontata nel Capitolo 3 — le agenzie devono ruotare dopo un certo periodo, per evitare che un rapporto troppo lungo e stretto tra emittente e agenzia diventi un problema.

Una piattaforma pubblica europea. Dal giugno 2015 è attiva una piattaforma europea che raccoglie gratuitamente tutti i rating disponibili in un solo posto, gestita sotto la sorveglianza dell'ESMA — l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati, l'organismo che dal 2011 in poi ha anche il compito di registrare e controllare tutte le agenzie di rating che operano in Europa.

Cosa ha cambiato davvero, e cosa no

Questo capitolo, per essere onesto, deve dirti chiaramente cosa di questo regolamento ha funzionato e cosa no.

Cosa ha funzionato. Il calendario fisso ha effettivamente ridotto il rischio di annunci a sorpresa nei momenti più delicati. La possibilità di responsabilità legale, anche se raramente usata in pratica, ha spinto le agenzie a essere più caute e a documentare meglio le proprie decisioni. La sorveglianza dell'ESMA ha portato più trasparenza sulle metodologie usate dalle agenzie, che oggi pubblicano documenti dettagliati su come arrivano ai loro giudizi — un'informazione che prima era molto più opaca.

Cosa non ha cambiato. Il cuore del problema raccontato nel Capitolo 3 — il modello «issuer pays», in cui chi viene giudicato paga chi lo giudica — non è stato toccato da questo regolamento. Le tre grandi agenzie continuano a dominare il mercato con circa

il 94-95% di quota globale, e nessuna vera alternativa strutturale è emersa in Europa negli anni successivi, come vedremo nel prossimo capitolo. Le regole hanno reso il sistema più trasparente e più difficile da manipolare nei tempi, ma non hanno cambiato chi decide, in ultima analisi, il voto di uno Stato: restano le stesse tre aziende private di prima.

Un progresso reale, ma parziale

Questo capitolo non vuole liquidare il regolamento europeo come inutile: sarebbe disonesto. Prima del 2013, un'agenzia poteva annunciare un declassamento in qualsiasi momento senza alcuna responsabilità legale possibile, in un mercato quasi del tutto privo di sorveglianza pubblica europea diretta. Oggi esiste un calendario, esiste una responsabilità legale in teoria azionabile, esiste un'autorità pubblica che sorveglia il settore.

Ma il potere di fondo — tre aziende private che decidono quanto costa il debito di interi Stati, pagate in gran parte dagli stessi Stati che giudicano — resta sostanzialmente lo stesso di prima. È per questo che, dopo la crisi, alcuni in Europa hanno cominciato a chiedersi se non servisse qualcosa di più radicale: un'agenzia di rating che non fosse americana, e magari nemmeno privata. È la storia che raccontiamo nel prossimo capitolo.

Capitolo 7 — Un'alternativa possibile: un'agenzia di rating pubblica europea

Un'idea nata dalla rabbia della crisi

Nel pieno della crisi raccontata nei capitoli precedenti, tra il 2011 e il 2012, l'idea circolò con forza nei corridoi di Bruxelles e nei dibattiti pubblici europei: e se l'Europa creasse una propria agenzia di rating, indipendente dalle «tre sorelle» americane? Alcuni la immaginavano come un semplice nuovo concorrente privato. Altri, più radicalmente, la immaginavano come un'agenzia **pubblica**, finanziata dagli Stati europei o dalla stessa Unione Europea, proprio per rompere quello che abbiamo descritto come un oligopolio a tre nel Capitolo 2.

L'argomento a favore era semplice e, per molti, convincente: se le agenzie che giudicano l'Italia, la Spagna, la Grecia sono tutte americane, con sede a New York, quanto possiamo fidarci che il loro giudizio non risenta anche di una visione «esterna» all'Europa, magari poco sensibile alle particolarità del sistema europeo? Un'agenzia europea, si diceva, avrebbe potuto offrire un punto di vista complementare, radicato nella conoscenza diretta delle economie del continente.

Il tentativo più concreto: un progetto mai davvero decollato

Il tentativo più serio in questa direzione fu un progetto di consorzio, sostenuto da alcune fondazioni e istituti tedeschi, pensato come una via di mezzo tra pubblico e privato — un'agenzia europea capace di competere con le tre grandi senza essere controllata direttamente da nessuno Stato, per non cadere in un conflitto di interesse opposto a quello raccontato nel Capitolo 3. Il progetto raccolse un certo interesse iniziale, ma non riuscì mai a mettere insieme abbastanza capitale, né a costruire in tempi brevi la credibilità necessaria per diventare un punto di riferimento reale per gli investitori internazionali.

Perché non si è mai realizzata davvero

Gli osservatori che hanno studiato questo tentativo, e le altre proposte simili discusse nel Parlamento Europeo negli anni successivi, individuano tre ostacoli principali, e vale la pena raccontarli con onestà, perché aiutano a capire perché il problema di fondo non è facile da risolvere.

Il rischio di un conflitto di interesse opposto. Se un'agenzia di rating fosse finanziata, anche indirettamente, dagli Stati europei, chi la costruisce dovrebbe rispondere a una domanda scomoda: come si può garantire che quell'agenzia non venga sospettata — a torto o a ragione — di essere più indulgente proprio

con gli Stati che la finanziano? Il modello «issuer pays» raccontato nel Capitolo 3 nasce da un problema simile: chi paga tende, anche senza volerlo, a influenzare chi giudica. Un'agenzia pubblica europea rischierebbe di ereditare lo stesso identico problema, solo con un nome diverso sul finanziatore.

La credibilità si costruisce in decenni, non in pochi anni. Le tre grandi agenzie hanno più di un secolo di storia, di rapporti costruiti con investitori di tutto il mondo, di dati storici accumulati su migliaia di casi di default e di successo. Un investitore giapponese o americano che deve decidere se fidarsi del giudizio su un titolo di Stato europeo tende a fidarsi di più di un nome che conosce da decenni, piuttosto che di un'agenzia nuova, per quanto ben intenzionata. Costruire quella fiducia richiede tempo — molto più tempo di quanto una crisi politica, per quanto grave, sia disposta a concedere.

Mancanza di un finanziamento solido e duraturo. Un'agenzia di rating credibile ha bisogno di analisti esperti, di accesso a dati economici in tempo reale su decine di paesi, di strutture legali capaci di reggere eventuali cause. Costruire e mantenere tutto questo richiede investimenti continui, non un finanziamento una tantum legato all'emergenza del momento. Quando l'urgenza della crisi 2011-2012 si è attenuata, con lo spread in discesa dopo l'intervento della BCE raccontato nel capitolo precedente, anche la spinta politica

a finanziare stabilmente un'alternativa europea si è progressivamente affievolita.

A questi tre ostacoli si aggiunge una posizione più recente della stessa Commissione Europea, che ha dichiarato come una nuova agenzia di rating, oggi, aggiungerebbe relativamente poco alle informazioni già disponibili per gli investitori attraverso altri canali — una posizione che, va detto, riflette anche una certa cautela politica verso un progetto che non ha mai trovato un consenso solido tra tutti gli Stati membri.

Un'idea che non è morta, ma è rimasta sulla carta

Questo capitolo non vuole convincerti che un'agenzia di rating pubblica europea sia la soluzione facile che risolverebbe tutto. Sarebbe disonesto, alla luce degli ostacoli reali appena descritti. Ma vuole anche mostrarti che l'idea non è mai stata seriamente messa alla prova con un finanziamento e un impegno politico continuativi: è rimasta, per lo più, un argomento di dibattito nei momenti di crisi, per poi essere accantonata quando l'emergenza passava.

Nel Capitolo 9 di questo libro, dedicato a cosa si potrebbe fare concretamente, torneremo su questa idea insieme ad altre proposte più realistiche, valutando pro e contro con lo stesso equilibrio. Ma prima, nel prossimo capitolo, dobbiamo fare una cosa che questo libro considera essenziale: guardare in faccia gli argo-

menti più seri di chi difende il ruolo delle agenzie di rating così come esistono oggi, senza sconti e senza caricature.

Capitolo 8 — Le obiezioni, trattate con onestà

Perché questo capitolo è il più importante del libro

Fin qui abbiamo mostrato, con fatti verificabili, un conflitto di interesse strutturale nel modello di pagamento delle agenzie di rating, un potere concentrato in tre società private, e una sequenza di declassamenti che ha avuto conseguenze reali e pesanti sull'Italia nel 2011-2012. Ma da questi fatti ad affermare che «quindi le agenzie di rating non servono a niente, o servono solo a danneggiare gli Stati» c'è un salto che questo libro non vuole fare, perché non sarebbe onesto. In questo capitolo affrontiamo gli argomenti più seri di chi difende il ruolo di queste agenzie, quelli che meritano una risposta vera.

Prima obiezione: il rating è un segnale utile, e serve davvero

Immagina di dover valutare, da solo, l'affidabilità finanziaria di 190 Stati diversi nel mondo, ciascuno con i propri conti pubblici, la propria storia politica, le proprie regole di bilancio. Nessun singolo investitore

- nemmeno il più grande fondo pensione del mondo
- ha il tempo, le competenze e le risorse per fare da solo questo lavoro su ogni possibile investimento.

Le agenzie di rating, con tutti i limiti raccontati in questo libro, riducono un problema reale che in economia si chiama **asimmetria informativa**: la situazione in cui chi deve decidere se prestare soldi ne sa strutturalmente meno di chi li riceve. Un voto sintetico, per quanto imperfetto, permette a migliaia di investitori di confrontare rapidamente il rischio di paesi e aziende diverse, invece di ripartire ogni volta da zero. Eliminare del tutto questo servizio, senza sostituirlo con qualcosa di altrettanto diffuso e riconosciuto, lascerebbe un vuoto informativo reale, non solo teorico.

Seconda obiezione: senza un controllo esterno, il rischio di spesa senza freni è concreto

C'è un secondo argomento, molto usato da chi difende il ruolo attuale delle agenzie: se nessun soggetto esterno, indipendente dal governo di turno, valutasse pubblicamente la sostenibilità dei conti di uno Stato, quel governo potrebbe essere tentato a indebitarsi sempre di più, rimandando il conto alle generazioni future, senza che nessun segnale di allarme condiviso dai mercati arrivasse in tempo utile.

È un argomento serio, che merita rispetto. Le agenzie di rating, con i loro limiti, rappresentano oggi uno dei

pochi meccanismi che possono, in teoria, mettere sotto pressione un governo che sta gestendo male i conti pubblici, anche quando l'opposizione politica interna non ha la forza o la volontà di farlo. Non è un caso che, come vedremo nel Capitolo 9, anche le proposte più critiche verso le agenzie di rating raramente propongono di eliminarle del tutto: propongono, piuttosto, di affiancarle con controlli aggiuntivi, non di lasciare un vuoto assoluto al loro posto.

Terza obiezione: le agenzie non sono sempre state «troppo severe»

Questo libro ha raccontato, nel Capitolo 3, un caso in cui le agenzie sono state accusate di eccessiva generosità — i rating AAA dati a prodotti legati ai mutui subprime prima della crisi del 2008. Ma un libro onesto deve raccontare anche il caso opposto: quello di Enron, la società energetica americana crollata in una delle bancarotte più clamorose della storia recente, alla fine del 2001. In quel caso, le agenzie di rating mantennero un giudizio positivo su Enron fino a pochissimi giorni prima del fallimento — un errore nella direzione opposta rispetto a quello del 2008, ma altrettanto grave per chi aveva investito fidandosi di quel giudizio.

Questo esempio serve a bilanciare la narrazione di questo libro: le agenzie di rating non sono sistematicamente «troppo severe» con chi giudicano, né sistematicamente «troppo generose». Il problema di fondo,

come raccontato nel Capitolo 3, è un incentivo strutturale che spinge verso la generosità nel modello issuer-pays — ma questo non significa che ogni singolo errore delle agenzie vada nella stessa direzione, né che il loro lavoro sia sempre e comunque manipolato.

Quarta obiezione: dal 2011 qualcosa è davvero cambiato

Come raccontato nel Capitolo 6, il regolamento europeo del 2013 ha introdotto calendari fissi, responsabilità legale, più trasparenza sulle metodologie e una sorveglianza pubblica attraverso l'ESMA. Non è un cambiamento cosmetico: prima di queste regole, un'agenzia poteva pubblicare un declassamento a sorpresa, in qualsiasi momento, senza nessuna responsabilità legale possibile per le conseguenze. Oggi questo non è più vero. Chi sostiene che «niente è cambiato dal 2011» non sta raccontando l'intera storia.

Cosa resta, dopo le obiezioni

Anche tenendo conto di tutti questi argomenti, il punto centrale di questo libro resta in piedi: **il modello di pagamento delle agenzie di rating contiene un conflitto di interesse strutturale**, il mercato è dominato da tre soli soggetti privati con un potere enorme e mai votato da nessun cittadino, e i declassamenti del 2011-2012 hanno avuto conseguenze reali e misurabili sulla vita di milioni di italiani. Questo non significa che le agenzie di rating siano inutili,

né che vadano abolite senza sostituirle con qualcosa. Significa che il sistema attuale, anche dopo le riforme, ha ancora margini enormi di miglioramento — ed è di questo che parliamo nel prossimo capitolo, con proposte concrete, non con slogan.

Capitolo 9 — Cosa si potrebbe fare

Non utopie, proposte reali

In questo capitolo non parliamo di scenari immaginari, come «aboliamo le agenzie di rating da un giorno all'altro» — un'idea che, come abbiamo visto nel capitolo precedente, lascerebbe un vuoto informativo reale, senza niente di pronto per sostituirlo. Parliamo invece di proposte concrete, già discusse oggi da economisti, istituzioni europee e osservatori del settore, che potrebbero ridurre i problemi raccontati in questo libro senza eliminare del tutto un servizio che, con tutti i suoi limiti, resta utile.

Separare davvero chi paga da chi giudica

La proposta più diretta, che va al cuore del problema descritto nel Capitolo 3, è cambiare il modello di pagamento: passare, almeno in parte, da un sistema «issuer pays» (paga chi viene giudicato) a un sistema in cui il costo del rating sia sostenuto collettivamente da chi lo usa — per esempio attraverso un fondo comune alimentato dagli investitori istituzionali, o da una piccola tassa sulle transazioni finanziarie, che poi finanzia il

lavoro delle agenzie in modo indipendente dal singolo emittente giudicato.

Non è un'idea nuova: è stata discussa più volte nel dibattito accademico ed europeo dopo la crisi del 2008. Il motivo per cui non è mai stata attuata su larga scala è organizzativo, non teorico: servirebbe un accordo internazionale per evitare che le agenzie semplicemente si spostassero verso paesi con regole più permissive, e servirebbe un meccanismo equo per decidere quanto ogni investitore dovrebbe contribuire. Ma il principio di fondo — separare chi paga da chi giudica — è lo stesso che applichiamo già in altri ambiti, per esempio quando un revisore dei conti indipendente non può essere pagato direttamente, in modo diretto e senza controlli, dall'azienda che deve controllare.

Trasparenza obbligatoria sui modelli di valutazione

Un'altra proposta concreta, meno radicale ma più facile da realizzare in tempi brevi, è obbligare le agenzie di rating a rendere pubblici, in modo dettagliato e comprensibile, i criteri esatti con cui arrivano a un determinato voto — non solo le linee guida generali, come avviene già in parte oggi dopo il regolamento europeo del 2013 raccontato nel Capitolo 6, ma i pesi specifici dati a ogni fattore (crescita economica, livello del debito, stabilità politica, e così via) per ogni singolo rating pubblicato.

Questo permetterebbe a economisti indipendenti, giornalisti e cittadini informati di verificare se un declassamento è coerente con i criteri dichiarati dall'agenzia stessa, riducendo il sospetto — sempre presente, anche quando infondato — che alcune decisioni siano influenzate da fattori non dichiarati.

Rafforzare davvero un'alternativa pubblica europea, con un finanziamento stabile

Nel Capitolo 7 abbiamo raccontato perché il tentativo di creare un'agenzia di rating pubblica europea non è mai davvero decollato: mancanza di finanziamento stabile, difficoltà a costruire credibilità in tempi brevi, rischio di un conflitto di interesse opposto. Questi ostacoli sono reali, ma non sono impossibili da superare, se esistesse una volontà politica europea duratura, non legata solo ai momenti di emergenza.

Un modello possibile, discusso da alcuni economisti, è quello di un'agenzia europea finanziata non dai singoli Stati (per evitare il sospetto di indulgenza reciproca), ma da un fondo europeo comune, con un mandato di indipendenza scritto nei trattati, sul modello dell'indipendenza già garantita alla Banca Centrale Europea rispetto ai governi nazionali. Non risolverebbe da solo il problema del conflitto di interesse — un'agenzia pubblica avrebbe comunque bisogno di regole rigorose di indipendenza — ma introdurrebbe

finalmente una voce alternativa, radicata in Europa, accanto alle tre agenzie americane che oggi dominano il mercato quasi senza contrappesi.

Ridurre la dipendenza automatica delle regole bancarie dai rating privati

Come raccontato nel Capitolo 2, il potere delle agenzie di rating nasce anche dal fatto che le regole bancarie internazionali (gli accordi di Basilea) e le normative europee hanno incorporato i loro voti direttamente dentro le regole di capitale delle banche. Una proposta discussa da tempo, anche in sede di G20, è ridurre questa dipendenza automatica, permettendo alle banche e alle autorità di vigilanza di usare anche altri strumenti di valutazione del rischio — modelli interni verificati da autorità pubbliche, per esempio — invece di appoggiarsi quasi esclusivamente ai voti di tre soli soggetti privati.

Questo non eliminerebbe l'utilità dei rating come segnale, discussa nel capitolo precedente, ma ridurrebbe il loro potere «meccanico» di far scattare automaticamente obblighi di vendita in massa quando un titolo viene declassato sotto una certa soglia — uno degli aspetti più pericolosi del meccanismo raccontato nel Capitolo 4.

Cosa hanno in comune queste proposte

Nessuna di queste proposte elimina da sola il problema raccontato in questo libro. Ma tutte condividono

un'idea di fondo: **il potere delle agenzie di rating non deriva da una legge di natura, ma da scelte regolatorie precise, prese in momenti storici precisi** — la designazione NRSRO del 1975, il passaggio al modello issuer-pays negli anni “70, l’incorporazione dei rating nelle regole bancarie internazionali. Scelte prese da esseri umani, in istituzioni pubbliche, possono in teoria essere corrette da altre scelte, altrettanto umane e altrettanto istituzionali.

Sono proposte che richiedono accordo politico internazionale, quindi tempi lunghi e negoziazioni complesse — non meno complesse di quelle già viste nel Capitolo 7 per l’agenzia europea. Ma sono proposte reali, già discusse nel dibattito economico e istituzionale — non fantasie.

Il ruolo di chi vota

Come per ogni proposta di riforma raccontata in questa collana, queste idee diventano realtà solo se governi e istituzioni sentono una pressione reale a muoversi — e i governi, lo ripetiamo, tendono a muoversi quando percepiscono che l’opinione pubblica ha capito il problema, non prima. Questo ci porta all’ultimo capitolo di questo libro: cosa puoi fare tu, da subito, con quello che hai appena imparato.

Capitolo 10 — Cosa puoi fare tu, adesso

Non sei una goccia nel mare

Se sei arrivato fin qui, ora sai una cosa che la maggior parte delle persone intorno a te probabilmente non sa, o conosce solo in modo vago: il rating non è un giudizio neutro calato dall'alto, come una legge di natura. È il voto di tre società private, pagate in gran parte da chi giudicano, con un potere costruito nel tempo da scelte regolatorie precise. Hai visto cosa è successo davvero all'Italia nel 2011 e nel 2012, con date e cifre verificabili. Hai visto perché quel meccanismo può arrivare fino alla rata del mutuo di una famiglia qualunque.

Questo non ti dà, da solo, il potere di cambiare le regole europee o americane domani mattina. Ma ti dà qualcosa di reale: la capacità di leggere una notizia su un declassamento senza farti prendere dal panico, e senza liquidarla come irrilevante.

La prima cosa che puoi fare: leggere una notizia sul rating con occhi diversi

La prossima volta che leggerai un titolo come «l'Italia è stata declassata da Standard & Poor's», prova a farti tre domande semplici, che questo libro ti ha insegnato a fare: **Chi ha pagato per questo giudizio?** Nella maggior parte dei casi, in parte lo stesso Stato

giudicato. **Di quanti gradini si tratta, e rispetto a quale soglia?** Un declassamento di un gradino dentro la fascia «investment grade» è una cosa. Un declassamento che avvicina un titolo alla soglia «speculative grade» è tutta un'altra cosa, con conseguenze molto più concrete, come hai visto nel Capitolo 1. **Cosa dicono le altre due agenzie, nello stesso periodo?** Se tutte e tre si muovono nella stessa direzione, il segnale è più forte. Se una sola si muove, mentre le altre restano ferme, vale la pena chiedersi perché.

Non serve diventare un esperto di finanza per fare queste domande. Bastano le informazioni che hai trovato in questo libro.

La seconda cosa che puoi fare: non farti prendere né dal panico né dall'indifferenza

Questo libro ti ha mostrato che i declassamenti hanno conseguenze reali — non è propaganda, sono fatti verificabili con date e numeri precisi. Ma ti ha mostrato anche, nel capitolo delle obiezioni, che le agenzie di rating non sono infallibili, né sistematicamente ostili, né onnipotenti: la crisi del 2011-2012 si è fermata anche grazie a un intervento della Banca Centrale Europea, non per una improvvisa gentilezza delle agenzie stesse. Un declassamento è un segnale serio da capire, non una sentenza definitiva da subire in silenzio, né un evento da ignorare come se non contasse nulla.

La terza cosa che puoi fare: parlarne

Non serve diventare un economista per parlare di questo argomento con le persone che conosci — un familiare, un collega, un amico al bar. Basta raccontare, con parole semplici come quelle di questo libro, l'esempio del tribunale in cui l'imputato paga il giudice, o la cronologia precisa di cosa è successo all'Italia nel 2011. Sono esempi che si ricordano facilmente, e che aprono discussioni diverse da quelle abituali, spesso ridotte a «i mercati hanno bocciato l'Italia» senza mai spiegare chi sono davvero questi mercati.

La quarta cosa che puoi fare: condividere questo libro

Questo libro è pensato per essere condiviso liberamente, gratuitamente, con chiunque tu conosca — non è un caso: più persone lo leggono, più diventa possibile che questo tema entri davvero nel dibattito pubblico, invece di restare confinato tra pochi addetti ai lavori di finanza. Se conosci qualcuno a cui piacerebbe capire meglio questi temi, mandaglielo. Se fai parte di un gruppo, un'associazione, un canale, condividilo lì.

Questo libro fa parte della collana **Contropotere**, che racconta altri meccanismi simili — dal debito pubblico ai trattati europei, dal prezzo dell'energia alle regole bancarie — sempre con lo stesso obiettivo: spiegare con parole semplici cose che troppo spesso vengono lasciate solo agli «addetti ai lavori», mentre riguarda-

no la vita di tutti. Tutti i titoli della collana sono disponibili gratuitamente su **contropotere.com**.

La quinta cosa che puoi fare: incrociare le fonti

Non crederci sulla parola nemmeno a questo libro. Ogni capitolo che hai letto contiene fatti verificabili: date, cifre, testi di regolamenti, dichiarazioni pubbliche. Se qualcosa ti ha colpito particolarmente, cerca conferma su altre fonti — non solo quelle che ti danno ragione, ma anche quelle che portano un punto di vista diverso, come abbiamo fatto noi stessi nel Capitolo 8 con le obiezioni. Un'idea che regge al confronto con chi non è d'accordo è un'idea più solida di una che viene ripetuta solo tra chi la pensa già allo stesso modo.

Per finire

I politici e le istituzioni seguono l'opinione pubblica molto più spesso di quanto la guidino — non per virtù, ma perché è così che funziona, nella pratica, la politica in una democrazia, anche quando le decisioni sembrano prese lontano, a Bruxelles o a New York. Quando abbastanza persone capiscono un meccanismo come quello raccontato in questo libro, quel meccanismo smette di essere un argomento riservato agli esperti, e diventa un argomento di cui si può discutere apertamente, con proposte concrete come quelle viste nel capitolo precedente.

Non sei una goccia isolata in un oceano che non puoi cambiare. Il mare, in fondo, è fatto solo di gocce — e nella storia sono bastate meno persone consapevoli di quante te ne aspetti per cambiare la direzione di una corrente.

Grazie per aver letto fino in fondo. Buona diffusione.

Nota sulla trasparenza nell'uso dell'intelligenza artificiale

Questo libro è stato scritto con il supporto di strumenti di intelligenza artificiale, usati per la ricerca preliminare delle fonti, la prima stesura dei testi a partire da una scaletta e da indicazioni editoriali definite dall'autore, e la revisione linguistica e strutturale.

Restano interamente umane: la scelta del tema e la tesi del libro, la verifica di ogni fatto, cifra e citazione contro una fonte primaria o istituzionale prima della pubblicazione, la decisione editoriale finale su cosa viene pubblicato o corretto, e la responsabilità editoriale dei contenuti — che resta in capo all'autore, mai allo strumento di intelligenza artificiale utilizzato.

Questa nota risponde agli obblighi di trasparenza previsti dall'art. 50 del Regolamento (UE) 2024/1689 (AI Act), applicabile dal 2 agosto 2026.

Se trovi un errore, una fonte imprecisa o un'affermazione che ritieni non verificata correttamente, scrivi a redazione@contropotere.com — ogni

segnalazione fondata porta a una correzione pubblica del testo. Questo libro fa parte della collana **Contropotere**: gli altri titoli sono disponibili gratuitamente su **contropotere.com**.