



Consiglio
dell'Unione europea

Bruxelles, 27 ottobre 2015
(OR. en)

13481/15

ECOFIN 814
UEM 388
EF 193

NOTA DI TRASMISSIONE

| | |
|----------------|---|
| Origine: | Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea |
| Data: | 26 ottobre 2015 |
| Destinatario: | Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea |
| n. doc. Comm.: | COM(2015) 515 final |
| Oggetto: | RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL CONSIGLIO sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano |

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2015) 515 final.

All.: COM(2015) 515 final



Bruxelles, 23.10.2015
COM(2015) 515 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL
CONSIGLIO**

**sull'opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il
debito sovrano**

I. Introduzione

La crisi del debito sovrano che ha recentemente colpito l'Unione europea ha rivelato l'esistenza di squilibri macroeconomici e ha messo in luce i rischi derivanti da un eccessivo affidamento ai rating esterni del debito sovrano. I rating del credito del debito sovrano sono rilevanti per calcolare gli oneri finanziari a carico dei governi. Durante la crisi, un eccessivo affidamento ai rating del credito ha ingenerato turbative del mercato che, in determinate circostanze, potrebbero compromettere la stabilità finanziaria dell'UE.

Sarebbe possibile attenuare le ripercussioni negative dell'eccessivo affidamento ai rating sovrani se i soggetti che investono nel mercato europeo delle obbligazioni sovrane valutassero essi stessi il merito di credito degli emittenti sovrani europei, anziché affidarsi esclusivamente e automaticamente a rating esterni. Per eseguire una propria valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani, questi soggetti dovrebbero disporre di informazioni accurate e rilevanti.

Una corretta valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani europei favorisce gli investimenti nelle obbligazioni sovrane degli Stati membri dell'UE e contribuisce a una maggiore fiducia complessiva da parte degli investitori nel mercato dei singoli Stati membri. Tale fiducia influenza le decisioni relative agli investimenti in altre classi di attivi negli Stati membri considerati, ad esempio gli investimenti in imprese ed enti finanziari stabiliti in tali paesi. La disponibilità di informazioni adeguate e accurate sul merito di credito degli emittenti sovrani europei potrebbe contribuire agli orientamenti politici del presidente Juncker come elemento fondamentale per stimolare gli investimenti.

La presente relazione descrive i rischi rilevati dovuti all'eccessivo affidamento ai rating delle obbligazioni sovrane (sezione II) e la risposta politica data finora (sezione III). Successivamente la relazione valuta se le fonti di informazione attualmente disponibili siano sufficienti e adeguate per consentire agli investitori di eseguire una propria valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani (sezione IV) o se non sia opportuno disporre di uno strumento supplementare – ove possibile sotto forma di una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano¹ – in grado di integrare le informazioni esistenti (sezioni V e VI).

II. Eccessivo affidamento ai rating esterni nei mercati delle obbligazioni sovrane

1. Rischi derivanti da un eccessivo affidamento ai rating delle obbligazioni sovrane

La recente crisi del debito sovrano ha evidenziato i rischi di un eccessivo affidamento ai rating sovrani e ha dimostrato che, in presenza di determinate condizioni economiche, tale eccessivo affidamento potrebbe creare i cosiddetti “effetti precipizio” (*cliff effects*),

¹ Articolo 39 *ter*, paragrafo 2, del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito (GU L 302 del 17.11.2009, pag. 1).

nel senso che gli investitori riducono le proprie esposizioni verso determinate obbligazioni sovrane e altri strumenti di debito, con potenziali effetti di destabilizzazione finanziaria. Gli “effetti precipizio” possono verificarsi a seguito di un declassamento del rating del credito, in particolare se esso scende al di sotto di una certa soglia. In tali circostanze si possono determinare effetti aggiuntivi sulla liquidità a causa della necessità di soddisfare requisiti patrimoniali obbligatori, come è emerso con chiarezza durante l’ultima crisi finanziaria, quando il peggioramento delle prospettive economiche ha messo sotto pressione le finanze pubbliche. La conseguenza è stata il declassamento delle obbligazioni sovrane, che ha prontamente indotto enti finanziari e investitori a liquidare gli strumenti di debito in loro possesso. Queste reazioni del mercato sono state accentuate dai riferimenti ai rating contenuti in alcune norme finanziarie² e da un eccessivo affidamento contrattuale ai rating da parte degli enti finanziari.

L’impatto potenziale dei rating sovrani va ben al di là degli effetti immediati sulle obbligazioni sovrane dei paesi sottoposti a rating e può provocare ricadute negative su mercati diversi e persino su paesi diversi con forti legami economici (“effetto contagio”). Questi effetti sono acuiti dalle interconnessioni esistenti tra i rating del credito degli emittenti sovrani e i rating dei soggetti situati all’interno degli stessi emittenti sovrani. Tali legami sono la conseguenza dei metodi applicati dalle agenzie di rating del credito, che spesso limitano il rating del credito più favorevole di uno strumento finanziario in una determinata giurisdizione al rating dell’emittente sovrano (spesso indicato come “*sovereign ceiling*”). Ne consegue che il declassamento di un emittente sovrano provoca spesso il declassamento di altri strumenti finanziari situati nell’emittente sovrano in questione, compresi i rating delle obbligazioni societarie e degli enti finanziari.

2. Osservazioni sui rating del debito sovrano e sui mercati obbligazionari dell’UE

Prove empiriche ricavate dalla crisi del debito sovrano nell’UE hanno dimostrato che c’è stata una reazione significativa dei differenziali di rendimento delle obbligazioni statali a variazioni sia delle quotazioni dei rating che delle prospettive dei rating, il che è particolarmente importante nel caso di annunci negativi³. È stato dimostrato inoltre che i

² Ad esempio, riferimenti ai rating del credito esterni sono contenuti nel metodo standardizzato per il calcolo dei requisiti patrimoniali per le banche (direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE, GU L 176 del 27.6.2013, pag. 338 (CRD IV) e regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, GU L 176 del 27.6.2013, pag. 1 (CRR)), dei requisiti patrimoniali per le imprese di assicurazione (regolamento delegato (UE) 2015/35 della Commissione, del 10 ottobre 2014, che integra la direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione, GU L 12 del 17.1.2015, pag. 1 (Solvibilità II)) e dei requisiti di margine per le controparti non compensate a livello centrale.

³ Afonso, A., Furceri, D. e Gomes, P., *Sovereign Credit Ratings and Financial Market Linkages, Application to European Data* (Rating sovrani e collegamenti coi mercati finanziari, applicazione ai dati europei), serie dei documenti di lavoro della BCE, numero 1347, ottobre 2011, disponibile all’indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1347.pdf>.

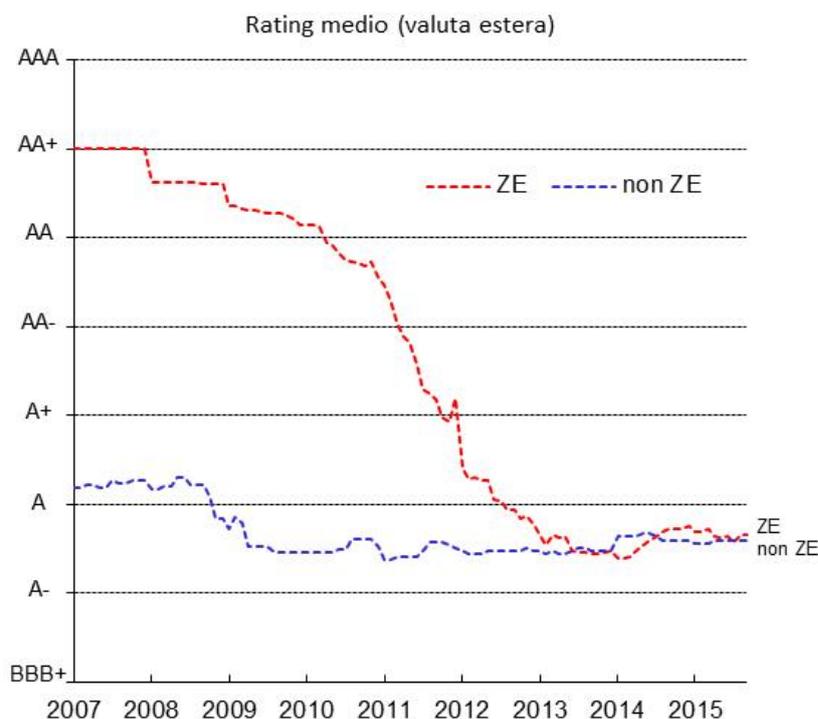
declassamenti dei rating sovrani hanno ricadute significative in termini statistici ed economici sia tra i paesi che tra i mercati finanziari, il che implica che gli annunci delle agenzie di rating potrebbero alimentare l'instabilità finanziaria⁴.

Il grafico 1 mostra che, fino al 2008, i rating del credito degli Stati membri della zona euro erano mediamente superiori a quelli degli Stati membri non appartenenti alla zona euro: mentre il rating del credito medio degli Stati membri della zona euro era "AA+"⁵, quello degli Stati membri non appartenenti alla zona euro era mediamente "A". Soltanto dopo la crisi finanziaria, nel periodo 2009-2010, gli Stati membri appartenenti alla zona euro e quelli non appartenenti ad essa hanno registrato un peggioramento limitato e analogo dei rating del credito, in misura pari in media a due classi di rating. Inoltre, dall'inizio del 2011 gli Stati membri della zona euro hanno registrato declassamenti drastici, da una media di "AA" nel 2011 ad "A-" nel 2013. Attualmente il rating del credito medio degli Stati membri della zona euro è superiore a quello degli Stati membri non appartenenti alla zona euro, dopo una convergenza sulla classe di rating "A-" nel 2013.

⁴ Arezki, R., Candelon, B. e Sy, A. N. R., *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis* (Rating sovrani e ricadute sui mercati finanziari: prove derivanti dalla crisi del debito europeo), marzo 2011, serie dei documenti di lavoro dell'FMI, n. WP/11/68, disponibile all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1168.pdf>; Afonso, A., Gomes, P. e Taamouti, A., *Sovereign Credit Ratings, Market Volatility and Financial Gains* (Rating del credito sovrani, volatilità del mercato e proventi finanziari), serie dei documenti di lavoro della BCE, n. 1654, marzo 2014, disponibile all'indirizzo: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1654.pdf>.

⁵ Per facilitare la presentazione nel grafico 1, i rating del credito emessi da tre differenti agenzie (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) sono stati classificati secondo una scala di rating unica, che va da AAA (rischio di credito più basso) a D (rischio di credito più alto). La scala completa utilizzata per la classificazione è la seguente: AAA AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC+, CC, CC-, C+, C, C- e D. Leggendo il grafico 1 si dovrebbe tener conto del fatto che i metodi di rating sottostanti variano dall'una all'altra delle agenzie di rating considerate nell'esempio.

Grafico 1: tendenze dei rating sovrani nell'UE⁶



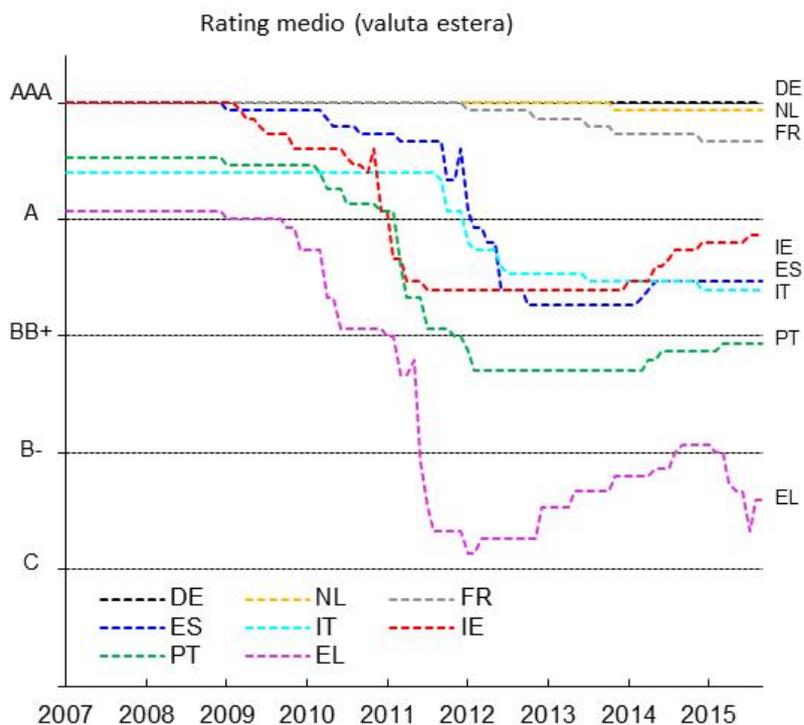
Fonte: elaborazioni proprie della Commissione europea

I grafici 2 e 3 mostrano l'andamento dei rating del credito di un numero selezionato di Stati membri appartenenti e non appartenenti alla zona euro; tale andamento corrobora l'analisi su illustrata. Prima del 2009 il campione dei paesi della zona euro era classificato "A" o in una classe di rating superiore, come indicato nel grafico 2. Durante la crisi del debito sovrano i rating del credito di alcuni Stati membri⁷ sono diminuiti drasticamente nel periodo 2010-2012 e sono in moderata ripresa dalla fine del 2013.

⁶ Il grafico mostra la media semplice non ponderata dei rating sovrani a lungo termine in valuta estera per gli Stati membri appartenenti e non appartenenti alla zona euro emessi da Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Il rating sintetico medio è stato determinato sulla base della distanza (numero di classi di rating) dalla tripla A e comprende il rating medio di dette agenzie di rating del credito con sufficiente copertura transnazionale. Per i confronti internazionali, i rating in valuta estera sono preferiti a quelli in valuta locale perché questi ultimi comprendono il rischio del tasso di cambio cui sono esposti gli investitori internazionali.

⁷ IE, EL, ES, IT, PT.

Grafico 2: tendenze dei rating sovrani nella zona euro.



Fonte: elaborazioni proprie della Commissione europea

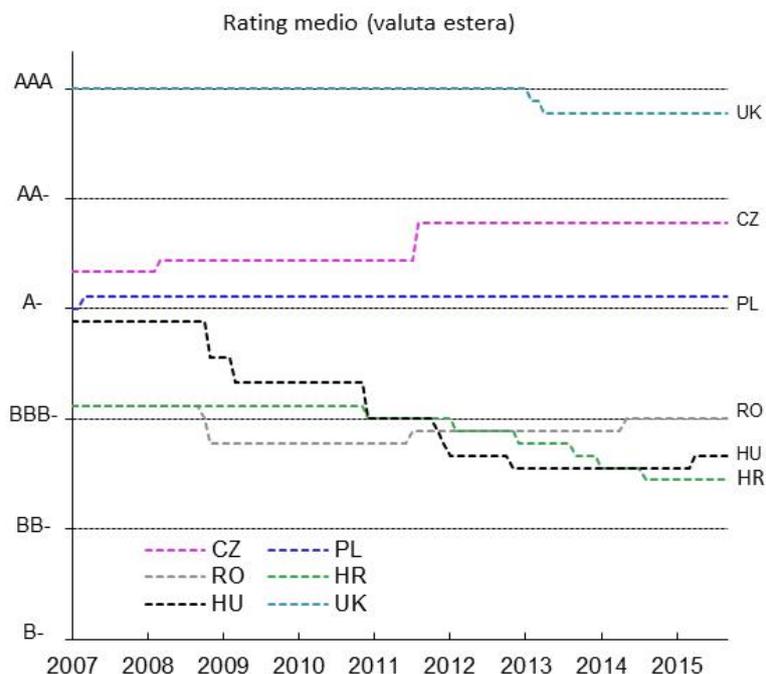
Nel caso degli Stati membri non appartenenti alla zona euro era stato osservato uno spettro molto più variegato dei rating del credito prima, durante e dopo la crisi del debito sovrano (grafico 3): mentre alcuni Stati membri non appartenenti alla zona euro avevano un rating del credito relativamente stabile⁸, altri avevano registrato un andamento verso il basso⁹ o verso l'alto¹⁰.

⁸ PL, RO.

⁹ HR, HU, UK.

¹⁰ CZ.

Grafico 3: tendenze dei rating sovrani negli Stati membri non appartenenti alla zona euro.



Fonte: elaborazioni proprie della Commissione europea.

3. Rendimenti delle obbligazioni sovrane

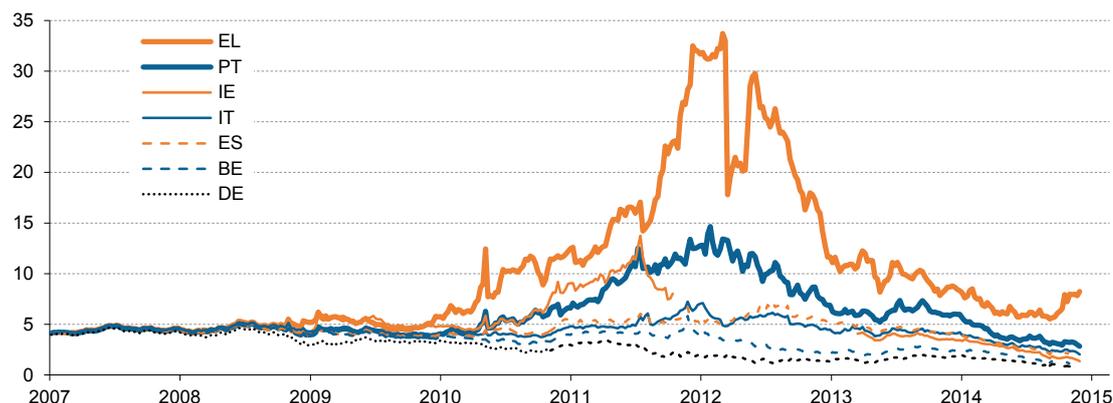
I rendimenti delle obbligazioni sovrane rappresentano un importante indicatore della percezione da parte degli investitori del profilo del rischio di credito di un emittente sovrano. Prima della crisi del debito sovrano i rendimenti delle obbligazioni della zona euro erano ampiamente convergenti¹¹, facendo quindi ritenere che gli investitori avessero lo stesso atteggiamento nei confronti del merito di credito di tutti gli Stati membri della zona euro, come dimostra il grafico 4. Durante la crisi tale situazione è radicalmente mutata: a partire dal 2008 gli investitori hanno ridotto la loro domanda di specifiche obbligazioni sovrane¹² ovvero hanno preteso proventi più elevati, come dimostra l'andamento dei rendimenti¹³. Alcuni altri Stati membri della zona euro hanno registrato una tendenza al ribasso dei rendimenti delle loro obbligazioni sovrane. Dal 2013 i rendimenti delle obbligazioni sovrane della zona euro stanno gradualmente tornando ai livelli pre-crisi; permangono, tuttavia, significative divergenze tra i singoli Stati membri della zona euro (grafico 4).

¹¹ Cfr. grafico 4.

¹² ES, PT, IT, IE, EL e CY.

¹³ Cfr. grafico 4.

Grafico 4: rendimenti, obbligazioni di Stato decennali, percentuale



Fonte: Bloomberg

III. Risposta politica per attenuare i rischi di un eccessivo affidamento ai rating del debito sovrano

1. Rafforzare il controllo normativo sulle agenzie di rating del credito

A causa delle carenze dei rating del credito riscontrate durante la crisi finanziaria e la successiva crisi del debito sovrano, nel 2009 sono state introdotte per le agenzie di rating del credito nuove norme che stabilivano requisiti per la loro registrazione e vigilanza a livello nazionale. Nel 2011 le attività di registrazione e vigilanza delle agenzie di rating del credito nell'UE sono state centralizzate presso l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA).

2. Aumentare la trasparenza dei rating del debito sovrano

A seguito della crisi del debito sovrano, nel 2013 sono state introdotte ulteriori misure volte ad aumentare la trasparenza e la tempestività dei rating del debito sovrano, contribuendo in tal modo ad attenuare i rischi di turbative del mercato.

In particolare, le agenzie di rating del credito sono tenute a rendere noto un calendario annuale delle date di pubblicazione dei loro rating sovrani. I rating del credito del debito sovrano devono inoltre essere pubblicati nelle giornate di venerdì dopo la chiusura dei mercati regolamentati dell'UE, per evitare turbative del mercato durante l'orario di contrattazione. Le agenzie di rating del credito devono integrare il rating del credito con un'esauriente relazione di ricerca per fornire agli investitori ulteriori informazioni sui motivi alla base di una variazione di un rating sovrano. Inoltre, esse devono comunicare all'emittente sovrano, durante l'orario di lavoro e almeno un intero giorno lavorativo prima della pubblicazione, il suo rating del credito e le prospettive del rating. In tal modo l'emittente sovrano ha la possibilità, al pari di qualsiasi altro soggetto quotato, di segnalare all'agenzia di rating del credito eventuali errori materiali.

L'effetto combinato di queste norme ha reso i rating del debito sovrano più trasparenti. Gli investitori dispongono adesso di maggiori informazioni in merito ai motivi e alle ipotesi su cui si basano i rating sovrani emessi dalle agenzie di rating del credito, nonché riguardo ai dati utilizzati dalle agenzie. Le informazioni aggiuntive sui rating sovrani potrebbero agevolare gli investitori migliorando la loro capacità di eseguire valutazioni più accurate del merito di credito del debito sovrano.

Nonostante questo impegno a livello normativo, la relazione dell'ESMA per il 2013¹⁴ ha rivelato l'esistenza, nella procedura dei rating sovrani, di carenze che potrebbero comportare rischi per la qualità, l'indipendenza e l'integrità dei rating e della procedura stessa. Nella relazione citata l'ESMA ha individuato i rischi connessi ai conflitti di interesse derivanti dal ruolo svolto nella procedura di rating dall'alta dirigenza e da altre funzioni estranee al rating, nonché dal coinvolgimento di analisti sovrani nelle attività di ricerca e pubblicazione. La relazione ha delineato i rischi di violazione dell'obbligo di riservatezza delle informazioni sul rating sovrano e dei controlli attuati prima della pubblicazione dei rating. Ha altresì sottolineato i rischi legati alla tempistica della pubblicazione dei rating sovrani, compresa la rivelazione tempestiva di variazioni dei rating. In quanto parte del processo di vigilanza, l'ESMA ha chiesto alle agenzie di rating del credito di attuare piani d'azione per ovviare a tale situazione. In ultima istanza l'ESMA ha il potere di adottare, se del caso, misure di vigilanza.

3. Ridurre l'eccessivo affidamento ai rating del credito esterni

Per ovviare a rischi ed effetti negativi, sono state adottate azioni a livello internazionale per ridurre l'eccessivo affidamento, esclusivo e automatico, ai rating del credito (compresi i rating sovrani), allo scopo di ripristinare la fiducia nel sistema finanziario. I principi del Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, in appresso "l'FSB")¹⁵ per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito in norme, leggi e regolamenti sono stati approvati dai leader del G20 nel novembre 2010 (vertice di Seoul)¹⁶. Tali principi mirano a porre fine a un affidamento automatico ai rating del credito da parte delle banche, degli investitori istituzionali e di altri operatori del mercato, a introdurre un cambiamento significativo nelle prassi esistenti e a istituire, in alternativa, prassi interne più solide per la valutazione del rischio di credito.

Una riduzione effettiva dell'eccessivo affidamento ai rating esterni, compresi i rating sovrani, potrebbe limitare i rischi di "effetti precipizio" in caso di declassamenti dei

¹⁴ *Credit Rating Agencies: Sovereign ratings investigation, ESMA's assessment of governance, conflicts of interest, resourcing adequacy and confidentiality controls* (Agenzie di rating del credito: analisi dei rating sovrani, valutazione da parte dell'ESMA della *governance*, dei conflitti di interesse, dell'adeguatezza delle risorse e dei controlli della riservatezza), pubblicata il 2 dicembre 2013, riferimento ESMA/2013/1775.

¹⁵ *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Principi per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito), Consiglio per la stabilità finanziaria, 27 ottobre 2010.

¹⁶ G20, documento del vertice di Seoul, pag. 8, disponibile all'indirizzo: https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Seoul_Summit_Document.pdf.

debiti sovrani. Nella sua risposta all'FSB¹⁷ la Commissione europea ha delineato le proprie azioni volte ad attenuare i rischi connessi all'affidamento ai rating. A titolo di follow-up, la Commissione europea preparerà una relazione su misure alternative di valutazione del rischio di credito e verificherà l'esistenza di alternative praticabili nonché la fattibilità della loro attuazione da parte degli operatori del mercato. Sulla base dei risultati di questa relazione la Commissione potrebbe valutare se cancellare dalla legislazione dell'UE entro il 2020 i restanti riferimenti ai rating del credito.

Inoltre, la Commissione appoggia l'iniziativa del G20 sui divari tra i dati¹⁸, finalizzata a migliorare la disponibilità e la comparabilità dei dati economici e finanziari a livello internazionale. Una delle raccomandazioni formulate (R17) riguarda la tempestiva elaborazione da parte dei governi di dati statistici finanziari standardizzati a livello transnazionale, sulla base di norme comuni riconosciute in ambito internazionale.

4. Valutare una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano

Per ridurre l'eccessivo affidamento ai rating sovrani, occorre adottare misure per garantire che gli investitori dispongano di informazioni adeguate per valutare il merito di credito degli Stati membri. Tali informazioni dovrebbero mettere gli investitori in condizione di eseguire una propria valutazione del rischio di credito degli emittenti sovrani, senza doversi affidare esclusivamente e automaticamente ai rating esterni emessi dalle agenzie di rating del credito.

Già ora la Commissione raccoglie, tratta e pubblica dati sulla situazione economica, finanziaria e fiscale degli Stati membri nel contesto della vigilanza sulle politiche economiche e fiscali. La Commissione è stata invitata ad esaminare la necessità di integrare queste comunicazioni con ulteriori elementi o indicatori ed a valutare la possibilità di elaborare una valutazione europea del merito di credito. Ciò permetterebbe agli investitori di effettuare una valutazione imparziale e obiettiva del merito di credito degli Stati membri.

Pertanto la Commissione *“dopo aver esaminato la situazione del mercato, [...] presenta al Parlamento europeo e al Consiglio [...] una relazione in merito all'opportunità di sviluppare una valutazione europea del metodo creditizio per il debito sovrano”*¹⁹. Questa relazione contribuirà alla futura relazione della Commissione sull'opportunità e la

¹⁷ Documento di lavoro dei servizi della Commissione: *EU action plan to reduce reliance on external credit ratings* (Piano d'azione dell'UE per ridurre l'affidamento ai rating del credito esterni), disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/finance/rating-agencies/docs/140512-fsb-eu-response_en.pdf.

¹⁸ FMI-FSB, *The Financial Crisis and Information Gaps. Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors* (La crisi finanziaria e divari informativi. Relazione ai ministri delle Finanze e ai governatori delle banche centrali del G20), 29 ottobre 2009, disponibile all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/np/g20/pdf/102909.pdf>.

¹⁹ Articolo 39 *ter*, paragrafo 2, primo comma, del regolamento relativo alle agenzie di rating del credito.

fattibilità di istituire un'agenzia di rating del credito europea, la cui pubblicazione è prevista entro la fine del 2016²⁰.

IV. Analisi del divario esistente tra le esigenze degli investitori e le informazioni fornite

Come evidenziato in precedenza, l'accesso a informazioni sufficienti e adeguate agevola gli investitori nell'esecuzione di una propria valutazione del merito di credito e riduce l'affidamento ai rating sovrani. La presente sezione illustra il tipo di informazioni utilizzate dagli investitori e le confronta con le informazioni disponibili, per stabilire se sussistano divari informativi rilevanti.

1. Esigenze informative degli investitori

A) Tipi di investitori ed esigenze informative

È possibile distinguere gli investitori in grandi (perlopiù istituzionali) e piccoli. Quando gli investitori provano ad accedere ai mercati delle obbligazioni sovrane, hanno esigenze informative simili per quanto riguarda gli emittenti sovrani, ma hanno anche capacità differenti di valutare il rischio del credito sovrano.

Per preparare la presente relazione la Commissione ha intervistato un numero ridotto di grandi investitori istituzionali, quali banche, fondi pensione e gestori patrimoniali, nonché alcuni gestori patrimoniali più piccoli. Dai riscontri così ottenuti è emerso che le informazioni più importanti utilizzate per valutare il merito di credito degli emittenti sovrani sono i dati relativi alla loro capacità e ai loro risultati macroeconomici e fiscali; queste informazioni comprendono dati quantitativi, quali le variazioni del prodotto interno lordo (PIL), i livelli e la struttura delle scadenze del debito pubblico, il disavanzo pubblico, il tasso di disoccupazione e la competitività, oltre a dati qualitativi relativi allo Stato di diritto, al buon governo e alla situazione politica, considerati anch'essi rilevanti.

I grandi investitori istituzionali²¹ intervistati hanno dichiarato di valutare il merito di credito del debito sovrano nelle loro decisioni in materia di investimenti e a fini prudenziali; hanno indicato altresì la necessità di disporre di dati sul debito sovrano che siano comparabili a livello globale, non soltanto nell'ambito dell'UE, viste le dimensioni globali delle loro attività e le esigenze dei loro clienti.

Per ottenere dati comparabili da utilizzare nelle valutazioni del rischio di credito, gli investitori intervistati ricorrono spesso ai servizi di fornitori di dati privati, che consolidano le informazioni sugli emittenti sovrani provenienti da molteplici fonti pubbliche e private e forniscono un flusso di dati automatizzato. Spesso tali investitori si avvalgono di analisti propri e alcuni attribuiscono agli emittenti sovrani propri rating

²⁰ Articolo 39 *ter*, paragrafo 2, secondo comma, del regolamento relativo alle agenzie di rating del credito.

²¹ Si tratta di fondi pensione, enti creditizi e gestori patrimoniali.

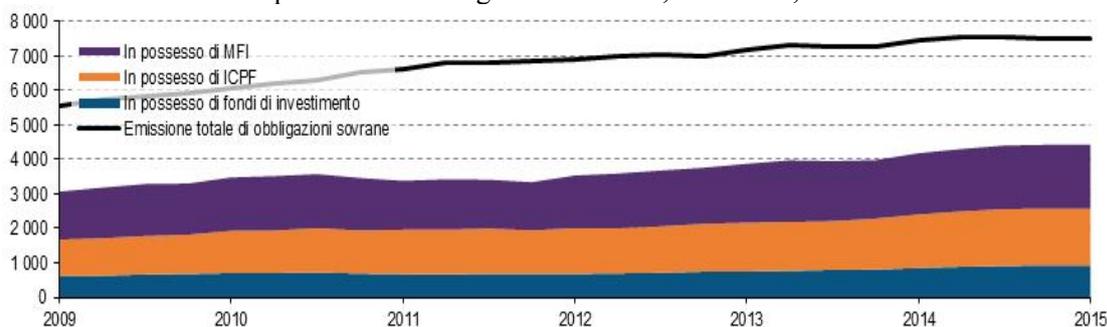
interni. Inoltre, alcuni investitori istituzionali hanno affermato di interagire direttamente con autorità nazionali, quali le tesorerie e le agenzie nazionali di gestione del debito.

D'altro canto, gli investitori più piccoli hanno dichiarato di disporre di minori risorse da destinare a una propria valutazione del rischio di credito o all'accesso a dati provenienti da fonti pubbliche e private differenti nonché alla relativa analisi. Gli investitori più piccoli sembrano affidarsi maggiormente ai rating del credito emessi dalle agenzie di rating; effettuano proprie valutazioni aggiuntive soltanto *ad hoc*, spesso in collegamento a eventi in atto. Inoltre, gli investitori più piccoli hanno dichiarato di utilizzare le informazioni sulla valutazione del merito di credito del debito sovrano non soltanto per i loro investimenti in obbligazioni sovrane, ma anche per altre decisioni in materia di investimenti e per l'allocazione di attivi potenzialmente rilevanti per loro.

B) Situazione del mercato delle obbligazioni sovrane

In termini di impatto sul mercato, gli investitori istituzionali nazionali detengono una parte consistente del debito sovrano della zona euro. Come illustrato nel grafico 5, in particolare le istituzioni finanziarie monetarie (MFI), le imprese di assicurazione e i fondi pensione (ICPF) e i fondi di investimento residenti nella zona euro rappresentano una quota importante degli investimenti nelle obbligazioni pubbliche della zona euro.

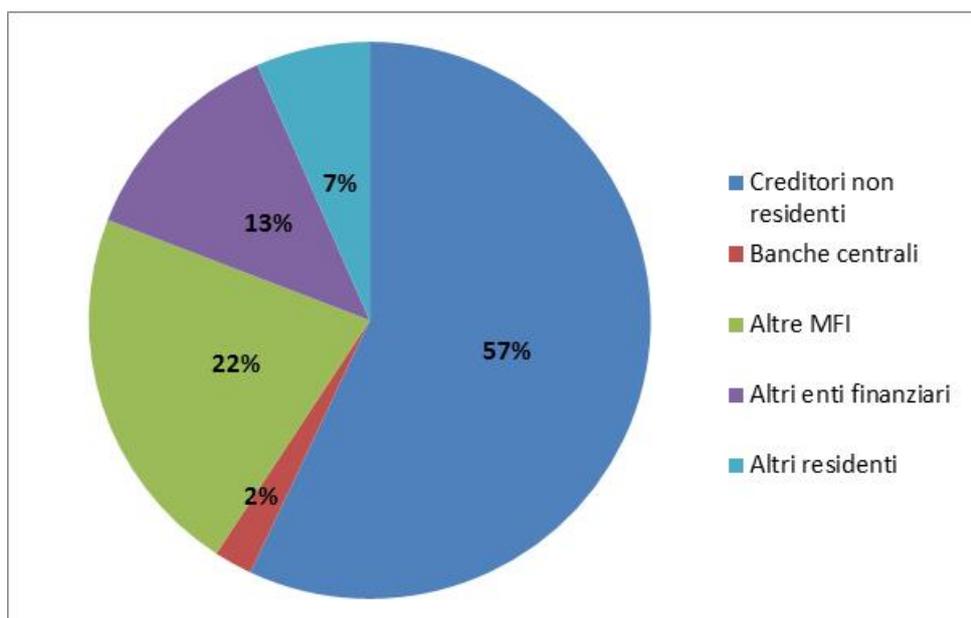
Grafico 5: emissione e possesso di obbligazioni sovrane, zona euro, in miliardi di euro.



Fonte: BCE ed elaborazioni proprie

Come illustrato nel grafico 6, nel 2013 gli investitori non istituzionali residenti nella zona euro detenevano il 7,2% di tutte le obbligazioni sovrane della zona euro, ossia soltanto una piccola quota degli investimenti in obbligazioni sovrane. Inoltre, i creditori non residenti detengono il 57% degli investimenti in obbligazioni sovrane nell'UE. Questa quota comprende sia investitori di altri Stati membri che investitori di paesi extra UE.

Grafico 6: obbligazioni sovrane detenute, suddivise per tipo di investitore, nel 2013, in percentuale del debito pubblico totale, nell'Unione europea.



Fonte: BCE, statistiche finanziarie pubbliche, elaborazioni proprie.

2. Informazioni a disposizione degli investitori

Gli operatori del mercato possono contare su una vasta gamma di informazioni riguardanti il debito sovrano fornite attraverso canali sia pubblici che privati. Tale disponibilità di informazioni agevola gli investitori nell'esecuzione di proprie valutazioni del rischio di credito. Le informazioni provenienti da fonti pubbliche sono pubblicate dagli Stati membri, dalle istituzioni europee e da diverse organizzazioni internazionali. Vi sono, inoltre, alcuni fornitori privati che mettono queste informazioni a disposizione degli investitori; tra essi figurano fornitori di dati specializzati, associazioni commerciali e agenzie di rating del credito. Il tipo di informazioni fornite, la frequenza e i paesi considerati variano molto a seconda del canale informativo.

3. Informazioni fornite dalla Commissione europea

A livello dell'UE, da qualche tempo è pubblicamente disponibile una grande quantità di dati statistici e di relazioni sulla situazione economica e sull'andamento dell'economia negli Stati membri. La Commissione pubblica dati sul debito pubblico, statistiche trimestrali sulla finanza pubblica e i dati comunicati nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi in modo armonizzato e tale da rendere i dati comparabili. La Commissione pubblica altresì previsioni economiche e relazioni sulle finanze pubbliche e la sostenibilità fiscale nella zona euro. L'introduzione di nuove norme europee sulla vigilanza fiscale e macroeconomica nel contesto del semestre europeo, unitamente al rafforzamento dei requisiti di rendicontazione per gli Stati membri in materia di statistiche sulle finanze pubbliche nell'ambito del Sistema europeo di conti nazionali e

regionali (SEC 2010)²², ha migliorato le informazioni di cui gli investitori possono disporre ai fini della valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani dell'UE.

A) Rafforzamento della vigilanza fiscale e macroeconomica degli Stati membri

A livello dell'UE, le norme che disciplinano il patto di stabilità e crescita²³ (in appresso "il patto") costituiscono il pilastro della *governance* economica dell'UE e mirano a garantire il corretto funzionamento dell'Unione economica e monetaria. L'obiettivo principale del patto è quello di promuovere sane politiche di bilancio e garantire la sostenibilità delle finanze pubbliche negli Stati membri.

In anni recenti il patto è stato rafforzato per ovviare a carenze nella *governance* economica e nella sorveglianza di bilancio, nonché per migliorare il monitoraggio dei risultati macroeconomici e fiscali di tutti gli Stati membri dell'UE in generale e di quelli della zona euro in particolare. Grazie a queste iniziative gli investitori hanno ora accesso a informazioni aggiuntive per le proprie valutazioni dello stato delle finanze pubbliche.

Il rafforzamento del semestre europeo per il coordinamento delle politiche economiche e le sei misure legislative note come "six pack"²⁴, adottate nel novembre 2011, hanno potenziato il patto di stabilità e crescita. Nell'ambito del semestre europeo la Commissione analizza i piani nazionali per le riforme macroeconomiche e strutturali e del bilancio, e su tale base il Consiglio adotta raccomandazioni mirate indirizzate a ogni Stato membro. Inoltre, in caso di squilibri macroeconomici e/o disavanzi di bilancio eccessivi scatta un sistema di sanzioni finanziarie per gli Stati membri della zona euro.

Nel contesto del semestre europeo²⁵ vengono pubblicate relazioni in cui la Commissione fa il punto della situazione macroeconomica e di bilancio di tutti gli Stati membri. Tali relazioni comprendono:

- 1) l'analisi annuale della crescita (novembre), che stabilisce le priorità dell'UE per promuovere la crescita e la creazione di posti di lavoro;
- 2) la relazione sul meccanismo di allerta nel contesto della procedura per gli squilibri macroeconomici, che, sulla scorta di un quadro di indicatori, individua gli Stati membri da sottoporre a un'analisi più approfondita;

²² Regolamento (UE) n. 549/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nell'Unione europea, GU L 174 del 26.6.2013, pag. 1.

²³ Il patto è sancito dal trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) ed è costituito dal regolamento (CE) n. 1466/97 del Consiglio (la "parte preventiva", conformemente all'articolo 121 TFUE) e dal regolamento (CE) n. 1467/97 del Consiglio (la "parte correttiva", conformemente all'articolo 126 TFUE), nonché dalle loro successive modifiche e dalla legislazione correlata.

²⁴ Il "six pack" consiste in una serie di cinque regolamenti e una direttiva che sono entrati in vigore il 13 dicembre 2011 e riguardano la sorveglianza fiscale e la sorveglianza macroeconomica nel quadro della nuova procedura per gli squilibri macroeconomici.

²⁵ Una panoramica delle varie fasi del semestre europeo è disponibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/the_european_semester/index_en.htm.

3) le relazioni dei paesi (febbraio/maggio), in cui la Commissione rende pubblica una valutazione economica analitica per ciascuno Stato membro; queste relazioni esaminano la situazione economica, l'agenda delle riforme e, ove ritenuto opportuno in base alla relazione sul meccanismo di allerta, i possibili squilibri che lo Stato membro deve affrontare. Numerosi Stati membri individuati in un quadro di valutazione sono sottoposti a una revisione approfondita che comprende una valutazione del debito pubblico e/o privato in vista dell'andamento futuro e dei costi del finanziamento;

4) le raccomandazioni specifiche per paese (maggio) proposte dalla Commissione ai fini della loro adozione da parte del Consiglio; contengono consigli politici su misura per gli Stati membri in settori considerati prioritari per i 12-18 mesi successivi. Tali raccomandazioni sono accompagnate da una valutazione dei programmi di stabilità e convergenza degli Stati membri.

Per la zona euro è stato introdotto un meccanismo aggiuntivo. Si tratta di un pacchetto di riforme noto come "two pack"²⁶ che è in vigore dal maggio 2013 in tutti gli Stati membri della zona euro e ha ulteriormente aumentato la trasparenza delle decisioni di bilancio degli Stati membri della zona euro e migliorato il coordinamento dei piani di emissione del debito degli Stati membri.

Al fine di garantire il coordinamento delle politiche fiscali tra gli Stati membri che hanno l'euro come moneta comune, il "two pack" impone altresì ai governi (con l'eccezione dei paesi sottoposti a un programma di aggiustamento macroeconomico) di sottoporre alla Commissione i rispettivi documenti programmatici di bilancio per l'anno successivo entro il 15 ottobre di ogni anno²⁷. La Commissione emette due valutazioni di tali documenti programmatici: un parere sul documento programmatico di ciascuno Stato membro e una valutazione generale della situazione e delle prospettive di bilancio della zona euro nel suo complesso.

Il parere sui documenti programmatici di bilancio di ciascuno Stato membro della zona euro si basa sulla valutazione della conformità al patto di stabilità e crescita e fa riferimento alle previsioni d'autunno della Commissione. Ove la Commissione ritenga che il documento programmatico di bilancio di uno Stato membro costituisca un inadempimento particolarmente grave dei suoi obblighi definiti nel patto, può chiedere che il documento sia rivisto e ripresentato.

Tutte le informazioni concernenti il semestre europeo sono di pubblico dominio. In tal modo gli investitori hanno a disposizione informazioni tempestive e periodiche, basate su

²⁶ Il "two pack" consiste in due regolamenti che hanno introdotto procedure di sorveglianza e monitoraggio aggiuntive per gli Stati membri della zona euro.

²⁷ Questi documenti programmatici sono resi pubblici dalla Commissione conformemente al regolamento (UE) n. 473/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, sulle disposizioni comuni per il monitoraggio e la valutazione dei documenti programmatici di bilancio e per la correzione dei disavanzi eccessivi negli Stati membri della zona euro (GU L 140 del 27.5.2013, pag. 11).

un metodo comune, le quali integrano quelle già rese pubbliche dagli uffici statistici nazionali degli Stati membri, dalle agenzie nazionali di gestione del debito e da fornitori privati di informazioni.

Il semestre europeo ha razionalizzato i flussi informativi a disposizione degli investitori, consentendo loro di avere una visione migliore dei risultati macroeconomici e fiscali degli Stati membri. Inoltre, il semestre fornisce agli investitori una fonte di informazioni aggiuntiva e dati grezzi per l'esecuzione delle loro valutazioni del rischio di credito degli emittenti sovrani.

A livello dell'UE sono stati elaborati anche altri strumenti di valutazione dei punti di forza macroprudenziali degli Stati membri; ad esempio, la direzione generale degli Affari economici e finanziari (DG ECFIN) ha predisposto un indice di individuazione precoce dello stress fiscale per i paesi dell'UE.

Inoltre, ogni tre anni la Commissione pubblica relazioni sull'invecchiamento della popolazione in cui valuta l'impatto economico dei cambiamenti demografici. Tali relazioni sono integrate da relazioni sulla sostenibilità fiscale delle finanze pubbliche degli Stati membri, considerata nel contesto dell'impatto finanziario, economico e fiscale dei cambiamenti demografici.

B) SEC 2010

A decorrere dal settembre 2014 il SEC 2010 ha sostituito il SEC 1995²⁸ e ha chiarito le definizioni e le regole riguardanti le statistiche sulla finanza pubblica, aumentandone l'accuratezza e la comparabilità.

Il SEC 2010 definisce e disciplina la comunicazione da parte degli Stati membri di informazioni riguardanti il debito pubblico, oltre a chiarire i requisiti per la comunicazione e il trattamento di talune operazioni finanziarie specifiche, come le passività potenziali, i partenariati pubblico-privati e l'utilizzo di società veicolo, che in passato gli Stati membri non segnalavano sempre allo stesso modo nelle statistiche sulla finanza pubblica. Ne consegue che le statistiche raccolte sulla finanza pubblica offrono una visione complessiva del debito pubblico in essere degli Stati membri dell'UE, consentendo così agli investitori di disporre di informazioni accurate sullo stato dei livelli del debito in tutta l'UE.

4. Conclusione riguardante l'offerta e la domanda di informazioni relative alla valutazione del merito di credito sovrano

Dall'analisi su descritta emerge che gli investitori hanno a disposizione un gran numero di informazioni per valutare il merito di credito del debito sovrano dell'UE. In particolare, la Commissione europea pubblica molte informazioni riguardanti gli Stati membri europei, informazioni che di recente sono aumentate per effetto delle nuove

²⁸ Regolamento (CE) n. 2223/96 del Consiglio, del 25 giugno 1996, relativo al Sistema europeo dei conti nazionali e regionali nella Comunità (GU L 310 del 30.11.1996, pag. 1).

norme sulla sorveglianza fiscale e macroeconomica degli Stati membri. Come già descritto nella precedente sezione, le interviste condotte con un campione di investitori non hanno evidenziato divari sostanziali tra le informazioni pubblicate e quelle utilizzate o richieste dagli operatori del mercato finanziario a fini di valutazione del merito di credito.

V. Opportunità di sviluppare una valutazione europea del merito di credito per il debito sovrano

Un'eventuale valutazione europea del merito di credito del debito sovrano potrebbe raggiungere una serie di obiettivi e soddisfare alcune condizioni per essere considerata adeguata e proporzionata. Dovrebbe contribuire a ridurre l'eccessivo affidamento ai rating esterni in sede di valutazione del debito sovrano e migliorare la situazione del mercato sotto il profilo delle fonti di informazioni a disposizione delle parti interessate ai fini della valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani. Inoltre, per stabilire l'adeguatezza di una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano, si dovrebbero prendere in considerazione la portata, il mandato e l'impatto economico potenziali di un eventuale sistema siffatto sulle parti interessate, compresi gli investitori, gli emittenti, le società di rating e i contribuenti.

1. Tipologia di una potenziale valutazione europea del merito di credito del debito sovrano

Una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano potrebbe essere concepita in vari modi e perseguire obiettivi differenti. La sua portata può essere determinata in termini di informazioni (quantitative o qualitative) su cui si fonda nonché in termini di livello e solidità della valutazione fornita agli investitori.

A) Portata della valutazione

Una valutazione dell'UE del merito di credito potrebbe consistere nella pubblicazione da parte di un ente pubblico europeo di indicatori economici e relazioni di ricerca con una valutazione quantitativa e qualitativa degli emittenti sovrani dell'UE. Queste relazioni rappresenterebbero una fonte di informazioni alternativa, senza tuttavia basarsi su un indicatore unico come quello utilizzato dalle agenzie di rating del credito.

Utilizzando una definizione restrittiva, si potrebbe dire che la valutazione consisterebbe nell'esecuzione, da parte di un ente pubblico europeo, di una valutazione del merito di credito degli Stati membri dell'Unione europea sulla base di una serie di dati quantitativi riguardanti detti Stati e nella pubblicazione periodica, da parte dello stesso ente, delle variazioni di tali dati quantitativi. Questa valutazione costituirebbe una fonte alternativa di informazioni quantitative sul merito di credito degli emittenti sovrani rispetto alle agenzie di rating del credito esistenti.

B) Governance di una valutazione europea del merito di credito

Affinché gli operatori del mercato possano considerare un'eventuale valutazione europea come una misurazione credibile del merito di credito, è necessario che essa sia effettuata da un organismo credibile e affidabile, esistente o di nuova istituzione.

Un simile compito potrebbe essere affidato a istituzioni, organismi o agenzie dell'UE esistenti ovvero a un ente pubblico nuovo ancora da istituire. Nel caso di un organismo esistente, si dovrebbe considerare che il nuovo compito non dovrebbe compromettere l'esecuzione efficace del mandato attuale. Per quanto riguarda la Commissione europea, una valutazione molto simile è già eseguita nel contesto dell'attuale quadro della sorveglianza economica e fiscale degli Stati membri, che comprende valutazioni quantitative e qualitative degli Stati membri dell'UE.

C) Costi

Le diverse opzioni su illustrate per un'eventuale valutazione europea del merito di credito avrebbero conseguenze differenti, ma in ogni caso importanti, sulla determinazione delle risorse necessarie per istituire la valutazione e del suo impatto potenziale sul mercato.

In particolare, la creazione di un nuovo organismo comporterebbe notevoli costi iniziali che dovrebbero essere ponderati alla luce dei potenziali benefici per il mercato delle obbligazioni sovrane dell'UE e per l'economia europea nel suo complesso. La Commissione ha già stimato in passato i costi potenziali di una tale soluzione, concludendo che essi sarebbero sproporzionati rispetto ai benefici generati²⁹. In particolare, qualora un organismo di nuova istituzione si limitasse a duplicare le informazioni sugli emittenti sovrani dell'UE fornite dalle istituzioni dell'UE già esistenti, è molto probabile che i benefici non sarebbero superiori ai costi.

2. Impatto di una valutazione europea del merito di credito

A) Impatto sull'affidamento ai rating sovrani

Nel caso in cui l'eventuale valutazione europea del merito di credito costituisse un'alternativa ai rating esterni, l'affidamento a questi ultimi potrebbe ridursi. Un'eventuale valutazione europea del merito di credito dovrebbe essere complementare rispetto alle fonti di informazioni esistenti; si dovrebbe pertanto evitare che gli investitori si affidino esclusivamente e automaticamente ad essa.

²⁹ SEC(2011) 1354 final, *Impact assessment, accompanying proposal for a Regulation amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies* [Valutazione d'impatto che accompagna la proposta di regolamento che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito], pag. 34.

La relazione³⁰ dell'FSB sull'applicazione dei principi per ridurre l'affidamento ai rating mette in guardia le autorità dalla tentazione di adottare, in sostituzione dei rating delle agenzie di rating del credito, poche misure alternative per la valutazione del merito di credito che potrebbero causare prociclicità e comportamenti imitativi di sostituzione.

Laddove ciò comportasse la duplicazione delle informazioni esistenti fornite nell'ambito dell'attuale sorveglianza macroeconomica degli emittenti sovrani europei, è prevedibile che l'impatto sulla riduzione dell'eccessivo affidamento ai rating esterni sarebbe limitato.

B) Impatto sugli investitori

Una valutazione europea del merito di credito avrebbe impatti diversi a seconda del tipo di investitori.

Dalle interviste condotte con un campione di investitori istituzionali emerge che i benefici sarebbero ridotti, posto che detti investitori effettuano già adesso una valutazione approfondita del merito di credito sulla scorta delle fonti di dati esistenti. Il vigente regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica fornisce già tutte le informazioni rilevanti per valutare il merito di credito degli emittenti sovrani dell'UE, cosicché una valutazione europea del merito di credito si limiterebbe ad aggiungere un ulteriore contributo al loro sistema di valutazione del rischio di credito. Inoltre, gli investitori istituzionali intervistati che investono nel mercato globale delle obbligazioni sovrane preferiscono poter disporre di dati comparabili a livello globale, non ristretti a un'area geografica come l'Unione europea. Informazioni del genere sono già fornite da istituzioni internazionali come il Fondo monetario internazionale (FMI)³¹, la Banca mondiale³² e l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economici (OCSE)³³.

Dalle interviste condotte con investitori più piccoli è emerso che, in talune circostanze, essi potrebbero trarre vantaggio da una valutazione europea del merito di credito se tale valutazione permettesse di ridurre l'attività di raccolta e analisi di tutte le informazioni rilevanti disponibili. Questi investitori, pur beneficiando della trasparenza garantita dal nuovo regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica dell'UE, non dispongono di capacità sufficienti per trattare tali informazioni.

³⁰ Consiglio per la stabilità finanziaria, *Thematic Review on FSB Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings* (Revisione tematica dei principi dell'FSB per ridurre l'affidamento ai rating delle agenzie di rating del credito), disponibile all'indirizzo: http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_140512.pdf.

³¹ Ad esempio, le relazioni dell'FMI relative ai paesi disponibili all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/country/index.htm>; altre statistiche globali dell'FMI sugli aggregati economici fondamentali che possono essere utilizzate per la valutazione del merito di credito degli emittenti sovrani sono disponibili all'indirizzo: <http://www.imf.org/external/data.htm>.

³² Ad esempio, le statistiche della Banca mondiale sul debito sovrano disponibili all'indirizzo: <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>.

³³ Ad esempio, le previsioni economiche dell'OCSE disponibili all'indirizzo <http://www.oecd.org/eco/economicoutlook.htm> e le ricerche e statistiche dell'OCSE sulle finanze pubbliche e il debito sovrano disponibili all'indirizzo: <http://www.oecd.org/eco/public-finance/>.

Tuttavia, nella situazione esistente il valore aggiunto apportato da una valutazione europea del merito di credito alle informazioni fornite attualmente dal regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica sarebbe esiguo, soprattutto se confrontato con i costi associati all'istituzione di tale valutazione europea.

C) Impatto sulla concorrenza nel settore delle agenzie di rating

Una valutazione puramente europea del merito di credito potrebbe rappresentare un nuovo concorrente pubblico per le fonti di informazione pubbliche e private esistenti. Essa costituirebbe indirettamente una sfida per le agenzie di rating del credito esistenti e si metterebbe in concorrenza con gli attuali aggregatori privati di informazioni per gli investitori. Inoltre, rappresenterebbe un'alternativa per alcune delle ricerche economiche sugli emittenti sovrani europei condotte da istituzioni pubbliche internazionali come l'FMI, la Banca mondiale e l'OCSE.

3. Conclusione sull'opportunità di sviluppare una valutazione dell'UE del merito di credito

Una valutazione europea del merito di credito avrebbe un impatto ridotto sugli sforzi volti a ridurre l'affidamento ai rating del debito sovrano poiché è molto probabile che si limiterebbe a duplicare le informazioni esistenti. Inoltre, se non gestita correttamente, potrebbe comportare il rischio di generare un eccessivo affidamento a una nuova fonte di informazioni alternativa qualora gli investitori si affidassero esclusivamente ad essa.

Dalle interviste condotte con investitori selezionati è emerso altresì che una valutazione europea del merito di credito non migliorerebbe in modo sostanziale il livello delle informazioni a disposizione degli investitori istituzionali, i quali dispongono già di informazioni sufficienti fornite da fonti pubbliche e private. Tali informazioni sono state ulteriormente migliorate grazie al nuovo regime di sorveglianza fiscale e macroeconomica degli Stati membri nel contesto del semestre europeo. Per gli investitori più piccoli, che beneficiano anch'essi di tale sistema di sorveglianza, uno strumento di valutazione europea del merito di credito apporterebbe alcuni vantaggi perché ridurrebbe le attività di ricerca; d'altro canto, però, le capacità intrinseche di questi investitori di gestire un simile strumento informativo sono limitate. Infine, una valutazione europea del merito di credito sarebbe in concorrenza con gli attuali fornitori privati di informazioni, comprese le agenzie di rating del credito.

Tenendo conto di tutti i fattori rilevanti, si può concludere che in questo momento una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano non appare né proporzionata né opportuna, ove la si analizzi alla luce delle esigenze degli investitori e dell'obiettivo di rimediare all'eccessivo affidamento ai rating esterni. Per tali motivi la Commissione non intende procedere all'attuazione e all'elaborazione di una valutazione europea del merito di credito del debito sovrano; nondimeno continuerà a esaminare le possibili fonti alternative di informazioni facilmente disponibili allo scopo di soddisfare le esigenze dei piccoli investitori, come spiegato nella sezione seguente.

VI. Azioni alternative

Nonostante l'ampia diffusione data dalla Commissione europea ai dati economici e fiscali riguardanti gli Stati membri dell'UE, i piccoli investitori possono incontrare difficoltà nel valutare il merito di credito del debito sovrano a causa delle loro limitate capacità di trattare queste informazioni. Per ovviare a tale situazione si potrebbero prendere in considerazione altre misure incentrate sul flusso delle informazioni di base necessarie per valutare il merito di credito.

La Commissione esaminerà ulteriormente le misure indicate di seguito.

1. Adozione delle norme internazionali in materia di trasparenza

In primo luogo, si potrebbe valutare l'opportunità che gli Stati membri applichino le migliori prassi internazionali per la comunicazione delle emissioni di debito pubblico e di titoli di debito. Una maggiore armonizzazione fondata su norme internazionali potrebbe ridurre le persistenti differenze nelle prassi comunicative degli Stati membri, migliorando i flussi complessivi di informazioni sulle emissioni di debito pubblico e di titoli di debito a disposizione degli investitori. Eventuali azioni in questo senso dovrebbero integrare e non duplicare il quadro giuridico vigente in materia di comunicazione di dati statistici dagli Stati membri a soggetti quali, ad esempio, EUROSTAT. Una volta messi a punto, i risultati della task-force dell'OCSE sulla trasparenza delle statistiche sul debito, le operazioni relative al debito e le politiche per il debito pubblico³⁴ potrebbero costituire una base di riferimento per questa analisi.

2. Promozione delle migliori prassi da parte degli Stati membri

In secondo luogo, la Commissione verificherà se le migliori prassi applicate in alcuni Stati membri possano essere estese a tutti gli altri, per migliorare l'accesso ai dati nazionali sul debito pubblico. Alcuni Stati membri, ad esempio, rendono pubblicamente disponibili anche dati nazionali dedicate contenenti informazioni dettagliate sul loro debito pubblico in essere. Tutti gli investitori e le parti interessate possono accedere facilmente e gratuitamente a queste banche dati.

3. Razionalizzazione della pubblicazione di dati da parte della Commissione

Infine, a livello dell'UE sono disponibili informazioni sui risultati economici e sulla situazione demografica che la Commissione pubblica tramite vari siti web e banche dati. La Commissione potrebbe valutare l'opportunità di razionalizzare i modi e i luoghi in cui i dati esistenti comunicati dagli Stati membri sono resi pubblicamente disponibili.

³⁴ Blommestein, H. J., Koc, F. e Olofsson, T. (a cura di), *Recommendations on the Transparency of Debt Statistics, Debt Operations and Public Debt Policies* (Raccomandazioni sulla trasparenza delle statistiche sul debito, le operazioni relative al debito e le politiche per il debito pubblico), OECD Publishing, pubblicazione prevista nel 2015.