

Dottorato di Ricerca in Diritto ed Economia
XII CICLO

**Funzione del rating ed efficienza del mercato
dei capitali**

*Analisi, giustificazione economica e prospettive di
miglioramento dell'attività di risk assessment*

Tutor:

Prof. Simone Maria Sepe

Candidato:

Francesco Di Sandro

*Ciò a cui lo scienziato sociale deve tendere
è la ricerca di meccanismi di controllo che
trasformino la Società in un grande
strumento capace di riassorbire i conflitti
che in essa sorgono.*

Carlo Mongardini

*There are two superpowers in the world today
in my opinion. There's the United States and
there's Moody's Bond Rating Service.
The United States can destroy you by
dropping bombs, and Moody's can destroy
you by downgrading your bonds. And
believe me; it's not clear sometimes who's
more powerful.*

Thomas L. Friedman

Ringraziamenti

Ringrazio tutti i docenti e i colleghi che mi hanno supportato in questi anni, offrendomi la possibilità di svolgere al meglio il mio lavoro di ricerca.

Un ringraziamento particolare al Prof. Roberto Pardolesi, grazie al quale ho conosciuto e mi sono appassionato alla *Law & Economics*.

Un sentimento di stima e gratitudine è rivolto al *supervisor* della mia Ricerca, il Prof. Simone Maria Sepe per i suoi preziosi commenti, i suoi consigli e la sua disponibilità nei miei confronti.

Un pensiero di profondo affetto e un ringraziamento assoluto al mio prodigo amico e collega Mario Pietrunti, senza il quale difficilmente avrei superato alcuni momenti difficili durante questo percorso triennale.

Infine, un ringraziamento va ai miei genitori, che hanno supportato con amore e rispetto le mie scelte.

Naturalmente, sono l'unico responsabile di eventuali errori o imprecisioni nel testo.

INDICE

Introduzione	9
1. Il Mercato del Rating.....	29
1.1 Significato del Rating e Metodologie di <i>risk assessment</i>	42
1.2 Protagonisti e Funzione Economica del Rating	53
1.2.1 <i>Le Big Three</i>	54
1.2.2 <i>Le Funzioni del Rating</i>	59
1.2.3 <i>La relazione principale-agente e il “capitale reputazionale”</i>	61
1.2.4 <i>Selezione Avversa</i>	68
1.2.5 <i>Ulteriori criticità del mercato del rating</i>	71
1.3 Evoluzione e Regole del mercato del rating: la disciplina statunitense e l’assetto comunitario europeo	89
2. Il mercato del rating: una giustificazione economica.....	106
2.1 Il modello base	108
2.2 Modello con Agenzia di Rating.....	116
2.3 Collusione tra Agenzie ed <i>Issuer</i>	121
3. Considerazioni di <i>Policy</i>	125
3.1 Organo Pubblico Centralizzato (<i>Authority</i>).....	126
3.2 Apertura del mercato	129
3.3 Ritorno al“ <i>subscribers-pay model</i> ”	133
3.4 Una proposta di <i>policy</i> : la figura dell’Arbitro Designatore	135
Conclusioni	144
Bibliografia	154

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: Variabili considerate da Moody's nel processo di <i>Risk Assessment</i>	45
Figura 2: Procedura per l'assegnazione del rating	51
Figura 3: Confronto tra le scale di rating utilizzate dalle 3 principali Agenzie	52
Figura 4: La Funzione delle Agenzie di Rating.....	60
Figura 5: funzionamento del mercato del rating.....	63
Figura 6: Meccanismo reputazionale nel mercato del Rating	65
Figura 7: il ritorno degli investimenti in reputazione.....	68
Figura 8: Area di Finanziabilità dei Progetti in base al livello di <i>equity</i>.....	114
Figura 9: Aree di Finanziabilità dei Progetti in presenza del rating.....	120
Figura 10: Il ruolo dell'arbitro designatore nel mercato del rating.....	138

Introduzione

La presente ricerca si inserisce in un panorama internazionale sempre più scosso da crisi finanziarie profonde, con i relativi effetti distorsivi che esse hanno sui mercati mondiali, sulla stabilità degli stessi e sulle decisioni di investimento da parte degli operatori economici (dagli investitori istituzionali ai risparmiatori). In particolare, si registra una rimarchevole perdita di fiducia nei confronti dei soggetti che, a vario titolo e con ruoli differenti, hanno il compito di intermediare le informazioni (*latu sensu*) rilevanti relative alle transazioni finanziarie.

Fin dal famigerato scoppio della bolla dei “*mutui subprime*” negli Stati Uniti a metà del 2007 che, come noto, è considerato il vero detonatore dell’attuale fase recessiva, sono emerse con maggiore chiarezza le numerose criticità relative all’architettura del sistema economico-finanziario globale, alle debolezze dei soggetti che vi operano, al *deficit* di regole e all’eccesso di ricorso al debito – *subprime* e non, immobiliare e non – che va ben oltre la dimensione totale dei mutui di questo tipo concessi dal 2000 al 2007 (pari, solo negli Stati Uniti, a circa 1.300 miliardi di dollari)¹. È evidente che solo

¹ La bolla dei mutui *suprime* ha investito immediatamente tutto il mercato bancario americano (e, in seguito, mondiale), dove i primi 5 Istituti controllano il 97% dei 200 mila miliardi in valore nazionale di derivati detenuti negli USA, in parte notevole legati all’immobiliare privato e ai suoi circa 11 mila miliardi di mutui. Si pensi che, dal 1996 al 2006, il prezzo della case è aumentato in America del 92%, più di tre volte l’aumento reale del 26% accumulato in oltre un secolo, tra il 1890 e il 1996. La spinta distruttiva dei mutui *subprime* è valutata intorno ai 500 miliardi di dollari. La facilità nel concederli è stato soprattutto frutto di strumenti come quello della cartolarizzazione, degli Mbs (*Mortgage backed securities*) e dei CDO (Collateralized Debt obligations); della possibilità cioè di rivendere subito il mutuo stesso trasformato in derivati. Anche altre categorie di mutui a tasso variabile, gli *alt-a* e gli *option-arm* (che arrivano a circa 1.400 miliardi e possono generare insolvenze per 600-700 miliardi) stanno cominciando a mostrare segni

un'analisi ad ampio spettro e inerente a tutte le variabili connesse con il funzionamento dei mercati, avrebbe carattere esaustivo rispetto alla complessità delle cause che hanno contribuito congiuntamente a generare ed inasprire una crisi di dimensioni epocali². Ciò, evidentemente, esula dallo scopo del presente lavoro che, pur considerando l'attuale congiuntura economico-finanziaria³ quale contesto oggettivo per le riflessioni scientifiche che seguiranno, intende approfondire gli aspetti che attengono più squisitamente al ruolo e all'attività delle Agenzie di rating.

Le Agenzie di Rating (di seguito, anche CRA – *Credit Rating Agencies*), infatti, sono da molti mesi al centro dell'attenzione di coloro i quali – accademici, *practitioners*, banchieri, regolatori, *policy makers*, stampa economica, ecc. – cercano di analizzare le cause e i soggetti che hanno

preoccupanti di “cedimento”. Cfr. C.M. Reinhart e K. Rogoff, *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009. Per ulteriori approfondimenti, anche in chiave storico-evolutiva, della crisi finanziaria, si vedano C. Reinhart and K. Rogoff, *Is the U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An international Historical Comparison*, NBER Working Paper, January 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1088675; A. Mian e A. Sufi, *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*, Working Paper, May 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1072304.

² Basti pensare che l'indice S&P500 di Wall Street, termometro dello stato di salute della finanza mondiale, nel periodo dal 29 settembre al 10 ottobre 2008 ha segnato una flessione del 25,9%, passando da 1213 a 899 punti. Nella settimana nera per le borse mondiali, ovvero quella dal 6 al 10 ottobre, l'indice ha registrato un calo del 18%, da 1099 a 899 punti, peggiore ottava dal 1933. Infine, dal novembre del 2007 a febbraio 2008, il valore reale dell'indice S&P500 si è ridotto del 48% circa. Fonte: *The International Center for Finance, Yale School of Management*, diretto dal Prof. Robert Shiller, <http://icf.som.yale.edu/Confidence.Index/>. Cfr. anche http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.family/indices_ei_us/2,3,2,2,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0.html?lid=us_fo_indices_us.

³ Per spunti interessanti si vedano: J. Best, *The limits of financial risk management: or, “What We Didn't Learn From the Asian Crisis”*, presentato in occasione della International Studies Association Conference, New York, 16 Febbraio 2009;

provocato o contribuito ad inasprire l'attuale crisi⁴. Sebbene con approcci, accenti e proposte risolutive differenti, tutti sono infatti concordi nell'enfatizzare le profonde responsabilità delle tre principali Agenzie su scala mondiale - Moody's , Standard & Poor's, e Fitch – rispetto allo “*tsunami*” che ha colpito i mercati mondiali negli ultimi anni e che ha eliminato dal mercato globale colossi come Lehman Brothers e Bear Sterns, solo per citare i più noti⁵. Inoltre, il rating ha assunto nel tempo una vera e propria “funzione pubblica” rispetto ai mercati, influenzandone in maniera sostanziale le scelte⁶: ciò si riflette in una maggiore visibilità dell'operato delle CRA e, quindi, in un ulteriore aumento del carico di responsabilità di queste.

Le numerose e recenti analisi condotte, sia nell'ambito della letteratura economica che di quella giuridica, sottolineano un numero considerevole di problemi legati ad aspetti soggettivi – relativi alle CRA – ed oggettivi – inerenti, più in generale all'attività di *risk assessment* delle Agenzie e al mercato del rating. Come si vedrà ampiamente nel primo capitolo, le criticità evidenziate si traducono essenzialmente in una sensibile riduzione

⁴ Basti pensare che, a gennaio del 2008, a fronte di 12 emittenti con rating massimo (tripla A) nel mondo, vi erano ben 64.000 emissioni di strumenti di finanza strutturata, come i CDO, con rating tripla A. Cfr. L. Blankfein, *Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk*, in Financial Times, 8 Febbraio 2009.

⁵ Su tutti, si veda l'interessante elaborazione sul legame intrinseco tra l'attività delle CRA e l'inasprimento della crisi finanziaria in (*how CRAs' decisive role in the market leads to abuses and to disaster*) in B.J. Kormos, *Quis Custodiet Ipsos Custodes? Revisiting Rating Agency Regulation*, Marzo 2008, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1085132.

⁶ Questo aspetto è sottolineato da più parti in letteratura. Si veda, a titolo semplificato, F. Gonzalez et al., *Market Dynamics Associated with Credit Ratings: A Literature Review*, ECB Occasional Paper, June 2004, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=752065.

del livello di *effort* esercitato dalle Agenzie e, in ultima istanza, in una minore affidabilità dei loro giudizi⁷.

Anche *policy maker* e regolatori, come si accennava, ritengono ormai prioritario studiare le peculiarità del mercato del rating e comprenderne le variabili più critiche al fine di mettere in campo gli interventi idonei a migliorare la qualità delle informazioni che il rating sintetizza e, quindi, a ripristinare la fiducia del mercato nelle Agenzie.

A livello internazionale, nell'ambito della cooperazione tra gli Stati in materia economica e finanziaria⁸ e, in particolare, in seno al "Gruppo dei 20" (G-20)⁹ è stata istituita una *task force* per implementare azioni di intervento dirette all'attività delle CRA. Attualmente, i lavori del G-20 vengono svolti in 4 gruppi di lavoro principali: a) regolazione e trasparenza dei mercati; b) cooperazione internazionale e trasparenza; c) riforma del Fondo Monetario Internazionale; d) riforma della Banca Mondiale e delle altre banche multilaterali di sviluppo. Il *Final Report* del gruppo per la

⁷ Si pensi che al 23 febbraio 2009, il 71% degli strumenti derivati legati ai mutui *sub-prime* statunitensi, valutati al di sopra della soglia *investment grade* dal 2005 al 2007, sono stati rivisti al ribasso. Standard & Poor's, *Structured Finance Rating Transitions*, 22 Febbraio 2009.

⁸ Il dibattito a livello internazionale sulla creazione, più in generale, di regole comuni per regolare i mercati economici e finanziari è quanto mai acceso. Da ultimo, si vedano: J.D. Morley e R. Romano, *The Future of Financial Regulation*, Yale Law & Economics Research Paper No. 386, June 5, 2009; B. Thirkell-White, *Dealing with the Banks: populism and the public interest in the global financial crisis*, in *Institutional Affairs*, Vol. 85: N. 4, Luglio 2009. pagg. 689-711. Sulla necessità di ridisegnare una nuova *governance* per il capitalismo globale, si vedano M. Dooley, D. Folkerts-Landau e P. Garber, *The revised Bretton Woods system*, in *International Journal of Finance and Economics*, Vol.9: N. 4, 2004, pagg. 307-13; A. Singer, *Regulating Capital: Standard Setting for the International Finance System*, Ithaca, Cornell University Press, 2007; C. Reinhart e K. Rogoff, *Regulation should be international*, in *Financial Times*, 18 Novembre 2008. Infine, per un approfondimento sull'idea di una "governance tri-dimensionale" del capitalismo avanzato, si veda A. Baker, D. Hudson e R. Woodward, *Governing financial globalization: international political economy and multi-level governance*, Londra, Routledge, 2005.

⁹ Il Gruppo dei 20 (G-20), composto dai Ministri dell'economia e delle finanze e dai banchieri centrali dei 20 Paesi più industrializzati del mondo, nasce nel 1999 con l'obiettivo di studiare e promuovere iniziative volte alla stabilità finanziaria e allo sviluppo dei mercati globali. Si veda <http://www.g20.org/index.aspx>.

“regolazione e trasparenza dei mercati” del 25 marzo 2009¹⁰ presenta un mix di “raccomandazioni” volte a migliorare la cooperazione internazionale in questo ambito per rispondere efficacemente agli effetti della crisi¹¹. Una delle aree di intervento prioritarie è proprio l’analisi delle misure necessarie a sanare le distorsioni del mercato del rating. In particolare, come si dirà meglio in seguito, si insiste sulle metodologie utilizzate per la determinazione del rating, sulla necessità di aumentare la trasparenza e l’*accountability* delle Agenzie¹², e sui potenziali conflitti di interesse che caratterizzano il mercato del rating.

Un anno prima, nel maggio del 2008, l’IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*)¹³ aveva predisposto – creando un’apposita *Task Force (IOSCO Task Force on Credit Rating Agencies)* – un Codice di Condotta per le CRA (*Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2008¹⁴), quale strumento di auto-regolamentazione per le Agenzie e volto anch’esso a migliorare la qualità e l’integrità del processo di rating, salvaguardare l’autonomia e l’indipendenza delle Agenzie, stabilire profili di responsabilità di queste nei confronti degli investitori istituzionali e degli

¹⁰ Disponibile online all’indirizzo http://www.g20.org/Documents/g20_wg1_010409.pdf.

¹¹ Oltre alle raccomandazioni concernenti le CRA, le altre aree di intervento del gruppo di lavoro sono: *i*) approccio condiviso alla regolazione finanziaria; *ii*) concentrazione di capitali privati; *iii*) strumenti di verifica dei regimi regolatori; *iv*) prociclicità economica; *v*) liquidità; *vi*) strumenti derivati; *vii*) schemi di *compensation* e di *risk management*; *viii*) standard contabili; *ix*) trasparenza; *x*) *enforcement*; *xi*) assistenza e *institutional building* nei mercati emergenti.

¹² S. Rousseau, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case of Disclosure-Based Approach*, Capital Market Institute, 2005.

¹³ L’*International Organization of Securities Commissions*, con sede a Madrid, nasce con l’obiettivo di promuovere la cooperazione tra Stati per l’integrità e la stabilità finanziaria. Si veda <https://www.iosco.org/about/>.

¹⁴ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

emittenti. All'indomani delle proposte del G-20, l'IOSCO ha rivisto parzialmente tale documento, arricchendolo dei risultati emersi dalla revisione dei codici di condotta delle CRA stesse, attività che aveva l'obiettivo di avviare un meccanismo convergente per la regolazione del settore. La *Task Force* IOSCO sulle CRA è stata quindi trasformata in una Commissione Permanente (*IOSCO's Technical Committee*) per la revisione e l'aggiornamento dell'assetto regolatorio internazionale sulle Agenzie di rating e quale *forum* per l'interazione e la cooperazione tra regolatori ed Agenzie¹⁵.

Sempre a livello internazionale, si sottolinea l'azione del SIFMA (*Securities Industry and Financial Markets Association*)¹⁶, un'importante associazione internazionale di portatori di interesse nel campo dei mercati finanziari. Nel luglio del 2008, il SIFMA aveva pubblicato delle Raccomandazioni emerse dai lavori della propria *Task Force* sulle Agenzie di Rating e frutto di numerosi incontri con i regolatori di diversi Paesi, studiosi e rappresentanti delle 3 maggiori CRA. Le 12 Raccomandazioni, descritte dettagliatamente nel Report finale¹⁷, sono particolarmente interessanti e prevedono di: 1) rendere trasparenti le metodologie per la determinazione del rating; 2) divulgare le informazioni in base alle quali le CRA determinano il rating; 3) rendere note le procedure di sorveglianza delle CRA; 4) effettuare delle valutazioni comparate tra le performance delle Agenzie; 5) differenziare in maniera netta le attività di *risk assessment* delle CRA (loro *core business*) e

¹⁵ https://www.iosco.org/lists/display_committees.cfm?cmtid=3.

¹⁶ <http://www.sifma.org/>.

¹⁷ Disponibile *on line*: http://www.sifma.org/capital_markets/cra-taskforce.shtml.

la vasta gamma di servizi di consulenza che esse mettono a disposizione dei propri clienti (servizi ancillari); 6) creare un SIFMA *Global Credit Ratings Advisory Board*; 7) convergere verso un comune *framework* regolatorio globale; 8) divulgare le informazioni relative ai prezzi praticati dalle CRA per il rating; 9) rendere i rating maggiormente coerenti tra loro; 10) aggiungere suffissi differenti a particolari categorie di rating; 11) incentivare gli investitori a compiere una propria valutazione del rischio, attraverso la pubblicazioni di maggiori informazioni; 12) stimolare una migliore ed efficace collaborazione tra tutti gli attori coinvolti nel mercato del rating: le Agenzie, gli investitori, gli emittenti e gli istituti di credito.

Negli Stati Uniti, il Paese che offre nazionalità alle 3 CRA globali, non sono mancati negli ultimi mesi proposte di riforma dell'attuale *framework* regolatorio con l'intento prioritario di colmare il *deficit* di trasparenza del mercato del rating. La SEC (*U.S. Security and Exchange Commission*)¹⁸, che nel 2008 aveva già avviato un'istruttoria per verificare le responsabilità delle Agenzie per i loro *assessment* tardivi, ha recentemente approvato una mozione¹⁹ concernente un pacchetto di misure volte ad aumentare la trasparenza e migliorare la qualità del rating. In particolare la proposta della SEC muove dalla convinzione che i giudizi delle CRA siano variabili strategiche fondamentali per influenzare le decisioni degli investitori²⁰, i

¹⁸ Come noto, la SEC è l'Ente governativo statunitense preposto alla vigilanza della Borsa valori. Fondata nel 1934, è attualmente guidata da Mary L. Schapiro. Si veda <http://www.sec.gov/>.

¹⁹ Votazione del 17 settembre 2009. Si veda <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-200.htm>.

²⁰ "These proposals are needed because investors often consider ratings when evaluating whether to purchase or sell a particular security. That reliance did not serve them well over the last several years, and it is incumbent upon us to do all that we can to improve the reliability and integrity of the ratings process

quali, non potendo accedere facilmente a parte delle informazioni rilevanti relative all'emittente, utilizzano il rating quale strumento informativo primario. In tal senso, lo si ribadisce, la funzione "pubblica" del rating giustificherebbe un intervento pubblico a difesa dell'investitore-consumatore. In sintesi, e rinviando ai capitoli I e III ulteriori approfondimenti sul punto, la Commissione ha varato un *mix* regolatorio più stringente per garantire un maggiore *information disclosure* da parte delle CRA (e, quindi, una maggiore qualità del rating), promuovere la competizione tra le Agenzie (risolvendo i conflitti di interesse e promuovendo una maggiore *accountability* delle CRA nei confronti del mercato). Infine, nel suo proprio "Piano Strategico 2010-2015", la SEC ha posto tra gli obiettivi prioritari quello di proseguire sul cammino del rigore e dell'attenzione rispetto al mercato del rating, avendo come finalità la trasparenza dell'attività delle CRA e delle metodologie per la determinazione del rating²¹.

Anche il Governo statunitense è si sta muovendo nel solco tracciato dalla SEC e coerentemente con gli indirizzi condivisi a livello internazionale. Nel Giugno del 2009 il Dipartimento del Tesoro americano ha pubblicato il

and give investors the appropriate context for evaluating whether ratings deserve their trust". Mary L. Schapiro, Presidente della SEC. Si veda anche il *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, Gennaio 2003 (<http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>). Si veda infine B. Becker e T. Milbourn, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, Working Paper, Giugno 2009 (<http://www.hbs.edu/research/pdf/09-051.pdf>).

²¹ "The SEC will continue to enhance the program for registration and oversight of credit rating agencies that operate as nationally recognized statistical rating organizations, with a particular emphasis on measures designed to increase the transparency of ratings methodologies and performance and to address conflicts of interest inherent in the credit rating industry", in *SEC Draft Strategic Plan for Comment*, <http://www.sec.gov/about/secstratplan1015.htm>.

Final Report per la riforma della regolazione del sistema finanziario (*Financial Regulatory Reform: a New Foundation*)²². Tra i punti cardine della Riforma, che riconosce la necessità di un raccordo internazionale nei vari settori della regolazione finanziaria, vi è il riconoscimento dell'urgenza di stabilire delle regole più rigide per l'attività delle CRA e la determinazione di addivenire ad un nuovo *framework* coerente agli standard internazionali definiti dalle Raccomandazione del G-20 (*vedi infra*) che confluiranno nel definitivo Codice di Condotta IOSCO per le CRA atteso per la fine del 2009²³.

L'Unione Europea dichiara di essere in prima linea per rimediare al *gap* regolatorio che ha permesso un'azione pressoché incontrollata ed

²² La pubblicazione è del 17 giugno 2009. Di seguito un passo significativo dell'*Executive Summary*: “*Over the past two years we have faced the most severe financial crisis since the Great Depression. Americans across the nation are struggling with unemployment, failing businesses, falling home prices, and declining savings. These challenges have forced the government to take extraordinary measures to revive our financial system so that people can access loans to buy a car or home, pay for a child's education, or finance a business. We must act now to restore confidence in the integrity of our financial system. The lasting economic damage to ordinary families and businesses is a constant reminder of the urgent need to act to reform our financial regulatory system and put our economy on track to a sustainable recovery. We must build a new foundation for financial regulation and supervision that is simpler and more effectively enforced, that protects consumers and investors, that rewards innovation and that is able to adapt and evolve with changes in the financial market. It is time to restore responsibility and accountability to our financial system and provide Americans with the confidence that there is a system in place that works for and protects them – not just the banks and other financial institutions. As we begin to come out of the worst financial crisis since the Great Depression, we must modernize our financial system to make sure that the irresponsible behaviors and practices that contributed to this crisis are no longer tolerated*”. http://www.cfr.org/publication/19659/us_treasury_department.html. Si veda anche: <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg223.htm>. Già a fine 2008 il Congresso Americano, interrogandosi sul legame tra l'attività delle CRA e la crisi finanziaria, aveva istituito un'apposita Commissione: Congress of the United States House of Representatives (2008), *Credit Rating Agencies and the Financial Crisis: Opening Statement of Henry Waxman*, Chairman of the “Committee on Oversight and Government Reform”, 22 Ottobre 2008. Inoltre, è attualmente in discussione al Congresso statunitense un'interessante proposta legislativa volta ad emendare il *Securities Exchange Act* del 1934 dal titolo “*Accountability and Transparency in Rating Agency Act*”, presentata e discussa dal deputato Kanjorski il 25 settembre 2009, I Sessione, 111° Congresso. Si veda http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/presskanj_092509.shtml.

²³ *Financial Regulatory Reform: a New Foundation*, pag. 87.

indisturbata delle Agenzie negli anni²⁴. Già nel 2006 la Commissione aveva reso noto il proprio approccio in materia di regolamentazione delle Agenzie di rating²⁵ affermando che avrebbe monitorato con grande attenzione gli sviluppi in questo settore. Attualmente le CRA attive nell'Unione sono regolamentate principalmente dal codice di condotta della *International Organisation of Securities Commissions* (IOSCO), che si basa su un'adesione volontaria, e sono soggette ad una valutazione annuale da parte del Comitato delle Autorità Europee di Regolamentazione dei Valori Mobiliari (CESR)²⁶. Bruxelles aveva in seguito avviato, nel giugno del 2008, due procedure di consultazione per determinare: *i*) le condizioni di autorizzazione, funzionamento e supervisione delle Agenzie di rating; *ii*) proposte di *policy* per migliorare il mercato del rating²⁷.

Il 12 novembre dello stesso anno, la Commissione ha presentato una proposta di Regolamento per garantire un elevato standard qualitativo del rating, eliminando gli esistenti profili di conflitto di interessi. Anche in questo caso, si muove dalla convinzione che le CRA abbiano contribuito in

²⁴ “*I want Europe to adopt a leading role in this area. Our proposal goes further than the rules which apply in other jurisdictions. These very exacting rules are necessary to restore the confidence of the market in the ratings business in the European Union*”, è quanto ha dichiarato Charlie McCreevy, Commissario per il Mercato interno e servizi.

²⁵ Comunicazione della Commissione sulle Agenzie di rating, GU C 59 dell'11 marzo 2006, pag. 2. Si veda: <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2006:059:0002:0006:EN:PDF>.

²⁶ Il CESR è un gruppo consultivo indipendente che assiste la Commissione europea ed è composto dalle autorità di vigilanza nazionali dei mercati mobiliari della UE; cfr. la decisione della Commissione del 6 giugno 2001 che istituisce il comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari, 2001/527/CE (GU L 191 del 13.7.2001, pag. 43). Il ruolo del CESR consiste nel migliorare il coordinamento tra le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, consigliare la Commissione europea e garantire un'applicazione più coerente e tempestiva della legislazione comunitaria negli Stati membri.

²⁷ Comunicazione disponibile al sito internet: <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/08/1224&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr>.

modo significativo alle turbolenze dei mercati finanziari, specie sottostimando il rischio di credito degli strumenti finanziari strutturati. “Esse – afferma la Commissione – avevano dato a gran parte dei *subprime* i rating massimi, sottovalutando chiaramente i gravi rischi inerenti a tali strumenti. Inoltre, quando le condizioni dei mercati sono peggiorate, le Agenzie non hanno saputo adattare prontamente i propri rating”²⁸. Alla luce di tali considerazioni, la Commissione intendeva perseguire 4 obiettivi “di ampio respiro” per migliorare il processo di rating: a) garantire che le CRA prevenivano l’insorgere di conflitti di interesse nel processo di rating, o almeno li gestiscono adeguatamente; 2) migliorare la qualità delle metodologie utilizzate; 3) migliorare la trasparenza, fissando obblighi di comunicazione delle informazioni in capo alle Agenzie; 4) infine, garantire un quadro di registrazione e vigilanza efficiente, evitando così il cosiddetto “*forum shopping*” e l’arbitraggio regolamentare tra i diversi Paesi dell’UE²⁹. Infine, tenuto conto di tali esigenze e sulla scorta del dibattito internazionale in materia, il 12 giugno 2009 la Commissione ha dato mandato al CESR di individuare, entro il 15 febbraio 2010, un *framework* regolatorio coerente alle raccomandazioni del G-20 e applicabile all’interno dell’Unione prima di ottobre 2010³⁰.

²⁸ Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle Agenzie di rating del credito, COM(2008) 704, 12 novembre 2008.

²⁹ Vedi nota precedente.

³⁰ *Request for CESR technical advice on the equivalence between certain third countries legal and supervisory frameworks and the EU Regulatory regime for Credit Rating Agencies*: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/cesr/cesr_mandat20090612_en.pdf.

Come premesso, le polemiche sollevatesi da più parti sull'inefficienza delle Agenzie e sulla poca trasparenza del mercato del rating sono correlate causalmente alla responsabilità che ad esse si imputa per lo scoppio e l'inasprimento della crisi. Ciò si spiega essenzialmente in ragione della natura dell'attività di *risk assessment* e della funzione stessa del rating.

Le CRA vengono considerate da gran parte della letteratura economica “intermediari dell'informazione”³¹ a cui, nel tempo, la letteratura più prettamente giuridica ha affiancato un ruolo di *gatekeepers*³². Come si chiarirà meglio nel primo capitolo, il rating sintetizza, attraverso un giudizio di tipo alfanumerico effettuato dalle Agenzie, una valutazione del rischio di credito associato a strumenti finanziari sulla base di molteplici variabili che ciascuna Agenzia prende in considerazione e pondera discrezionalmente ai fini del proprio giudizio³³.

In particolare, i rating sono dei veri e propri indicatori sintetici che associano ai singoli strumenti finanziari il corrispondente rischio di credito, inteso come il rischio di mancato pagamento da parte dell'emittente del capitale e degli interessi dovuti. Proprio la capacità di condensare in un unico valore il risultato di un complesso processo di analisi della rischiosità

³¹ Si vedano, sul punto, T.T. Tang, *Information Asymmetry and Firms' Credit Market Access: Evidence from Moody's Credit Rating Format Refinement*, Working Paper, 2006; e F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, Washington University Law Quarterly, Vol. 77, No. 3, 1999.

³² Cfr. Schwarcz, S.L., *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, University of Illinois Law Review, 9 (1), 1-28, 2002; e F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers*, in Fuchita & Litan, Brookings Institute Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006.

³³ Come si dirà, infatti, non è possibile approfondire adeguatamente la metodologia adottata dalle Agenzie per l'*assessment* del rischio di credito. Cfr. Fight, 2001; Crouhy, Galai e Mark, 2001; Treacy, 1999.

dei debitori rappresenta il principale vantaggio di tali giudizi e uno dei fattori alla base della loro popolarità. Ciò è ancor più vero in contesti economici maggiormente sviluppati e nei Paesi, cioè, in cui il mercato dei capitali rappresenta un ampio canale di finanziamento per le imprese³⁴.

Il processo di analisi che precede i giudizi della CRA, come si vedrà in seguito, è particolarmente complesso e viene attentamente monitorato e vagliato prima che il giudizio finale venga comunicato all'impresa e al mercato. Il rating infatti si basa su un ampio *set* di informazioni, sia di natura qualitativa che quantitativa: si parte di solito dall'analisi macroeconomica del Paese di riferimento e dell'*industry* nella quale opera l'emittente, per passare alla valutazione sull'operato del *management* (a valle di numerosi incontri con i manager e visite presso l'azienda), fino alla struttura finanziaria dell'azienda e a quella dell'emissione. Quest'ultima rappresenta certamente la base informativa principale per la determinazione del rating. Da un lato, infatti, le stesse Agenzie mettono in luce la centralità che i dati di bilancio rivestono nella valutazione dell'affidabilità complessiva delle controparti; dall'altro, numerosi studi empirici sull'argomento hanno dimostrato l'esistenza di relazioni significative tra

³⁴ Negli Stati Uniti, ad esempio, essi sono diffusamente utilizzati da imprese e operatori finanziari nelle strategie di investimento nonché dalle autorità di vigilanza come *benchmark* negli schemi di controllo sull'intermediazione mobiliare. Cfr. R. Cantor e F. Packer, *The Credit Rating Industry*, in Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, *summer-fall*, 1994; degli stessi autori, *Differences of opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry*, in Journal of Banking and Finance, Vol. 21, N. 10, Ottobre 1997, pagg. 1395-1417; E. Laruccia e D. Revoltella, *Banking Systems Stability in Developing and Transition Economies: an Analysis of the Determinants of Moody's Bank Financial Strength Rating*, in Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi", N. 134, Ottobre 1999; infine W.F. Treacy M.S. Carey, *Credit Risk Rating at Large U.S. Banks*, in Federal Reserve Bulletin, Novembre 1998.

rating e variabili quantitative³⁵. Ad ogni modo, giova chiarire fin da subito che il tentativo di ridurre l'attività di rating a un approccio meramente quantitativo rischierebbe di produrre risultati incompleti. Tutte le maggiori Agenzie affermano infatti che il giudizio finale che esse assegnano “non è il semplice risultato di formule matematiche” e che il valore aggiunto della loro attività risiede nell'elaborazione di informazioni difficilmente catturabili da algoritmi matematici e faticosamente reperibili sul mercato dagli investitori (non solo quelli meno “sostanziosi”)³⁶.

Il mercato del rating, del resto, ha senso solo laddove le valutazioni da parte delle Agenzie incorporano proprio quelle informazioni cosiddette “private” relative all'emittente e “rilevanti” per gli investitori, ovvero idonee ad orientare le loro scelte di investimento. Perché ciò si realizzi, come si

³⁵ Tra i filoni di ricerca che si sono sviluppati sul fenomeno del rating, quello rivolto a studiarne la loro componente quantitativa ricopre un ruolo importante. L'idea comune di tali lavori, concentrati in larga parte sui rating delle imprese non finanziarie, è quella di utilizzare i giudizi delle CRA come variabile dipendente e ricercare una relazione significativa con un determinato set di variabili esplicative (generalmente, indicatori di bilancio). I primi lavori in materia risalgono alla seconda metà degli anni sessanta. Si vedano, su tutti, J.O. Horrigan, *The Determination of Long-Term Credit Standing With Financial Ratios*, in *Journal of Accounting Research*, supplement to *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, Vol. 4, 1966, pagg. 44-62; e R. West, *An Alternative Approach to Predicting Corporate Bond Rating*, in *Journal of Accounting Research*, Vol 7, 1970, pagg. 118-127. Per una rassegna della letteratura, cfr. F. Cannata, *La componente quantitativa dei rating delle agenzie: alcune evidenze empiriche*, Luiss Edizioni, 2002. Un altro filone importante di letteratura è quello che, mettendo in relazione le valutazioni delle Agenzie con i prezzi di mercato, è rivolto a valutare l'impatto dei cambiamenti di rating sul mercato e, quindi, la capacità di questi ultimi di “convogliare” agli operatori informazione rilevante. Per una rassegna della letteratura in materia, cfr. F. Cannata, *Rating esterni e mercati finanziari: un'analisi empirica sul mercato dei corporate bonds*, Tesi di Dottorato in Banca e Finanza, Università degli Studi di Roma “Tor Vergata”, X Ciclo, 2000.

³⁶ Già nel 1991, Moody's precisava: “*The objective of credit analysis can be simply stated: it is to forecast the ability and willingness of a borrower to meet its debt obligations when due. The appropriate analytical process for achieving that objective, however, is not so simply stated. And ultimately it cannot be described in its entirety because it is based to a large degree on judgment and because it pertains to the future, which by definition is uncertain [...]. It follows that all current financial data must be weighted in light of fundamental strengths and weaknesses and possible future developments that will influence those data over time. That is why we say credit analysis is fundamentally qualitative*”.

cercherà di dimostrare, è necessario che le Agenzie competano sull'*accuracy* del rating; in altre parole, si richiedono metodologie e procedure adeguate perché ci sia opportuna corrispondenza tra quanto sintetizzato nei rating e le variabili quali-quantitative individuate come *proxy* del rischio di credito.

Le anomalie maggiormente riscontrate, sulla base delle quali le Agenzie vengono aspramente criticate, andrebbero ad incidere negativamente proprio sulla qualità del rating traducendosi, quindi, nella mancanza di tempestività e di accuratezza nell'acquisizione, trattamento e divulgazione delle informazioni sugli emittenti. Il clamoroso caso del fallimento, ad esempio, della Lehman Brothers - colata a picco con 630 miliardi di dollari a metà settembre 2008 - ha minato definitivamente il già precario livello di affidabilità dei rating emessi dalle Agenzie internazionali³⁷. In quel caso, le maggiori agenzie di rating avevano portato i titoli della banca guidata da Richard Fuld a CCC (grado di indicazione di un "quasi" fallimento) soltanto il 15 settembre, proprio il giorno dell'annuncio del ricorso al *Chapter 11* (la procedura di fallimento pilotato previsto dalla legge fallimentare statunitense).

Sulla base di tali considerazioni, non sono mancati – con scarsi risultati – tentavi volti ad aumentare la fiducia nei confronti di tali intermediari

³⁷ Negli anni di crescita del mercato delle obbligazioni corporate - che hanno ampliato le opportunità per i prestatori di fondi, sia famiglie che investitori istituzionali, in termini di combinazioni rischio-rendimento - il rischio di fallimento della controparte (*credit risk*) è stato infatti associato, in modo meccanico e acritico (anche da investitori istituzionali come banche e fondi), alla valutazione del rating espresso dalle maggiori agenzie internazionali, con i titoli *investment grade* (quelli con il rating più elevato) accomunati con troppa facilità ai titoli di stato sul piano della rischiosità.

dell'informazione, sia a livello istituzionale (negli Stati Uniti come in Europa) che a livello organizzativo interno alle stesse Agenzie, le quali stanno ripensando i propri metodi di valutazione del rischio almeno con riferimento ad alcune tipologie di prodotti finanziari (CDO).

Una prima proposta è quella della creazione di un organo pubblico centralizzato nella forma di un'Authority. I limiti più evidenti di tale approccio sono tre. In primis, vi è una difficoltà pratica legata alla sua realizzazione e che attiene soprattutto alla giurisdizione che tale organo dovrebbe avere: dimensione nazionale, regionale o internazionale. La seconda critica che può essere mossa è strettamente correlata ad una criticità già emersa nelle Authority esistenti, ovvero al grado di autonomia e indipendenza (rispetto al potere politico) che essa verrebbe ad avere. Come noto infatti, l'organo politico – legislativo o esecutivo – nominando i vertici delle amministrazioni, influenza sensibilmente l'operato delle stesse. Infine, secondo quanto descritto dalla *Public Choice Theory*, vi è sempre il rischio che i funzionari vengano influenzati dai gruppi di interesse, ove l'aggregazione degli stessi interessi innesca un meccanismo di “cattura” che trova terreno più fertile in strutture pubbliche che in quelle private e soggette alle regole del mercato.

Una seconda proposta è quella di “aprire” il mercato ad altri soggetti per limitare (o almeno attenuare) gli effetti anticompetitivi. Secondo questa prospettiva, la struttura oligopolistica dell'Industria renderebbe particolarmente arduo osservare la qualità del rating sia per gli investitori che per le istituzioni regolamentari. Da una parte, la precisione delle

valutazioni può essere asseverata *ex post*, dall'altra l'esistenza di pochi *player* sul mercato tenderebbe a limitare l'effetto benefico del meccanismo reputazionale a detrimento dell'accuratezza del rating. Inoltre, i conflitti di interesse potenziali sarebbero direttamente proporzionali alla concentrazione del mercato, potendo le CRA porre più facilmente in essere comportamenti opportunistici (sia attraverso pratiche concordate tra esse che attraverso atteggiamenti collusivi con gli emittenti)³⁸. Sul versante degli *issuer*, invece, si registra la tendenza, anche essa esacerbata dall'esistente struttura del mercato, di fare *rating shopping* alla ricerca della valutazione migliore³⁹. La tesi accolta nel presente lavoro nega di fatto l'utilità di un siffatto intervento quale correttivo efficace per un buon funzionamento del mercato del rating. Lo scopo prioritario di un'utile azione di *policy* dovrebbe, infatti, essere vincolato all'incremento dell'efficienza dell'attività delle CRA e al conseguente aumento della qualità dei rating (attraverso un corretto funzionamento del meccanismo reputazionale). Coerentemente a questa visione, si discuterà su come il numero delle Agenzie operanti sul mercato non abbia immediato riscontro sulla *accuracy* delle valutazioni.

La terza proposta consiste nel ritorno al precedente modello di *business* così da eliminare la fonte primaria del conflitto di interesse⁴⁰. I sostenitori di tale

³⁸ Partnoy, 2006, cit.

³⁹ Cfr. B. Becker e T. Milbourn, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, mimeo, Boston, Harvard Business School Working Paper N. 09-051, 2008; Bolton, Freixas e Shapiro, 2009, cit.; Freixas e Shapiro, Marzo 2009, cit.; L.P. Hsueh e D. S. Kidwell, *Bond Ratings: Are Two Better Than One?*, in *Financial Management*, Vol. 17, N. 1, pagg. 46-53, 1998.

⁴⁰ Cfr. A.J. Pollock, *What Shoul Society Want from Corporate Governance?*, American Enterprice Insitute for Public Policy Research, Febbraio 2006; J.D. Morley e R. Romano, 5 Giugno 2009, cit., pag. 28; M. Pagano e P. Volpin, 2009, cit., pag. 23.

soluzione rimediale partono quindi dalla constatazione che sia il fenomeno del *rating inflation* che la minore accuratezza nelle valutazioni dipendano dal rapporto esistente tra le CRA ed emittenti. Da ciò deriva che la soluzione più appropriata sarebbe quella di far pagare gli investitori per i servizi di *risk assessment* sull'esempio delle analisi e/o previsioni economiche richieste agli analisti finanziari. Questo approccio, pur condivisibile nel suo tentativo di risolvere il problema del conflitto di interessi, risulta difficilmente attuabile in concreto e, come si dirà, non fornisce ampie assicurazioni circa la sua capacità risolutiva.

Le responsabilità che pressoché tutti gli osservatori imputano alle Agenzie per lo scoppio e l'inasprirsi della recente crisi finanziaria, se da un lato hanno contribuito a far luce sulle problematiche fin qui affrontate, dall'altro rischiano di creare una certa confusione circa le possibili soluzioni. Questa complessità richiede pertanto un approccio orientato all'individuazione della "chiave di volta" che, se modificata, è idonea a produrre il maggior numero di effetti benefici. Nel presente lavoro verrà esposto un possibile rimedio volto a migliorare il mercato del rating a vantaggio degli investitori/consumatori e, più in generale, per il perseguimento dell'efficienza del mercato dei capitali.

Il raggiungimento degli obiettivi proposti passa necessariamente attraverso un maggior grado di competizione tra le CRA sul livello di *accuracy* delle valutazioni e sulla loro capacità di estrarre informazioni private per determinare il merito di credito degli emittenti. Ciò si rifletterà

evidentemente in una maggiore consapevolezza degli investitori e, in ultima istanza, in una ritrovata fiducia di questi nei confronti delle CRA. Gli *issuer*, a loro volta, saranno in grado di comunicare ai mercati la qualità delle proprie emissioni, aprendo così ulteriori possibilità di finanziamento dei propri progetti.

Nella prima parte, si fornisce un'analisi ad ampio spettro del mercato del rating, dei suoi attori e delle sue regole, enfatizzandone di volta in volta gli elementi di maggiore criticità. La seconda sezione propone un modello di *monitoring* alla luce del quale è possibile pervenire ad una giustificazione economica del rating, mostrando come esso sia uno strumento fondamentale per il buon funzionamento dei mercati finanziari in grado di risolvere, come dimostrato, i problemi derivanti dall'esistenza di asimmetrie informative quali "azzardo morale" e "selezione avversa". Il terzo ed ultimo capitolo, raccoglie alcune riflessioni circa le principali proposte di *policy* (qui anticipate) secondo una prospettiva di *law and economics*. Infine, verranno approfondite le motivazioni e gli effetti di un diverso intervento rimediale in grado di fornire i corretti incentivi alle CRA a mantenere uno *standard* qualitativo elevato, così da produrre analisi più accurate e pubblicare rating con un maggiore portato informativo.

1. Il Mercato del Rating

La crisi finanziaria internazionale, innescata dallo scoppio della bolla dei mutui *subprime* statunitensi nel 2007, ha posto in evidenza il ruolo centrale delle Agenzie di Rating nei mercati globali e le enormi responsabilità che esse hanno avuto nel provocare tale *tsunami* sottostimando il rischio di credito degli strumenti finanziari strutturati. Inoltre, quando le condizioni dei mercati sono peggiorate, le Agenzie sono state decisamente tardive nel correggere al ribasso i propri giudizi. Quanto accaduto ha senz'altro rilevato le carenze dei metodi e dei modelli utilizzati dalle CRA, così come le numerose criticità del mercato stesso del rating.

Da un lato, infatti, è possibile parlare di caratteristiche “soggettive”, che riguardano squisitamente le Agenzie e la loro attività di *risk assessment*, ovvero la complessa metodologia da esse utilizzata per sintetizzare le informazioni rilevanti in un codice alfanumerico (rating) destinato agli investitori; dall'altro vanno evidenziate le criticità “oggettive” del mercato del rating globalmente considerato: la sua struttura, l'architettura contrattuale, l'esistenza di una doppia relazione di Agenzia (in senso economico) tra CRA e gli investitori e tra le stesse gli emittenti, la commistione di altre tipologie di servizi consulenziali che non sono propriamente riconducibili al rating, le barriere economiche e quelle regolamentari all'ingresso, la mancanza di una chiara regola di responsabilità per l'emissione o la revisione dei giudizi delle Agenzie.

Come ampiamente premesso, il sommarsi di tali criticità (soggettive ed oggettive) rende il mercato del rating (e le Agenzie) particolarmente esposto a severe critiche da parte degli osservatori e dei regolatori di tutto il mondo. Inoltre, se l'esistenza di un legame tra un mercato tanto imperfetto e l'attuale turbolenza dei mercati finanziari è pressoché pacifica, alcuni commentatori sostengono che l'eccessiva dipendenza dei mercati dai giudizi delle Agenzie rappresenterebbe la causa primaria dello scoppio della crisi. "Senza tale interdipendenza – si dice – alcune tipologie particolarmente complesse di strumenti finanziari, maggiori protagonisti della crisi come le Obbligazioni Collaterali sul Debito (CDO) e i Veicoli Strutturati di Investimento (SIVs), non sarebbero state vendute o addirittura create"⁴¹.

Le critiche rivolte alle Agenzie sono state decisamente più aspre rispetto a quelle che hanno riguardato altri soggetti operanti sui mercati come *gatekeepers* finanziari, ponendo così in rilievo profili di "responsabilità potenziale" maggiori per le prime che per i secondi. Questa differenza sostanziale è uno degli elementi più importanti che ha spinto buona parte della letteratura giuridica a marcare un solco distintivo tra le attività tradizionali cosiddette di *gatekeeping* e l'attività di *risk assessment* delle CRA. Prima di approfondire gli elementi caratteristici della seconda, è opportuno chiarire meglio i punti essenziali di tale dibattito.

⁴¹ Cfr. L.J. White, *The Credit Rating Agencies: Understanding their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, Working Paper, 8 Aprile 2009, disponibile on line su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1434483>. F. Partnoy, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, Proceedings of the 2008 International Banking Conference: "The First Credit Market Turmoil of the 21st Century", World Scientific Publishers, 2009; San Diego Legal Studies Paper No. 09-015. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1430653>, e pubblicato dalla Fondazioni ENI "Enrico Mattei", in "Institutions and Markets Series", Nota di Lavoro 27.2009.

Il termine *gatekeeper* è stato utilizzato in svariati contesti delle scienze sociali, molto spesso con accezioni metaforiche più che letterali⁴², per connotare generalmente una qualunque forma esterna o indipendente di monitoraggio volto a verificare l'adeguatezza di un prodotto e/o servizio a determinati standard o procedure⁴³. Negli ultimi anni, nel contesto dei mercati finanziari, il termine ha assunto un significato più preciso, finendo per ricomprendere alcune soggetti che svolgono attività tipiche in tali contesti. Anzitutto, il *gatekeeper* è un soggetto che svolge la propria attività come professionista ed è pertanto in grado di ricercare e processare le informazioni rilevanti al fine di formulare il proprio giudizio concernente l'attività o il servizio del proprio cliente (banche d'affari, consulenti legali, revisori contabili, agenzie di rating, ecc.).

Caratterizzare l'attività di gatekeeping solamente in termini di "potere di veto" che tali professionisti detengono rispetto ai soggetti scrutinati appare comunque estremamente riduttivo e non consente di evidenziare alcuna distinzione che delinea la particolarità delle CRA e del mercato del rating in generale. I *gatekeepers*, infatti, possono essere definiti – mutuando il

⁴² Vi sono casi in cui il termine viene utilizzato, nei diversi campi delle scienze sociali, per riferirsi ad attività accomunate da una funzione di monitoraggio con relativo potere o facoltà di giudicare e, a limite, escludere il soggetto scrutinato. A titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, l'attività di "*peer review*" è un comune meccanismo di correzione dei lavori di ricerca da parte di accademici e giornalisti scientifici, anch'essi definiti come *gatekeepers*, cfr. E. R. Harcum e E.F. Rosen, *The Gatekeepers of Psychology: Evaluation of Peer Review*, Praeger Publishers, 1993. Altrettanto dicasi, in scienza politica, per l'attività delle commissioni parlamentari rispetto al processo legislativo, cfr. A.T. Denzau e R. McKay, *Gatekeeping and Monopoly Power of Committees: an Analysis of Sincere and Sophisticated Behavior*, in *American Journal of Political Science*, Vol. 27, N. 4, Novembre 1983, pagg. 740-761. Infine, in economica il termine viene utilizzato molto frequentemente per riferirsi ad intermediari finanziari, in particolare banche e revisori contabili, cfr. R.J. Mann, *Regulating Internet Payment Intermediaries*, in *Texas Law Review*, N. 81, 2004, pagg. 681-708.

⁴³ J.C. Coffee, *Gatekeepers, The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2004, pag. 2.

linguaggio della teoria dei giochi – come dei *player* che effettuano “giochi ripetuti” quando verificano e certificano prodotti e/o servizi destinati al mercato. Da ciò, è possibile formulare una seconda e migliore definizione, secondo la quale “un *gatekeeper* è un soggetto che agisce come intermediario dell’informazione, trasferendo il proprio capitale reputazionale al destinatario dell’attività di *assessment* e segnalando così al mercato la sua qualità”⁴⁴. In mancanza di tale “segnale”, il cliente non avrebbe accesso al mercato, oppure esso risulterebbe limitato o più oneroso. Il detentore del capitale reputazionale, nel caso di specie il *gatekeeper*, è quindi un *player* che presta ripetutamente il proprio servizio, a diversi soggetti e può vantare un’esperienza pluriennale. L’aspetto reputazionale, pertanto, gioca un ruolo centrale in questo modello⁴⁵: esso consente soltanto ad un *gatekeeper* di agire quale “collettore” tra un soggetto (*issuer*) e una platea di persone potenzialmente interessate ad acquistare (e/o finanziare) i prodotti e/o servizi che esso fornisce (investitori). A tale proposito, è interessante osservare le implicazioni di questo sistema sulla struttura del mercato dei *gatekeepers*. In altre parole, il capitale reputazionale rappresenta una vera e propria barriera economica all’ingresso⁴⁶, finendo per aumentare il grado di concentrazione e rendendo, di fatto, tali mercati

⁴⁴ J.C. Coffee, 2004.

⁴⁵ Per un’analisi più approfondita sul ruolo del capitale reputazionale nei mercati finanziari, si veda R.J. Benabou e G. Laroque, *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, No. 3, 1992, pagg. 921-958.

⁴⁶ Sul punto, molti studi dimostrano la necessità di dover avere superare una certa soglia di capitale reputazionale (*reputational threshold*) per entrare in un dato mercato. Cfr. Monitoring and Reputation: D.V. Diamond, *The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt*, Journal of Political Economy, Vol. 99, N. 4, 1991, pagg. 689-721.

oligopolistici (aprendo così la strada a facili forme di collusione)⁴⁷. Infine, vi è un altro elemento che caratterizza le funzioni di *gatekeeping*: quello dell'architettura contrattuale. Tipicamente, infatti, la parte che finanzia la prestazione professionale del *gatekeeper* è la medesima che riceve la prestazione stessa: *monitoring*, *assessment* e giudizio (con intuibili implicazioni in termini di conflitti di interesse).

Quanto detto finora, non lascia spazio a dubbi rispetto al fatto che l'attività delle CRA corrisponda a pieno titolo a quella di altri *gatekeepers*. Come anticipato e come si vedrà meglio nei prossimi paragrafi, infatti, esse svolgono – dietro pagamento di una *fee* corrisposta dall'*issuer* – una funzione di “certificazione” del rischio di credito di quest'ultimo, sintetizzandolo in un codice alfanumerico riconoscibile dal mercato. In tal modo, esse condensano un set di informazioni rilevanti sull'*issuer* e le trasferiscono agli investitori, i quali saranno portati a confidare della bontà delle valutazioni compiute dall'Agenzia in ragione della (e in proporzione alla) reputazione che essa detiene⁴⁸.

La tesi accolta nel presente lavoro, di contro, è quella secondo la quale le CRA differiscono sensibilmente dagli altri *gatekeepers* finanziari. Prima di entrare nel dettaglio degli aspetti “soggettivi” ed “oggettivi” del mercato del rating, si chiariranno le motivazioni alla base di tale distinzione al fine di

⁴⁷ Per un'analisi più approfondita, si veda J.C. Coffee, *ibidem*, pagg. 103 ss.

⁴⁸ Sull'applicabilità di un tale modello al mercato del rating, cfr. J.C. Rochet, J. Mathis e J. McAndrews, *Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful enough to Discipline Rating Agencies?*, in *Journal of Monetary Economics*, Vol. 56, Maggio 2009, pagg. 657-674.

delineare opportunamente i confini semantici ed economico-giuridici entro i quali si colloca l'attività delle Agenzie sui mercati finanziari.

Una prima differenza, seguendo un approccio tipicamente deduttivo, risalta osservando i bilanci dei soggetti in questione⁴⁹. Dal 2002 al 2006, infatti, il valore di mercato della principale Agenzia al mondo – Moody's – è cresciuto del 300%, mentre nello stesso periodo il valore di molte banche d'affari, società di consulenza e società di revisione subiva forti battute di arresto⁵⁰. Uno dei motivi di questa *escalation* relativa riflette sarebbe legato al quadro regolatorio e giuridico: molti *gatekeepers* sono stati infatti costretti all'esborso di milioni di dollari dopo essere stati coinvolti in vicende processuali (si pensi ad Arthur Andersen per il caso Enron nel 2002) o, in quegli anni, erano potenzialmente esposti a nuovi scandali finanziari. Ciò non è successo per le Agenzie le quali – pur coinvolte in vicende processuali – hanno con successo avanzato la tesi difensiva secondo la quale il loro *core business* sarebbe la pubblicazione di notizie finanziarie

⁴⁹ Poiché delle tre Agenzie principali solo Moody's è quotata in Borsa, ci si riferisce alle informazioni reperibili nelle relazioni agli investitori di quest'ultima (<http://v3.moodys.com/researchandratings/special-reports/003003004/industry-sector-research/special-reports/003003004/4294966774/4294966848/0/0/-/0/r/>).

⁵⁰ Nel caso di specie, è stato confrontato il valore azionario di Moody's con quello di Goldman Sachs, Merrill Lynch, e Morgan Stanley. Anche i profitti delle Società di revisione hanno subito grosse diminuzioni. Si pensi, poi, alla scomparsa dal mercato di Arthur Andersen per il caso Enron nel 2002 (per molti anni, la principale delle cosiddette *big five*: oltre ad Andersen, Ernst & Young, Pricewaterhouse Coopers, Kpmg, Deloitte & Touche) e ai grossi problemi affrontati da KPMG. Cfr. F. Partnoy, *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Financial Gatekeepers*, Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, San Diego Legal Studies Paper N. 07-46, 2006, pagg. 66-67. Disponibile on line su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=900257>.

e, conseguentemente, i rating sarebbero delle mere “opinioni” protette dal Primo Emendamento alla Costituzione degli Stati Uniti⁵¹.

Il fatto che le *performance* delle CRA abbiano avuto, negli anni recenti, segno opposto a quelle degli altri *financial gatekeepers* si spiega anche attraverso l’evoluzione del regime regolatorio. Rimandando ai prossimi paragrafi l’approfondimento della prospettiva evolutiva dello stesso, basti qui anticipare che prima degli anni ’70 il modello di business delle Agenzie era sensibilmente diverso rispetto a quello vigente. Prima della nascita del NRSRO⁵², le *fees* spettanti alle CRA venivano corrisposte dagli investitori committenti interessati a conoscere il rating. Come si sa, oggi invece sono gli emittenti a pagare direttamente le Agenzie per ricevere da loro le valutazioni⁵³. A ciò va aggiunto che negli ultimi vent’anni la crescita di strumenti finanziari strutturati è aumentata esponenzialmente⁵⁴, riflettendosi in un incremento del mercato del rating che, nel corso del tempo, è diventato progressivamente più concentrato in seguito ad operazioni di fusione tra CRA o di acquisizione, da parte delle maggiori, di diverse Agenzie regionali⁵⁵. Già negli anni ’90, le maggiori Agenzie hanno

⁵¹ Il I Emendamento alla Costituzione degli Stati Uniti garantisce alcuni libertà fondamentali, tra cui la libertà di espressione, parola e stampa. Per alcuni annotazioni sul I Emendamento si consulti il database: <http://caselaw.lp.findlaw.com/data/constitution/amendment01/>.

⁵² *National Recognized Statistical Rating Organization*, create dalla SEC a metà degli anni ’70. Vedi *infra*.

⁵³ Si stima, infatti, che quasi il 90% delle *revenues* delle CRA sia rappresentato proprio dalle *fees* corrisposte dagli *issuer*. Cfr. il Moody’s Corporation Form 10-K Filing, 8 Marzo 2005, pagg. 18-22.

⁵⁴ Si veda l’interessante riflessione circa il ruolo delle CRA nei mercati dei prodotti strutturati, in A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, 09/129, Giugno 2009.

⁵⁵ Per un’analisi approfondita sia sul modello di business delle CRA che da una prospettiva storica, si veda L.J. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, NYU Working Paper No. EC-01-02. Disponibile on line su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1292667>.

sperimentato sensibili incrementi di volume: al 1997 Moody's aveva emesso circa 22.000 rating negli Stati Uniti e 1.200 nel resto del mondo (sia relativi ad *issuer* privati che a Stati sovrani). Nel 2000, le *revenues* di Moody's ammontavano circa a 602 milioni di dollari; dopo soli 4 anni giungono a 1.438 milioni di dollari, con un margine netto che passa da 159 milioni di dollari nel 2000 a 425 milioni nel 2004⁵⁶. Nel 2007, ultimo anno di crescita di questo trend, i guadagni di Moody's arrivano a 2.259 milioni, con un margine netto di ben 702 milioni di dollari⁵⁷.

Un ulteriore elemento che caratterizza il mercato del rating e segna la differenza tra le CRA e gli altri *gatekeepers* è la presenza di gravi condizioni di conflitto di interesse, potenzialmente più serie di quelle esistenti altrove⁵⁸. Oltre all'architettura contrattuale testé brevemente descritta, secondo la quale le CRA sono oggi pagate direttamente dai soggetti che ricevono il rating, vi sarebbero almeno due aree di criticità che finiscono per aumentare il livello di guardia rispetto al mercato del rating.

La prima si riferisce alla prestazione di una serie di servizi consulenziali, definiti dalla letteratura come "ancillari" all'attività tipica di *risk*

⁵⁶ Partnoy, 2006.

⁵⁷ La crescita incontrastata dei ricavi si è interrotta nel 2008, anno in cui Moody's registra un primo cambio di tendenza: *revenues*: 1.755 milioni (rispetto 2.259 dell'anno precedente) e margine netto: 457 milioni di dollari (rispetto ai 702 dell'anno precedente). Fonte: *Moody's Annual Report*, 2008.

⁵⁸ Come evidenziato precedentemente, anche le prestazioni degli altri *gatekeepers* vengono pagate direttamente dal cliente destinatario dell'attività professionale. Inoltre, vi sono altre tendenze comuni: ad esempio, la presenza di top manager nei consigli d'amministrazione di entrambe le Società (*gatekeeper* e *issuer*). Si pensi al caso di Clifford L. Alexander Jr., già Presidente di Moody's e consigliere d'amministrazione di WorldCom per 19 anni; la società seguì a ricevere rating favorevoli anche dopo che i suoi bond erano scivolati al di sotto della soglia di *investment grade*. Si veda A. Klein, *Moody's Board Members Have Ties to Clients*, sul Washington Post del 22 Novembre 2004.

assessment, recentemente sviluppati dalle Agenzie⁵⁹. Sul punto, molti commentatori osservano come gli *issuer* sarebbero portati a richiedere, alla stessa Agenzia deputata all'emissione o alla revisione del rating, anche gli altri servizi di consulenza, soddisfacendo così due condizioni fondamentali. Da un lato, essi godrebbero di una minore rigidità delle CRA nel processo di valutazione (o di revisione); dall'altro, si coprono dal rischio di eventuali comportamenti "vendicativi" da parte dell'Agenzia che non si fosse vista affidare la prestazione di "servizi accessori". Naturalmente la differenza rispetto agli altri *gatekeepers* è rappresentata dal fatto che – ad oggi – non vi è alcuna restrizioni per le CRA relativa ad attività consulenziali, al contrario di quanto previsto per banche d'affari e società di revisione⁶⁰.

La seconda criticità, esclusivamente legata a questo mercato, è legata ai cosiddetti *unsolicited ratings*, letteralmente "rating non richiesti". La procedura standard per l'emissione del rating, che avremo modo di declinare nel prossimo paragrafo e che prevede un ingaggio dell'Agenzia da parte dell'*issuer*, viene a volte disattesa dalle CRA, le quali procedono a pubblicare giudizi non richiesti sia riguardanti gli emittenti che le emissioni. Anche se non ci sono dati pubblici circa l'esatta quota parte degli *unsolicited ratings* sul totale di quelli emessi dalle Agenzie (solamente Moody's ha dichiarato, nel 2004, di aver limitato tale pratica a circa l'1%⁶¹), appare evidente come questi possano rappresentare uno "strumento di

⁵⁹ La quota parte di servizi consulenziali sul totale delle *revenues* ammonta, al 2008, a circa al 15% per Moody's. *Moody's Annual Report*, 2008.

⁶⁰ Partnoy, 2006.

⁶¹ Cfr. A. Klein, *Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say*, sul Washington Post del 24 Novembre 2004.

minaccia” in mano alle CRA. L'*issuer*, infatti, sapendo che potrà subire una revisione a ribasso del proprio rating a discrezione di una determinata Agenzia, sarà incentivato *ex-ante* ad attuare comportamenti idonei ad attrarre il favore della stessa: ad esempio non rivolgendosi ad altre CRA e acquistando anche servizi accessori.

Infine, è necessario considerare il *framework* regolatorio e l'impatto che esso ha avuto sulla struttura del mercato del rating. Rinviando ai prossimi paragrafi per una più esauriente ricognizione sull'evoluzione storica e sullo stato dell'arte della regolazione in materia, basti qui sottolineare l'esistenza di cosiddette barriere legali all'ingresso.

Come più volte anticipato, infatti, le normative vigenti a livello internazionale, hanno contribuito in maniera sostanziale a creare e rafforzare l'attuale assetto oligopolistico del mercato, limitando il libero ingresso di altri operatori sul mercato e finendo in tal modo per minare fortemente il potenziale grado di competizione tra le Agenzie. Il primo intervento regolamentare realmente incisivo si ha nel 1975, quando la SEC, con la *Rule15c3-1*, propone di stabilire per i *securities broker-dealers* dei requisiti minimi di capitale connessi alla qualità dei *bond* detenuti nel loro portafoglio, utilizzando a tal fine il rating ad essi attribuito come parametro essenziale per la valutazione. In questa occasione la SEC compie una cruciale distinzione, individuando la categoria di Agenzie di rating idonea ad emettere tali valutazioni, ossia quella delle “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*” (NRSRO), uniche Agenzie legittimate a fornire dei rating validi per la valutazione dei requisiti minimi del capitale

(le tre maggiori CRA attive sul mercato, all'epoca come oggi, Moody's, S&P e Fitch, furono immediatamente riconosciute come NRSRO). I principali criteri - giova ribadirlo, non codificati - su cui la SEC basava le proprie valutazioni ai fini della concessione del titolo di NRSRO facevano genericamente riferimento al "riconoscimento" su scala nazionale di cui l'Agenzia godeva, alla sua struttura organizzativa, alla sua situazione finanziaria, alle dimensioni ed alla professionalità del personale da essa impiegato, al grado di indipendenza intercorrente tra l'Agenzia e le imprese oggetto del rating, alle procedure utilizzate per l'emissione dei rating ed alle eventuali misure prese a salvaguardia delle informazioni riservate di cui l'Agenzia veniva in possesso⁶².

Data l'evoluzione storica del mercato del rating, la regolazione esistente è rivolta esclusivamente alle NRSRO, ed è rappresentata dal *Credit Rating Agency Reform Act* del 2006 (parzialmente rivisto, come vedremo, nel 2007 e nel 2009), che ha emendato le *section* 3(a) e soprattutto riscritto la *section* 15E del *Securities Exchange Act* del 1934. Essa delinea esaustivamente i caratteri delle NRSRO, definendole come quelle Agenzie di rating che <<abbiano operato continuativamente nel mercato del rating da almeno 3 anni>>, emettendo rating relativi a istituzioni finanziarie (*brokers* o *dealers*), a compagnie assicurative, a imprese emittenti strumenti finanziari,

⁶² Ai fini di apportare una maggiore chiarezza alla disciplina allora vigente, nel 1997 la SEC propose la formale codificazione di parametri di valutazione delle NRSRO, sostanzialmente paritetici a quelli usati nella prassi, ma dalla proposta non scaturì alcun atto normativo. Nel 2005 invece, a seguito degli scandali finanziari che investirono i mercati all'inizio di tale decennio, la SEC decise di delineare nuovamente i parametri di individuazione delle NRSRO senza però mutare nella sostanza i requisiti fino ad allora richiesti ai fini del riconoscimento, che rimanevano quindi principalmente imperniati sull'importanza di cui l'agenzia godeva sul mercato.

ed infine a qualsiasi emittente di “*asset backed securities*”, “*municipal securities*” o strumenti finanziari connessi al governo americano o a governi di paesi stranieri.

Fin qui, l’assetto regolatorio statunitense sembra confermare quanto premesso circa una sostanziale presenza di barriere regolamentari all’ingresso. Con riferimento al contesto europeo, è possibile rinvenire una serie di disposizioni, estrapolabili da diverse Direttive, concernenti alcuni aspetti di centrale importanza correlati all’attività di emissione dei rating. In linea generale, le CRA operanti in ambito comunitario sono quelle riconosciute dalle Autorità nazionali preposte (in molti casi, come per l’Italia, le Banche Centrali) e aderiscono – su base volontaria – al citato codice di condotta IOSCO, in linea con l’approccio statunitense di riconoscere alle maggiori Agenzie il “monopolio” dell’attività di *risk assessment*.

Dopo aver chiarito quali sono i “confini” del mercato del rating all’interno del più ampio contesto dei soggetti che operano, a vario titolo, sui mercati finanziari come intermediari dell’informazione, è necessario approfondire gli elementi costitutivi – sia sotto il profilo soggettivo che oggettivo – del rating. Nel prossimo paragrafo, infatti, si darà conto della procedura di *risk assessment*, definendone significato e metodologie. In seguito, si delineeranno le peculiarità di tale mercato, chiarendo meglio quanto già anticipato circa le criticità più evidenti; verrà inoltre approfondito il ruolo “economico” del rating: partendo dalle considerazioni circa l’esistenza di

una doppia relazione d'agenzia (in senso economico) tra l'*issuer* e le CRA e tra queste ed il mercato, si evidenzierà come il rating sia in grado di risolvere i tipici problemi di asimmetria informativa esistenti sui mercati finanziari. Infine, sarà approfondito l'aspetto regolatorio, dai più considerato uno dei motivi principali per la cristallizzazione di una struttura concentrata di mercato e per la creazione artefatta della domanda del rating. In particolare, verrà descritta l'evoluzione storica della normativa riguardante le Agenzie di rating, fino a chiarire gli elementi dell'attuale *framework* regolatorio negli Stati Uniti e in Europa.

1.1 Significato del Rating e Metodologie di *risk assessment*

L'obiettivo di qualunque soggetto che stia considerando se investire o meno i propri capitali in un progetto (*lender*) è cercare di raccogliere ogni informazione possibile circa la probabilità che la controparte finanziata (*borrower*) sia in futuro in grado di ripagare il debito. A tale scopo, il *lender* si impegnerà in attività "investigative", sforzandosi di reperire elementi rilevanti per la propria valutazione sul merito di credito del *borrower*: il primo cercherà di approfondire, ad esempio, lo stato patrimoniale del secondo, il suo livello di professionalità così come quello di suoi eventuali soci o collaboratori; proverà a valutare le *chance* di riuscita del progetto in questione, si informerà sugli altri eventuali prestatori; osserverà il contesto nel quale il *borrower* opera e il livello di rischio a questo collegato, la sua posizione nel mercato di riferimento, e così via. Tale impegno potrà andare a buon fine e avrà buone possibilità di tradursi in una previsione attendibile se il *lender* ha opportunità di accedere a tutte le informazioni disponibili e sarà quindi in grado di processarle efficacemente. Ciò presuppone un contesto di mercato limitato ed una conoscenza "perfetta" dello stesso, degli agenti e dei mezzi di produzione di beni e servizi da un lato, e un adeguato livello di sofisticazione del *lender* tale da consentirgli un *risk assessment* proficuo, dall'altro.

Appare del tutto evidente che in mercati evoluti e spesso internazionalizzati, come quelli finanziari moderni, è impossibile che tali condizioni siano realizzate. Le Agenzie di rating, come ampiamente anticipato, offrono

quindi agli investitori giudizi in merito alla qualità di credito di prodotti finanziari emessi dalle *corporation* o dai Governi (sia statali che locali). In tal modo, esse agiscono “professionalmente” per colmare – lo si analizzerà nel prossimo paragrafo – le asimmetrie informative che inevitabilmente vengono a crearsi in contesti complessi. Le tipologie di rating offerte da tali società specializzate variano notevolmente: da quelli attribuiti ai titoli emessi dalle imprese (*corporate*) a quelli riferiti agli Stati sovrani (*sovereign*), sino a quelli attribuiti ai titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione. Di seguito, si cercherà di approfondire le metodologie utilizzate dalle CRA – secondo le informazioni attualmente rese disponibili dalle stesse⁶³ – nella loro attività di *risk assessment*, con particolare riguardo ai rating *corporate*, rinviando così alla numerosa letteratura in materia di rating sovrani⁶⁴.

Generalmente, la metodologia di analisi che le Agenzie seguono nell’attribuzione del giudizio viene presentata come una combinazione di valutazioni quantitative e informazioni qualitative: alla luce di ciò, il tentativo di ridurre l’attività di rating ad un approccio meramente qualitativo rischierebbe di produrre risultati incompleti. Tutte le maggiori CRA

⁶³ Gli approfondimenti proposti di seguito, sono frutto di elaborazioni di dati e informazioni disponibili sui siti web delle Agenzie (in particolare di Moody’s: <http://v3.moodys.com/Pages/default.aspx>), sui documenti da esse prodotti, su altre analisi effettuate da Organismi pubblici di controllo.

⁶⁴ Per un’ampia panoramica ed un’analisi approfondita delle procedure di valutazione dei *sovereign ratings* cfr, fra gli altri, R. Cantor e F. Packer, *Sovereign Credit Ratings*, in *Economics and Finance*, Vol. 1, N. 3, Giugno 1995. Disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1001511>; R. Cantor e F. Packer, *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, in *Economic Policy Review*, Vol. 2, N. 2, Ottobre 1996, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1028774>; L. Trevino e S. Thomas, *Systematic Differences in the Determinants of Foreign Currency Sovereign Ratings by Rating Agency*, University of Southampton Working Paper N. 00-153, disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=275345>.

affermano, infatti, che il giudizio finale che esse assegnano non è il semplice risultato di formule matematiche e che il valore aggiunto della loro attività risiederebbe nell'elaborazione di informazioni difficilmente "catturabili" da algoritmi⁶⁵.

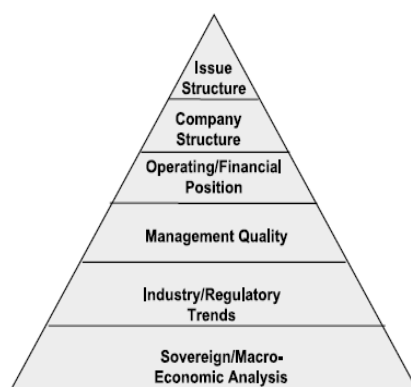
Con riferimento ai cosiddetti *corporate ratings* – sui quali, come detto, si concentrerà la presente analisi – le complesse procedure generalmente adottate si articolano in diverse fasi, dallo studio del quadro macroeconomico sino all'analisi delle specifiche caratteristiche tecniche del titolo. In tal modo, le Agenzie cercano di rispondere a due domande fondamentali: qual è il rischio che il *lender* corre di non ricevere, nei tempi dovuti, la somma prestata e gli interessi maturati con riferimento ad una specifica emissione; e ancora, come valutare comparativamente il rischio di una data emissione con quello di tutte le altre⁶⁶. Le CRA, in ultima istanza, misurano la capacità dell'*issuer* di generare ricchezza in futuro, cercando di

⁶⁵ Moody's, 1991.

⁶⁶ Per un'analisi approfondita delle metodologie di *risk assessment*, anche sotto il profilo storico-evolutivo, si vedano tra gli altri: R. West, *An Alternative Approach to Predicting Corporate Bond Rating*, in *Journal of Accounting Research*, Vol. 7, pp. 118-127, Spring 1970; J. Ang e K. Patel, *Bond Rating Methods: comparison and validation*, in *Journal of Finance*, Vol. XXX, N. 2., pagg. 631-640, Maggio 1975; R.K. Reilly e M.D. Joehnk, *The Association Between Market-determined Risk Measures for Bonds and Bond Rating*, in the *Journal of Finance*, Vol. XXXI, N. 5, pagg. 1387-1403, Dicembre 1976;; R. Rajan e L. Zingales, *What we do Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*, Working Paper n. 4875, NBER, 1994; A. Resti e C. Omacini, *Che cosa determina I rating creditizi delle aziende europee?* In *Banche e Banchieri*, n.3, 2001; D. Cossin e T. Hricko, *Exploring for the Determinants of Credit Risk in Credit Default Swap Transaction Data*, EFMA 2001 Lugano Meetings, Maggio 2001, disponibile online su SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273454; A.W. Butler e K.J. Rodgers, *Relationship Rating: How Do Bond Rating Agencies Process Information?* EFA 2003 Annual Conference Paper No. 491, 27 Giugno 2003, disponibile online su SSRN: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=345860; D.T. Hamilton, J. James, e N. Webber, *Copula Methods and the Analysis of Credit Risk*, Working Paper Series, Gennaio 2001, disponibile online su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1014407>; J.E. Gomez-Gonzalez, P. Acevedo, F.P. Garcia e N.E. Zamudio Gomez, *An Alternative Methodology for Estimating Credit Quality Transition Matrices*, in *Banco de la República Borradores de Economía* No. 448, Dicembre 2007, disponibile online su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1152349>.

“anticiparne” ad oggi la probabilità e la magnitudine, così da incorporare tali informazioni in un prezzo⁶⁷. Tali determinazioni sono ponderate attentamente rispetto ad una vasta gamma di variabili (endogene ed esogene) idonee a rilevare, attraverso valutazioni comparate, gli elementi di forza e quelli di debolezza dell'emittente rispetto ai suoi *peer* a livello internazionale⁶⁸ (la *Figura 1* sintetizza tale processo nel caso di Moody's).

Figura 1: Variabili considerate da Moody's nel processo di *Risk Assessment*



Fonte: Crouhy et al., 2001

Con riferimento alla componente qualitativa del rating, uno degli elementi che può essere definito esogeno e del quale le Agenzie tengono conto nella determinazione dei propri giudizi è il cosiddetto “*fattore Paese*”. Poiché i rating sono costruiti in modo tale da essere agevolmente confrontabili, essi contengono una valutazione del rischio sovrano relativo al Paese dell'emittente, che rappresenta – in un certo senso – la soglia massima

⁶⁷ M. Crouhy, D. Galai e R. Mark, *Prototype Risk Rating System*, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, n.1, 2001, pagg. 47-95.

⁶⁸ Naturalmente, non si hanno informazioni circa il metodo di ponderazione delle variabili (note) utilizzate dalle Agenzie per la determinazione dei rating.

(*ceiling*) per i rating sui titoli in valuta estera dell'emittente stesso⁶⁹. In particolare, viene analizzata e ponderata attentamente la situazione politica ed istituzionale del Paese in cui la *corporation* conduce le proprie attività prevalenti.

Altra variabile fondamentale è la “*posizione dell'impresa sul mercato*”, analizzata sia da un punto di vista storico-evolutivo che prospettico. A tal fine, le CRA cercano scrupolosamente informazioni rilevanti circa le quote di mercato dell'impresa emittente, la sua capacità relativa di influenzare i prezzi, la reputazione e la capacità della *corporation* di fronteggiare le pressioni competitive, il livello del fatturato. Spesso il quadro relativo all'*environment* assume un'importanza decisiva nella determinazione finale del merito di credito; è per questo motivo che non mancano di essere considerati altri elementi quali la struttura operativa, la diversificazione geografica delle vendite e della base produttiva, l'eventuale dipendenza da fornitori, i canali distributivi, ecc.

Tra le variabili endogene, un ruolo chiave è giocato dal “*livello di consapevolezza dei rischi e abilità del management*”. Tale valutazione, cui si giunge al termine di numerosi incontri tra il personale dell'Agenzia ed il *management* dell'Azienda emittente, è prevalentemente soggettiva, nonostante i risultati passati consentano di basare il giudizio anche su parametri oggettivi: una gestione ad alto rischio è presumibilmente riconoscibile da un profilo finanziario mutevole e da un elevato utilizzo

⁶⁹ F. Cannata, 2002.

della leva finanziaria⁷⁰. Si inserisce, in questa fase, l'analisi qualitativa di bilancio dell'impresa, che coinvolge i principali profili della gestione aziendale e si basa generalmente sui dati contabili degli ultimi 3-5 anni⁷¹.

A completare, per quanto possibile, il quadro della componente qualitativa del rating, vi sono due variabili che non possono essere ricomprese in maniera esclusiva nelle due categorie precedenti (variabile esogena ed endogena), essendo esse legate alla naturale interazione dell'*issuer* con il contesto di mercato nel quale opera. La prima è una "*misura di sensitività*", che risulta dalla stima della capacità dell'impresa di reagire a variazioni inattese di una o più variabili operative (ad esempio, i costi delle materie prime). L'altra è rappresentata dalle "*caratteristiche contrattuali*" del titolo, dall'esistenza cioè di garanzie, clausole ed altri elementi idonei ad influire sugli aspetti operazionali o sulle *performance* stesse dell'impresa.

Nell'articolazione del processo di attribuzione del rating, l'analisi quantitativa costituisce una fase essenziale, ancorché – giova ribadirlo – non esaustiva. L'analisi quantitativa del bilancio, condotta su un arco temporale almeno degli ultimi tre anni, rappresenta il principale strumento di lavoro per gli analisti. Dalla documentazione offerta dalle Agenzie⁷², è possibile enucleare gli indicatori maggiormente utilizzati nella valutazione delle imprese emittenti. Essi sono essenzialmente riconducibili a tre aree gestionali: i) *flussi di cassa e liquidità*; ii) *redditività*; iii) *leverage*.

⁷⁰ F. Cannata, 2002.

⁷¹ Moody's, 2008.

⁷² Come premesso, disponibile in gran parte sui siti internet delle stesse: www.moodys.com; www.standardandpoors.com; www.fitchibca.com.

Per quanto concerne i primi – *flussi di cassa e liquidità* – ad essere valutata è la capacità dell'impresa di finanziare i propri piani di sviluppo attraverso i flussi di cassa generati dalla gestione, in quanto poco influenzati dalle politiche di bilancio aziendali e dalle diverse prassi contabili adottate nei vari Paesi. I due aggregati contabili maggiormente utilizzati sono l'EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) e l'EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation*): il primo fornisce un'indicazione delle risorse di cassa di cui l'azienda dispone in normali condizioni operative; il secondo rivela un'informazione più precisa dell'aggregato precedente nel caso in cui siano rilevanti le poste contabili diverse dalla cassa. Su tali basi, tra i principali indicatori utilizzati figura l'*interest coverage* (o grado di copertura degli interessi) quale rapporto fra il flusso di cassa prodotto dall'azienda e gli oneri finanziari (ad esempio, l'indicatore *EBIT/oneri finanziari* misura il numero di volte che il flusso di cassa eccede la spesa per interessi). Inoltre, quale misura del tempo necessario all'impresa per ripagare il debito, viene considerato il fondamentale indicatore dato dal rapporto tra il *cash flow* e l'indebitamento totale (ad esempio, un valore del 25% indica che l'azienda impiegherà quattro anni per generare il flusso di cassa necessario a rimborsare il debito). A tali indicatori, si affiancano i tradizionali indici di liquidità come il *quick ratio* (cassa/passività correnti) quale misura dell'ammontare dell'attivo altamente liquido sullo *stock* di passività correnti (ad esempio, i prestiti bancari a breve termine); il *current ratio* (attivo corrente/passivo corrente) quale *proxy* della capacità dell'impresa di far fronte alle proprie passività

attraverso gli *asset* correnti; le *linee di credito bancarie/passivo corrente* quale misura della liquidità di riserva a disposizione dell'impresa.

Le valutazioni circa la seconda area gestionale considerata – *redditività* – sono assolutamente fondamentali per descrivere lo “stato di salute” di un'impresa, in quanto il profilo reddituale influenza, come noto, la crescita del capitale, l'abilità nell'attrarre nuovi investitori, l'espansione e la capacità del *management* di reagire a situazioni avverse. A tale scopo, le Agenzie prendono in considerazione gli indicatori di redditività più comuni quali il ROE (*Return on Equity*: rapporto tra utile e capitale netto), il ROA (*Return on Asset*: rapporto tra utile e attivo totale), il *Return on Capital* (rapporto tra EBIT e la somma del capitale netto e il debito a lungo termine), il MOL (margine operativo lordo: rapporto tra reddito lordo e fatturato).

Infine, l'analisi del grado di *leverage* consente di verificare il complessivo profilo di rischio dell'impresa in relazione al grado di dipendenza dalle fonti di finanziamento esterne: a parità di altre condizioni, infatti, un alto livello di indebitamento rispetto al capitale proprio implica un maggior grado di rischio, per la ridotta quota di capitale disponibile a copertura di eventuali perdite; il carico di interessi sul debito, inoltre, potrebbe risultare eccessivo rispetto alla capacità di reddito. Tra i diversi indicatori, i più utilizzati sono il *Gearing Ratio*, che si ottiene dal rapporto tra debito a lungo termine e capitale proprio e il *Leverage*, dedotto dalla frazione tra il debito totale e la somma del debito e capitale proprio. Va peraltro osservato che l'utilizzo dei dati contabili richiede, per stessa ammissione delle Agenzie, particolari cautele. Nel confronto *cross-boarder*, ad esempio, la difformità delle regole

contabili può creare notevoli distorsioni⁷³: per questo motivo le grandezze contabili connesse con le politiche di consolidamento e ammortamento e con la valutazione del magazzino vengono generalmente corrette dagli analisti. Inoltre, poiché i rating tendono ad essere costruiti in base ad un approccio *through-the-cycle* – tenendo conto cioè delle possibili fluttuazioni, anche sfavorevoli, nell’arco di un intero ciclo economico – gli indicatori di bilancio a una singola data non sempre risultano del tutto coerenti con il corrispondente rating⁷⁴.

Tutte le informazioni, qualitative e quantitative riguardanti l’*issuer* e qui brevemente richiamate, vengono reperite attraverso una procedura strutturata di raccordo tra gli analisti e l’emittente stesso al fine di collezionare ogni evidenza che possa essere idonea a valutare il rischio di credito e, quindi, tradursi nel rating che verrà reso noto agli investitori. Dopo la pubblicazione, i rating vengono continuamente monitorati da parte delle CRA, anche attraverso periodiche riunioni ed interviste telefoniche con il *management*. Al di là di minime differenze tra le diverse Agenzie, è possibile delineare i momenti salienti di tale attività.

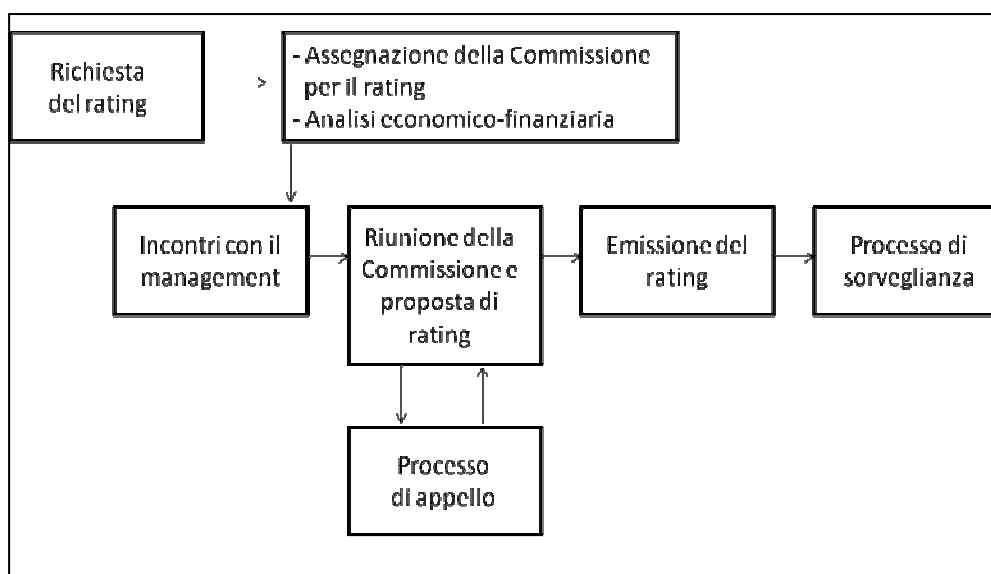
Il processo di *risk assessment* (Figura 2) inizia con un primo *meeting* tra gli analisti dell’Agenzia e i manager della Società emittente. Benché solo interlocutorio e volto ad approfondire la conoscenza reciproca, il primo incontro (che può durare tutta la giornata) di solito si focalizza – dopo una rapida presentazione da parte dell’Agenzia dei servizi da essa offerti – su

⁷³ In proposito, Cfr. R.G. Rajan e L. Zingales, *Financial Dependence and Growth*, in *American Economic Review*, Vol. 88, N. 3, Giugno 1998, pagg. 559-586.

⁷⁴ F. Cannata, 2002.

due macro-ambiti: da una parte, il business, la struttura organizzativa, il personale, il profilo storico-evolutivo, le strategie future della Corporation; dall'altra, vengono analizzati le caratteristiche principali del contesto di mercato nel quale essa opera. In tale occasione, l'Agenzia raccoglie tutto il materiale documentale necessario agli opportuni approfondimenti⁷⁵.

Figura 2: Procedura per l'assegnazione del rating



Il passaggio successivo è quello della costituzione di una “Commissione per il Rating”, interna all’Agenzia, deputata all’analisi di dettaglio delle informazioni e dei dati disponibili e responsabile del giudizio tradotto nel comune codice alfanumerico. Ciò avviene in periodo che va dai 60 ai 90 giorni, in considerazione delle peculiarità *dell’issuer*, del mercato, del prodotto finanziario. Al termine dell’*assessment*, la Commissione comunica le proprie deduzioni, consistenti evidentemente nel rating e nella

⁷⁵ Cfr. M. Crouhy, D. Galai e R. Mark, *Prototype Risk Rating System*, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, N. 1, 2001, pagg. 47-95.

formulazione di un breve giudizio, al *management* della Corporation prima della pubblicazione ufficiale. A questo proposito, è molto comune l'introduzione della clausola “*right of refusal*” che permette all'*issuer* di mantenere private le conclusioni dell'Agenzia, sia con riferimento al rating che al giudizio relativo⁷⁶.

Anche se sono presenti alcune lievi differenze nelle “scale” di valutazione utilizzate dalle CRA (come mostrato nella *Figura 3*), i rating emessi sottoforma di codice alfanumerico sintetizzano, per ciascuna soglia di giudizio, l'opinione dell'Agenzia circa il merito di credito dell'emittente.

Figura 3: Confronto tra le scale di rating utilizzate dalle 3 principali Agenzie

Moody's	S&P	Fitch	
Aaa	AAA	AAA	
Aa1	AA+	AA+	
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
A1	A+	A+	Investment Grade
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	Non Investment Grade
B1	B+	B+	
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Caa	CCC; CC; C	CCC; CC; C	
Ca; C	DDD; DD; D	DDD; DD; D	

Fonte: Elaborazioni su dati forniti dalle Agenzie, 2009

⁷⁶ Per opportuni approfondimenti, è utile il Report esplicativo pubblicato recentemente da Moody's: *Moody's: Rating Symbols & Definitions*, Giugno 2009, disponibile online all'indirizzo: <http://v3.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodysRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>.

La prima fascia (Aaa per Moody's e AAA per le altre) indica un rischio di credito estremamente basso (ovvero una capacità di rimborso del debito estremamente alta) che comporta evidentemente un bassissimo grado di rischio dell'investimento. Scalando progressivamente fino alla soglia di *investment grade*, i giudizi tendono ad essere via via meno positivi segnalando una probabilità di indebolimento della capacità di rimborso del debito da parte dell'*issuer* in presenza di condizioni economiche e finanziarie sfavorevoli, essendo essa sempre più influenzabile da fattori esogeni. Ciononostante, tali emissioni non sono considerate particolarmente rischiose da parte delle Agenzie. Al di sotto della soglia *investment grade*, di contro, l'investimento viene considerato speculativo: a fronte di un minor prezzo e tassi di interesse più alti, cioè, la possibilità associata di rischio di credito tende ad aumentare fino ad avvicinarsi progressivamente al grado di insolvenza (C per Moody's e D per le altre)⁷⁷.

1.2 Protagonisti e Funzione Economica del Rating

La SEC (*Securities and Exchange Commission*)⁷⁸, nel suo ultimo Report del settembre 2009 riguardante il mercato del Rating e il *framework* regolatorio delle Agenzie⁷⁹, ribadisce l'esistenza di dieci CRA registrate come NRSRO:

⁷⁷ Cfr. Treacy, William F. (1998), *Credit Risk Rating at Large U.S. Banks*, Federal Reserve Bulletin, Novembre 1998, pag. 897 ss.

⁷⁸ <http://www.sec.gov/index.htm>.

⁷⁹ Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO), SEC, September 2009: <http://www.sec.gov/divisions/marketreg/ratingagency/nrsroannrep0909.pdf>.

A.M. Best Company Inc., DBRS Ltd., Fitch Inc., Japan Credit Rating Agency Ltd., Moody's Investors Services Inc., Rating and Investment Information Inc., Standard & Poor's Rating Services, Egan-Jones Rating Company, LACE Financial Corp., Realpoint LLC. La quasi totalità dei rating emessi dalle Agenzie (oltre il 99%), segue l'ormai consolidato (e qui più volte richiamato) modello di pagamento diretto, il cosiddetto "*issuer-pay model*"⁸⁰, ove solo le ultime tre Agenzie citate (Egan-Jones Rating Company, LACE Financial Corp., Realpoint LLC) utilizzano una diversa struttura di pagamento, la cosiddetta "*subscriber-pay model*"⁸¹ per un ammontare totale di ricavi – con riferimento alle sole emissioni statunitensi nell'anno fiscale 2008 – di 3,8 miliardi di dollari. Tali Agenzie, registrate come NRSRO, svolgono la propria funzione di *risk assessment* rispetto a cinque classi fondamentali di rating, distinte rispetto ai diversi soggetti emittenti: *i*) imprese finanziarie; *ii*) compagnie assicurative; *iii*) emissioni corporate; *iv*) emissioni *asset-backed securities*; *v*) emissioni governative (sovrane, regionali, municipali).

1.2.1 *Le Big Three*

Occorre ribadire fin da subito che rappresentare il mercato del rating descrivendo un contesto in cui operano, solo negli Stati Uniti, 10 CRA non fornisce un'immagine realistica della struttura e del funzionamento dello

⁸⁰ Tale modello di business, giova ribadirlo, prevede il pagamento diretto dei servizi di risk assessment necessari per la determinazione del rating da parte dell'emittente all'Agenzia.

⁸¹ In questo caso, la struttura di pagamento è molto simile a quella in vigore prima della riforma degli anni '70, e prevede che sia il mercato – precisamente coloro che sottoscrivono l'emissione – a pagare per il rating.

stesso. Come già evidenziato più volte, infatti, gli attori principali (e quasi esclusivi) del rating a livello internazionale sono soltanto tre, ovvero Moody's⁸², Standard & Poor's (S&P)⁸³ e Fitch⁸⁴: tali Agenzie emettono circa il 98% della totalità dei rating pubblicati negli Stati Uniti⁸⁵ e controllano circa il 94% del mercato globale; più precisamente, la quota congiunta di mercato a livello internazionale delle prime due supera di poco l'80%, mentre il restante 14% è detenuto da Fitch⁸⁶.

Tale struttura di mercato oligopolistica ha rappresentato e rappresenta tuttora uno degli elementi di maggiore criticità ed è oggetto, come più volte anticipato, di continue critiche da parte degli osservatori e della letteratura in materia. Nel presente lavoro, si cercherà di porre in evidenza – pur senza l'ambizione di provvedere ad una trattazione esaustiva sull'argomento – gran parte delle questioni attinenti al mercato del rating; in quest'ottica l'elevato tasso di concentrazione (oligopolio) viene a porsi solamente come una delle numerose caratteristiche peculiari che contribuiscono a rendere tale mercato poco trasparente e a sottoporre i suoi protagonisti sotto una critica lente di ingrandimento per la scarsa qualità delle loro valutazioni e la

⁸² Moody's è la principale e più antica Agenzia di rating al mondo. Opera a livello internazionale mediante unità operative controllate da *Moody's Investor Service*, a sua volta detenuta dalla capogruppo Moody's Corporation, quotata sul mercato statunitense (NYSE) (<http://v3.moodys.com/Pages/default.aspx>).

⁸³ S&P è la Società di McGraw-Hill Companies che si occupa di risk assessment a livello internazionale (<http://www.standardandpoors.com/home/en/us>).

⁸⁴ Fitch è un'Agenzia cresciuta soprattutto nell'ultimo ventennio grazie a numerosi operazioni di acquisizione e fusione. Oggi opera in oltre 90 Paesi ed ha le sue sedi principali a New York e Londra. Attualmente è una Società controllata da Fimalac S.A., un Gruppo internazionale di servizi di supporto alle imprese la cui sede principale è a Parigi (http://www.fitchratings.com/index_fitchratings.cfm).

⁸⁵ *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO), SEC, September 2009.

⁸⁶ Commissione Europea, *Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, 12 Novembre 2008.

conseguente responsabilità nello scoppio e nell'inasprirsi della crisi finanziaria. In questa sezione verranno evidenziate, oltre alla struttura di mercato, le altre criticità messe in luce in letteratura con particolare attenzione alla “funzione economica” che le CRA esercitano nei mercati internazionali.

L'attuale assetto di mercato – negli Stati uniti come nel resto del mondo – è frutto di una singolare evoluzione storica che ha consentito alle attuali “*Big Three*” (Moody's, S&P, Fitch) di ricevere un aiuto significativo dalla regolazione finanziaria. Come verrà evidenziato nel prossimo paragrafo, infatti, fin dagli anni '30 del secolo scorso, i regolatori statunitensi hanno insistito sulla necessità di delegare alle Agenzie un ruolo di assoluta preminenza quali primarie fonti di informazione circa il merito di credito dei *bond* emessi sul mercato americano⁸⁷. A rinforzare la centralità delle CRA all'interno del sistema finanziario è stata, nel 1975, la decisione della SEC di creare una specifica categoria di soggetti legittimati ad esercitare attività di *risk assessment* e a pubblicare i relativi rating, realizzando così – con l'istituzione dell'ormai nota NRSRO – una vera e propria barriera regolamentare all'ingresso⁸⁸ a protezione della posizione dominante degli *incumbent*.

⁸⁷ Cfr. L.J. White, *The Credit Rating Agencies: Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, Working Paper Series, 8 Aprile 2009, disponibile *on line* su: <http://ssrn.com/abstract=1434483>.

⁸⁸ Cfr. L.J. White, *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, NYU Ctr for Law and Business Research Paper N. 01-001, Febbraio 2001, disponibile *on line* su: <http://ssrn.com/abstract=267083>.

Inoltre, il cambiamento occorso agli inizi degli anni '70 e relativo al modello di business del rating, con il conseguente passaggio dal *subscriber-pay model* all'*issuer-pay model*, ha di fatto esposto tale mercato ai rischi di abuso di posizione dominante da parte delle CRA, da un lato e, dall'altro, di conflitti di interesse insistenti tra le Agenzie deputate ad emettere il rating nei confronti del medesimo soggetto dal quale ricevono una *fee* come contropartita della prestazione professionale. Entrambe le distorsioni si sarebbero tradotte – specie negli ultimi anni – in un minore livello di *accuracy* nelle valutazioni⁸⁹ delle CRA le quali, strette nella continua tensione tra la necessità di mantenere elevato il proprio capitale reputazionale presso i mercati (attraverso, come si dirà in seguito, un adeguato e riconoscibile livello di perizia) e la contestuale esigenza di attrarre clienti (*issuer*) attuando un comportamento “flessibile” nei confronti dell'emittente/committente, hanno più volte abdicato al proprio ruolo di intermediari attenti e tempestivi delle informazioni sui prodotti finanziari emessi⁹⁰.

⁸⁹ Dando vita a quello che viene definito il “paradosso del rating”: la redditività delle attività delle NRSRO è andata aumentando costantemente negli anni a fronte di una riduzione della qualità del rating. F. Partnoy, *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego Law & Econ Research Paper N. 20, 2001, disponibile *on line* su: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=285162.

⁹⁰ Oltre ai già citati esempi di erronee valutazioni, le Agenzie vengono spesso criticate per le tardive correzioni ai rating emessi. Parte della letteratura (White 2009) ricorda come questa sia una strategia posta in essere deliberatamente dalle tra Agenzie. Esse, infatti, hanno più volte dichiarato che le loro valutazioni seguono una prospettiva temporale di medio - lungo termine, andando al di là delle eventuali congiunture economiche (*rate through the cycle rather than an up-to-the-minute assessment*). Ciò comporta una congenita mancanza di tempestività delle valutazioni e/o delle revisioni dei rating. Alcuni suggeriscono che tale comportamento possa essere in qualche modo legato alla volontà di assecondare i clienti/investitori che mal sopporterebbero continui e costosi aggiustamenti nelle loro strategie di portafoglio. Si vedano E.I. Altman e H.A. Rijken, *How Rating Agencies Achieve Rating Stability*, NYU Working Paper N. S-CDM-03-12, Dicembre 2003, disponibile *on line* su: <http://ssrn.com/abstract=1295796>; e ancora E.I. Altman e H.A. Rijken, *The Effects of Rating Through the Cycle on Rating Stability, Rating Timeliness and Default*

Sarebbe tuttavia semplicistico collegare l'attuale struttura oligopolistica del mercato mondiale del rating solamente ad una "cattiva regolazione" e all'ormai consolidato modello di pagamento "diretto"; se queste cause principali possono infatti spiegare largamente la genesi di tale fenomeno, difficilmente esso ha finito per cristallizzarsi nel tempo su tali basi. L'attività delle Agenzie di rating, per la natura delle prestazioni e per le caratteristiche dei soggetti che essa intermedia, risponde ad alcune esigenze tipicamente economiche quali lo sfruttamento di economie di scala e di scopo, la necessità di comparabilità delle valutazioni da parte degli operatori del mercato, e il fondamentale ruolo giocato dal capitale reputazionale di pochi soggetti deputati a colmare le asimmetrie informative caratterizzanti i mercati finanziari⁹¹.

In assenza di Agenzie di rating, infatti, gli investitori sarebbero teoricamente obbligati a ricercare per proprio conto le informazioni rilevanti per determinare la qualità dell'emittente e/o dell'emissione e, quindi, la probabilità di rientro del proprio capitale investito⁹². Nella pratica, gli ostacoli sono enormi: gli investitori dovrebbero infatti sopportare ingenti "costi di investigazione" e necessiterebbero di adeguati strumenti analitici

Prediction Performance, NYU Working Paper N. FIN-05-004, Marzo 2005, disponibile *on line* su: <http://ssrn.com/abstract=1294140>.

⁹¹ Cfr. S. Rousseau, *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: The Case for a Disclosure-Based Approach*. *CREDIT RATING AGENCIES: NEED FOR REFORM IN CANADA?*, Accepted Paper Series, Novembre 2005, disponibile *on line* su: <http://ssrn.com/abstract=797325>; R. Cantor e F. Packer, *The Credit Rating Industry*, in *The Journal of Fixed Income*, N. 5(3), 1995, pagg. 10-34.

⁹² Cfr. A.K. Rhodes, *The Role of The SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, 20 *Seton Hall Legis. Journal* N. 293, 1996, pagg. 315-316; Basel Committee on Banking Supervision, *Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information*, Working Papers N. 3, Basel, 2000, pag. 11.

per processare i dati le informazioni in loro possesso. Ciò, di fatto, ridurrebbe considerevolmente il numero degli investimenti, in quanto il costo sopportato dai singoli per colmare le asimmetrie informative finirebbe per eccedere il più delle volte il possibile guadagno⁹³.

1.2.2 Le Funzioni del Rating

Posto che le Agenzie di rating sono in grado di fare meglio, in maniera più efficace e meno costosa l'attività di *risk assessment* e che le economie di scala associate alle operazioni di ricerca e di analisi riducono il costo dell'informazione stessa⁹⁴ (informazione che viene immediatamente diffusa dalle CRA sul mercato, consentendo teoricamente un immediato "aggiustamento" dei prezzi), sarà utile approfondire le dinamiche economiche che caratterizzano il mercato del rating, rinviando al prossimo capitolo l'esplicitazione di un modello in grado di giustificarne economicamente l'esistenza.

In uno sforzo di esemplificazione, è possibile individuare e rappresentare tre macro funzioni svolte dalle Agenzie di rating (*Figura 4*): *i*) informativa; *ii*) di certificazione; *iii*) di standardizzazione⁹⁵.

⁹³ Questo non esclude la possibilità che alcuni investitori istituzionali possano trovare economicamente profittevole effettuare autonomamente le ricerche per approfondire il merito di credito dell'*issuer*. Cfr. S. Rousseau, 1995, *supra*.

⁹⁴ Cfr. J.C. Coffee, *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, N. 4, 1984, pagg. 717-753.

⁹⁵ F. Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Working Paper Series, Giugno 2007, disponibile on line su: <http://ssrn.com/abstract=991821>.

Figura 4: La Funzione delle Agenzie di Rating

	Issuers	Investors	Regulators
Information Function	Information intermediation: <ul style="list-style-type: none"> ▪ generating information ▪ providing reputational bond 		
	economies of scale in information production		
	releasing private information		
Certification Function			rating-based regulation
	private risk management		
Standardization Function	credit/investment process		
		comparability of risks	

Fonte: Dittrich, 2007

La prima e già ampiamente anticipata funzione delle CRA è quella di intermediazione delle informazioni tra l'*issuer* e gli investitori, volta a colmare le esistenti asimmetrie informative. In questo senso, esse sono state definite “*information gathering agencies*”⁹⁶, in quanto provvedendo a raccogliere e processare le informazioni relative all'emittente (e/o emissione) a costi ridotti senza però dare indicazioni dirette sull'opportunità dell'investimento, né essendo responsabili per i loro giudizi⁹⁷. Infine, esse riescono ad estrarre una parte di informazioni “private” relative all'emittente che altrimenti resterebbero ignote al mercato.

La seconda funzione, quella di “certificazione”, è anzitutto strettamente legata agli assetti regolatori che impongono, per alcune tipologie di

⁹⁶ M.H. Millon e A.V. Thakor, *Moral Hazard and Information Sharing: a Model of Financial Information Gathering Agencies*, in *Journal of Finance*, vol. 40, 1985, pagg. 1403-1422.

⁹⁷ Cfr. Dittrich, 2007, *supra*.

emissione, le procedure di *risk assessment* da parte delle CRA, aprendo così ad un dato strumento finanziario mercati altrimenti interdetti (c.d. *Rating-Dependent Regulation*)⁹⁸. Al di là degli aspetti regolatori e da una prospettiva squisitamente economica, il rating può essere definito un “*bene status*”, ove le scelte dei consumatori/investitori sono influenzate non tanto o non solo dall’utilità derivante dal consumare un certo bene, ma dalla considerazione che generalmente si ha del bene stesso⁹⁹. In secondo luogo, i rating costituiscono per gli emittenti un proficuo ed insostituibile modello interno di *risk management*.

Infine, l’attività delle Agenzie assolve ad una necessaria funzione di standardizzazione delle procedure per l’emissione di strumenti finanziari e, aspetto cruciale, consente un’immediata comparabilità dei livelli di rischio ad esso associati grazie alle comuni scale ordinali di rating.

1.2.3 La relazione principale-agente e il “capitale reputazionale”

Nella *Figura 5* la componente soggettiva delle Agenzie di rating viene inserita nel più ampio contesto di mercato, mostrando chiaramente come esse rivestano un ruolo di assoluta centralità. Dallo schema si vede infatti

⁹⁸ Come noto, infatti, assolvono una funzione primaria anche dal punto dell’assetto regolatorio dei mercati finanziari. A questo proposito, la SEC conferma che almeno 44 dei propri provvedimenti si basano sui rating e, recentemente, ha evidenziato 3 macro-aree di specifico interesse: 1) la *Rule 3a-7* dell’*Investment Company Act*; 2) *Rule 15 c3-1* del *Securities Exchange Act* del 1934; e 3) *Rule 2a-7* dell’*Investment Company Act* del 1940. Cfr. C. Cox, *Statement on Proposal to Increase Investor Protection by Reducing Reliance on Credit Ratings*, 25 Giugno, 2008. Per opportune approfondimenti sul punto, si rimanda a J.P. Hunt, *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, N. 1, 5 Settembre 2008, disponibile *on line* su: <http://ssrn.com/abstract=1267625>, pag. 27 e ss.

⁹⁹ Cfr. E. Hopkins e T. Kornienko, *Running to Keep in the Same Place: Consumer Choice as a Game of Status*, in *Journal of Economic Literature*, Settembre 2002.

come l'*issuer* si rivolge al mercato (*Investors*) allo scopo di finanziarsi attraverso l'intermediazione della CRA, la quale trasferisce – insieme alle informazioni riguardanti l'emittente e sintetizzate nel rating – il proprio capitale reputazionale al mercato, “segnalando” agli investitori la qualità del prodotto emesso. A sua volta, l'Agenzia è collegata da un lato all'emittente, dal quale riceve informazioni (pubbliche e private) e il pagamento di una *fee* in cambio della prestazione professionale che incorpora il capitale reputazionale da essa detenuto¹⁰⁰; dall'altro lato, essa svolge nei confronti del mercato una “funzione pubblica”¹⁰¹ consistente nella diffusione del rating (*information disclosure*)¹⁰².

Da un punto di vista economico, il complesso di questi rapporti crea una “doppia relazione di agenzia” tra la CRA e l'*issuer* da un lato, e tra questa ed il mercato dall'altro¹⁰³. Si può affermare, infatti, che ciascun contratto di rating istituisca *direttamente* una “relazione d'agenzia” tra la CRA e

¹⁰⁰ B. Becker e T. Milbourn, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, Harvard Business School Working Paper 09-051, Giugno 2009.

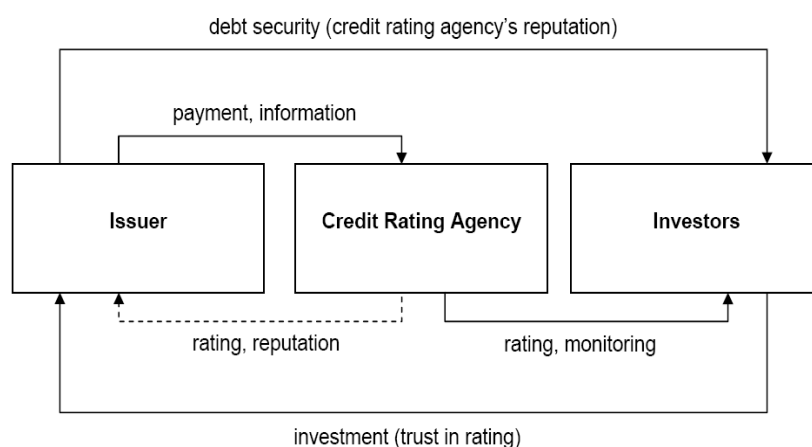
¹⁰¹ Cfr. Partnoy, 2006, *supra*.

¹⁰² E.R. Fasten e D.L. Hofmann, *Two-sided Certification: The Market for Rating Agencies*, in Verein f'ur Socialpolitik- Magdeburg, 27 Febbraio 2007.

¹⁰³ Il modello “principale-agente” descrive, in generale, una situazione nella quale un soggetto – agente – opera in nome e per conto di un altro soggetto – principale. Nella letteratura economica, si parla di *principal-agent problem* per descrivere una condizione di informazione imperfetta ove l'agente detiene una serie di informazioni (e di capacità professionali) non condivise con il principale. La sterminata letteratura in materia si focalizza soprattutto sulla soluzione del problema dell'allineamento degli interessi tra i due soggetti, attraverso opportuni incentivi, tale da evitare i tipici problemi di “azzardo morale” (da parte dell'agente) e di opportunismo (da parte del principale). Per una definizione si veda E. J. Stiglitz, “*principal and agent*” (ii) in “The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition, Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008. Ultima consultazione: dicembre 2009. Per maggiori approfondimenti: A. A. Alchian e H. Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in *American Economic Review*, Vol.65 N. 5, 1972, pagg. 777-795; M. Jensen e W.H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 N.4, 1976, pagg. 305-360; P. Bolton; M. Dewatripont, *Contract Theory*, Cambridge, MA, MIT Press, 2005; J. Tirole, *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, Cambridge, 1988, pagg. 105 ss; G.J. Stigler, *The Organization of Industry*, Homewood, III, 1968.

l'emittente e, indirettamente, tale relazione si stabilisca anche tra la CRA e gli investitori. Nel processo di ricerca e analisi delle informazioni, l'Agenzia di rating (agente) possiede la giusta *expertise* ed un adeguato livello di professionalità nei confronti dell'*issuer* (principale) ed un capitale informativo maggiore rispetto al mercato (principale).

Figura 5: funzionamento del mercato del rating



Fonte: Dittrich, 2007

Al presente livello di approfondimento, è possibile sostenere che, nella soluzione del problema dell'allineamento degli interessi tra il *principal* e l'*agent*, il capitale reputazionale gioca un ruolo essenziale. Prima di offrire gli opportuni approfondimenti sul punto, è necessario sottolineare come il funzionamento del meccanismo reputazionale e le sue implicazioni sul

mercato del rating, siano quasi universalmente riconosciute dalla letteratura delle Agenzie di Rating¹⁰⁴.

In generale, è possibile sostenere che un'impresa <<gode di buona reputazione quando il mercato crede nella buona qualità dei suoi prodotti>>¹⁰⁵. Tale aspetto è particolarmente rilevante nelle relazioni di medio-lungo termine e in contesti di asimmetria informativa, nei quali i consumatori non hanno quindi la possibilità di osservare *ex ante* la qualità dei prodotti e/o servizi offerti. Questi, chiamati anche “*experience good*”, impongono alti costi di verifica preventivi rispetto al tempo della prestazione¹⁰⁶; pertanto il consumatore tenderà ad impostare le proprie scelte future sulla base dell'esperienza precedente. Lo scenario descritto è lo stesso che si realizza nel mercato del rating, ove – come ricordato più volte nel presente lavoro – gli investitori possono verificare la bontà dei rating solo e soltanto *ex post*¹⁰⁷ (Figura 6).

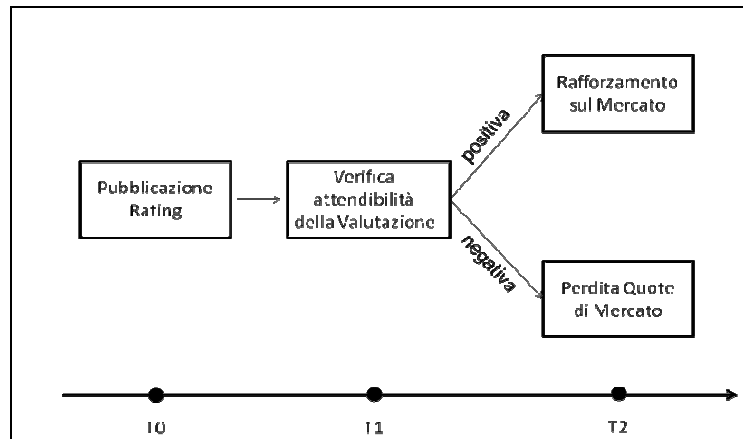
¹⁰⁴ S. L. Schwarcz, *The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation*, in Eilís Ferran, and Charles A. E. Goodhart, eds., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford, 2001, pagg. 297-309; S.L. Schwarcz, *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, in *University of Illinois Law Review*, Vol. 1, 2002, pagg. 1-28; R.J. Mann, *Verification Institutions in Financing Transactions*, *Georgetown Law Journal*, Vol. 87, 1999, pag. 2225; D. Brookfield e P. Ormrod, *Credit Agency Regulation and the Impact of Credit Ratings in the International Bond Market*, in *European Journal of Finance*, Vol. 6, N. 4, 2000, pagg. 311-331; R.C. Smith e I. Walter, *Rating Agencies: Is There an Agency Issue?*, in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, and Carmen M. Reinhart, eds., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, MA, 2002, pagg. 289-318; T.J. Sinclair, *Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance*, in *Environment and Planning C: Government and Policy*, Vol. 18, N. 4, 2000, pagg. 487-502; F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, N. 3, 1999, pagg. 619-714.

¹⁰⁵ C. Shapiro, *Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations*, in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, N. 4, 1983, pag. 659.

¹⁰⁶ Si distinguono pertanto dai cosiddetti “*search goods*”. Cfr. P. Nelson, *Information and Consumer Behavior*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 78, N. 2, 1970, pagg. 311-329.

¹⁰⁷ Mentre il livello medio della qualità dei rating di una data Agenzia è facilmente verificabile, risulta improbabile determinare la qualità di un singolo giudizio, data la sua natura probabilistica. Dittrich, 2007, *supra*.

Figura 6: Meccanismo reputazionale nel mercato del Rating



L'idea di base sottostante il meccanismo reputazionale applicato a tale mercato è evidente: poiché la capacità di una singola Agenzia di reperire le informazioni rilevanti sull'*issuer* (pubbliche e private), di analizzarle e di condensarle in un giudizio alfa-numerico può essere osservata solamente in un periodo successivo tramite la comparazione tra il rating fornito dall'Agenzia e le *performance* del *bond*, le CRA che danno progressivamente dimostrazione di un'alta correlazione tra *assessment* e verifica *ex post*, "guadagnano" la reputazione sia del mercato che degli *issuer*. L'aumento relativo di capitale reputazionale si tradurrà in una maggiore fiducia da parte di tutti gli *stakeholder* nei confronti dell'Agenzia, nel presupposto che essa continuerà ad esercitare il medesimo efficace livello di accuratezza nell'attività di *risk assessment*. Come diretta conseguenza, l'emittente razionale sceglierà l'Agenzia con maggiore capitale reputazionale in quanto essa gli permetterà di ridurre il costo del finanziamento sul mercato. In siffatte condizioni, la medesima Agenzia

potrebbe – godendo di elevata reputazione – aumentare il prezzo dei propri rating, realizzando così extra-profitti, difficilmente ottenibili in contesti nei quali il meccanismo reputazionale gioca un ruolo subordinato¹⁰⁸.

A questo punto, come spesso evidenziato in letteratura, l’Agenzia avrebbe la possibilità di ridurre momentaneamente il livello di perizia nelle proprie valutazioni, con la finalità di ridurre i propri costi oppure per aumentare il “parco clienti” potenziale attraverso l’emissione di rating più favorevoli¹⁰⁹. Quest’ultimo concetto è di estrema importanza per la comprensione delle dinamiche di mercato e dell’impostazione concettuale accolta nella presenti tesi e che verrà esplicitata nel prossimo capitolo. La CRA, infatti, viene a trovarsi in una condizione di continua tensione tra l’opportunità di incrementare i profitti (aumentando il prezzo dei rating, riducendo la qualità degli *assessment*, attuando comportamenti più flessibili nei confronti dell’*issuer*) e la necessità di non disseminare capitale reputazionale. A fronte di un aumento dei margini di guadagno che si realizzerebbe nel primo caso, vi sarebbero conseguenti perdite future legate alla minore fiducia da parte degli investitori (e quindi una maggiore propensione degli emittenti a rivolgersi ad altre Agenzie). Ne consegue che le CRA continueranno a

¹⁰⁸ Cfr. F. Allen, *Reputation and Product Quality*, in RAND Journal of Economics, Vol. 15, N. 3, 1984, pagg. 311-327.

¹⁰⁹ Illuminante, sul punto, il lavoro di R. Strausz, *Optimal Information Revelation by Informed Investors*, Discussion Paper, 34, SFB/TR 15 *Governance and the Efficiency of Economic Systems*, Free University of Berlin, Humboldt University of Berlin, University of Bonn, University of Mannheim, University of Munich, 2005, pag. 46; dello stesso autore: *Interim Information in Long-Term Contracts*, in Journal of Economics & Management Strategy, Blackwell Publishing, Vol. 15, N. 4, pagg. 1041-1067, Dicembre 2006.

mantenere elevati *standard* qualitativi finché ciò sarà vantaggioso in di costi/benefici¹¹⁰.

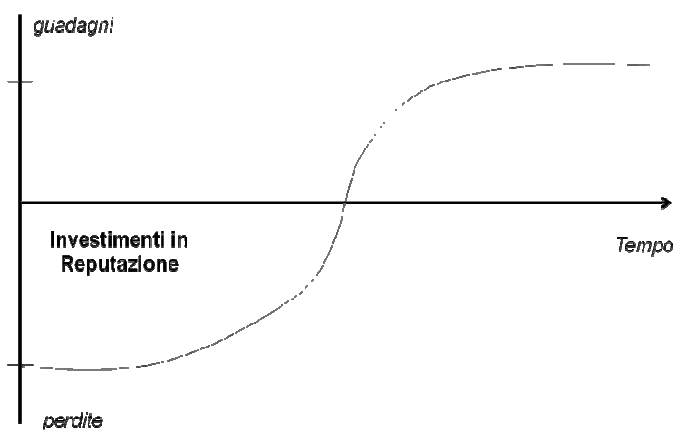
Il capitale reputazionale così guadagnato dalle Agenzie di rating e da esse detenuto riveste un ruolo altrettanto fondamentale con riguardo alla struttura di mercato e al suo grado di concentrazione. Come già anticipato, infatti, l'oligopolio oggi esistente a livello internazionale, con la predominanza assoluta di Moody's, S&P e Fitch, non può essere solamente collegato all'assetto regolatorio (c.d. barriera legale all'ingresso). Le peculiarità descritte, infatti, creano un'ulteriore barriera – di carattere squisitamente economico – consistente nella necessità, da parte di un potenziale nuovo entrante, di superare quella soglia (*threshold*) di capitale reputazionale (sia nei confronti degli investitori che, conseguentemente, nei confronti degli emittenti) che, come si è visto, è indispensabile per operare come *player* nel mercato.

Gli investimenti per accrescere il livello di fiducia degli *stakeholder* sono inizialmente molto alti e creano, come mostrato nella *Figura 7*, una condizione *sub-ottimale*. L'Agenzia, infatti, dovrà sostenere ingenti costi per acquisire l'*expertise* necessaria all'attività di *risk assessment*, per

¹¹⁰ Quando si parla di qualità del rating, ci si riferisce in prima istanza alla correlazione tra questo ed il riscontro pratico *ex post* circa il merito di credito dell'emittente: maggiore è la correlazione, più alta sarà la considerazione del mercato rispetto al livello di *accuracy* scelto dall'Agenzia e, quindi, rispetto alla qualità percepita del rating. Ciò dipende essenzialmente dalla capacità delle CRA di estrarre informazioni quali - quantitative rilevanti in merito all'emittente; in particolare esse produrranno valore aggiunto allorché si impegneranno nella ricerca, nell'analisi e nella sintesi di informazioni cosiddette "private", ovvero difficilmente reperibili sul mercato dagli investitori. Vi sono poi due corollari fondamentali che incidono sulla determinazione della bontà del rating e, di conseguenza, sulla reputazione delle Agenzie: l'*expertise* che mostrano di possedere e il grado di indipendenza rispetto all'*issuer* (ovvero la minore probabilità di manipolazione dei giudizi). Cfr. C.A. Hill, *Regulating the Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 82, 2004, pag. 75, 2004, disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=452022>.

attenuare progressivamente il livello dei propri costi fissi¹¹¹ (fino al raggiungimento delle note economie di scala), per innalzare il proprio livello reputazionale¹¹².

Figura 7: il ritorno degli investimenti in reputazione



Fonte: Shapiro, 1983

1.2.4 Selezione Avversa

Con riguardo al rapporto tra emittenti e investitori, il rating svolge la *tipica* funzione economica di *signaling*¹¹³ in un contesto di asimmetria informativa, come quello che caratterizza i mercati finanziari, per la soluzione (internalizzazione) del problema di “selezione avversa”¹¹⁴. Il

¹¹¹ Vendendo le CRA essenzialmente servizi informative, i costi sopportati sono rappresentati essenzialmente da *intangible asset*, quali *know-how* e reputazione (costi fissi), ove i costi marginali tendono invece ad essere irrilevanti. Cfr. A. Mas-Colell, M.D. Whinston, J.R. Green, *Microeconomic Theory*, Oxford University Press, 1995, pagg. 127 e ss.

¹¹² Cfr. Dittrich, 2007, *supra*.

¹¹³ Cfr. H. Leland e D. Pyle, *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, in *Journal of Finance* Vol. 32, 1977, pagg. 371-387.

¹¹⁴ Il meccanismo di selezione avversa (*adverse selection*) descrive una condizione di mercato nella quale il compratore non è nella condizione di riconoscere e classificare la qualità dei prodotti (servizi) che gli vengono offerti né direttamente, né attraverso il tipico meccanismo informativo dei prezzi. C. Wilson, "*adverse selection*", in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, II Edizione, Eds. Steven N. Durlauf e Lawrence E. Blume, Palgrave Macmillan, 2008, ultima consultazione: Dicembre 2009. Per la

meccanismo per il quale l'*issuer* sopporta un costo economico per ottenere il rating da una data Agenzia dovrebbe infatti, almeno in linea teorica, delineare una situazione nella quale solamente i soggetti con un buon merito di credito (*good types*) vorranno acquistare il rating per “segnalare” al mercato il proprio valore, a discapito degli emittenti che, in ragione della loro scarsa qualità (*bad types*), troveranno sconveniente rivolgersi ad un'Agenzia¹¹⁵.

Gli *issuer* con alta qualità di credito hanno infatti tutto l'interesse a comunicare, ad un certo costo, il proprio valore agli investitori, traducendosi ciò in una maggiore valutazione di mercato e, quindi, nella possibilità di allargare la base di finanziamento per i propri progetti. Perché ciò si realizzi, è necessario assumere che all'attività di *signaling* corrisponda un certo costo ed un certo livello di *effort* (*e*), direttamente proporzionale alla quantità e alla qualità di informazioni rivelate alla CRA¹¹⁶. Tale costo per l'esercizio di maggior *effort* crescerà meno che proporzionalmente per i *good types* e più che proporzionalmente per i *bad types*. In questo modo si realizza un “equilibrio di separazione”¹¹⁷ nel quale gli emittenti “buoni” potranno esercitare il livello ottimale di *effort* (*e**), collaborando in maniera efficace con l'Agenzia di rating.

contestualizzazione più ampia del problema, si rimanda al famigerato contributo di G.A. Akerlof, *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, N. 3, 1970, pagg. 488-500.

¹¹⁵ Cfr. M. Spence, *Job market signaling*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, N.3, 1973, pagg. 355—374.

¹¹⁶ Vedi H.E. Leland and D.H. Pyle, *supra*.

¹¹⁷ Cfr. E. Maskin e J. Tirole, *The Principal-Agent Relationship with an Informed Principal, II: Common Values*, in *Econometrica*, Vol. 60, N. 1, 1992, pag. 1.

È evidente come, nella situazione appena descritta, il costo di *information disclosure* da parte degli emittenti non debba essere inferiore a quello ottimale ($e < e^*$), nel qual caso gli *issuer* “cattivi” troverebbero conveniente porre in essere (mimare) il medesimo comportamento dei “buoni” acquistando comunque il rating allo scopo di presentarsi al mercato come soggetti meritevoli di credito. In tal modo, non sarebbe più possibile sostenere un equilibrio in grado di comunicare la qualità degli emittenti e l’attività di *signaling* non avrebbe pertanto alcun portato informativo. Nel caso in cui il livello di *effort* fosse invece pari a $e' > e^* > e$, sarebbe ancora possibile sostenere il *separating equilibrium* ma ad un costo maggiore finanche per i *good types*, realizzando pertanto così una situazione di equilibrio *Pareto-dominata* dalla prima ($e < e^*$). Infine, se la *threshold* di *effort* fosse addirittura maggiore di e' ($e'' > e' > e^* > e$), il costo del *signaling* non sarebbe più sostenibile e nessun soggetto seguirebbe ad acquistare il rating¹¹⁸.

Essendo l’approfondimento sistematico di tale modello fuori dallo scopo della presente ricerca, basti qui sottolineare come il rating possa apportare, da un punto di vista squisitamente economico, un contributo risolutivo rispetto al problema di *adverse selection* in condizioni di informazione imperfetta circa la qualità degli emittenti¹¹⁹. Un *bad issuer*, come si è visto, non rivelerà mai più informazioni di e^* , preferendo non sostenere alcun costo ($e = 0$). Assumendo il che il livello minimo di *effort* necessario da

¹¹⁸ Cfr. Mas-Colell et al., 1995, *supra*.

¹¹⁹ Cfr. E.R. Fasten e D.L. Hofmann, *Two-sided Certification Market: The Market for Rating Agencies*, in Verein für Socialpolitik - Magdeburg, 27 Febbraio 2009.

parte degli *issuer* sia pari ad $\bar{e} \geq e^*$, gli investitori possono confidare nella funzione informativa del rating.

1.2.5 Ulteriori criticità del mercato del rating

Fin qui è stata data ampia visibilità dei principali aspetti riguardanti il mercato del rating: dalla contestualizzazione generale circa la peculiare funzione di *gatekeeping* svolta dalle CRA alla descrizione dell'attività di *risk assessment*, fino alla declinazione delle funzioni squisitamente economiche svolte dalle Agenzie e dal rating, passando per l'analisi della struttura di mercato a livello internazionale. Ne risulta un contesto particolarmente complesso, caratterizzato dalla presenza di soli tre *player* operanti a livello internazionale i quali – attraverso la loro attività professionale di *risk assessment* - svolgono diverse funzioni da un punto di vista economico internalizzando i costi di un mercato con informazione imperfetta¹²⁰.

In un mercato efficiente i prezzi delle attività finanziarie dovrebbero riflettere tutte le informazioni pubblicamente disponibili¹²¹. La valutazione

¹²⁰ Cfr. J.E. Stiglitz e A. Weiss, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *American Economic Review*, Vol. 71, N. 3, 1981, pagg. 393-410.

¹²¹ Vedi E.F. Fama, *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, Vol. 25, N. 2, 1970, pagg. 383-417. In particolare esistono tre tipologie di efficienza informativa: in forma debole, semi forte e forte. Si ha efficienza in “forma debole” allorquando i prezzi osservati sul mercato riflettono tutte le informazioni contenute nelle serie storiche dei prezzi stessi; con una qualche approssimazione, non è possibile ottenere un rendimento atteso corretto rispetto al rischio superiore a quello del mercato basandosi solo su tali informazioni; si ha efficienza “semi forte” nel caso in cui i prezzi di mercato riflettano tutte le informazioni contenute nelle serie storiche degli stessi, più le altre informazioni pubbliche: quindi non è possibile ottenere un rendimento atteso corretto per il rischio superiore a quello solo sull'informazione di pubblico dominio. Si ha invece efficienza in “forma forte” quando i prezzi di mercato riflettono le informazioni contenute nelle serie storiche dei prezzi stessi,

corretta delle attività finanziarie è rappresentata dal valore attuale scontato del flusso dei profitti futuri attesi, tenendo conto delle informazioni disponibili; in un mercato efficiente il prezzo di ciascuna attività dovrebbe eguagliare tale valore.

Se le informazioni correnti e passate sono immediatamente incorporate nei prezzi correnti, allora solamente nuove informazioni potranno determinare un cambiamento nei prezzi. Nella realtà, come più volte sottolineato, difficilmente tutte le informazioni relative alle attività finanziarie sono nella piena disponibilità degli operatori di mercato; spesso gli emittenti dispongono di un vantaggio informativo rispetto agli investitori, creando quella condizione di asimmetria informativa che si è cercato di descrivere in questa sezione. In quest'ottica, il ruolo delle Agenzie di rating è appunto quello di eliminare, o almeno attenuare, le asimmetrie informative riguardanti il valore fondamentale dei flussi di reddito derivanti dalle attività finanziarie. Ciò dovrebbe, in linea teorica, riflettersi in uno sviluppo dei mercati finanziari sia per l'aumento del numero degli emittenti in grado di offrire un tasso di interesse rispondente al proprio profilo di rischio, sia perché gli investitori avrebbero a disposizione uno strumento che fornisca

qualunque altra informazione pubblica, nonché qualunque informazione privata; se ciò vale non è possibile ottenere un rendimento atteso corretto per il rischio superiore a quello del mercato basandosi su una qualsiasi informazione pubblica o privata/privilegiata. L'efficienza in forma forte implica quella in forma semi forte, che a sua volta implica quella in forma debole, ma non vale il contrario. In realtà, a oggi, l'evidenza empirica, attraverso l'utilizzo della metodologia dell'*event study*, mostra che i mercati non sono efficienti neanche in forma debole. Cfr. anche K. Cuthbertson e D. Nitzsche, *Quantitative Financial Economics*, J. Wiley Press; trad. it. "Economia finanziaria quantitativa", a cura di G. Ferri, Bologna, il Mulino, 2005.

loro maggiori informazioni sulla qualità degli emittenti stessi¹²². (Quest'ultimo aspetto sarà oggetto di approfondimento del prossimo capitolo).

In generale, i mercati sono caratterizzati da inefficienze informative. Se gli investitori non sono in grado di osservare la qualità degli emittenti (e/attività di monitoraggio risulta eccessivamente onerosa), i mercati possono raggiungere un'allocazione inefficiente. Le CRA sono in grado effettuare l'attività di osservazione (segnalazione) e monitoraggio per conto degli operatori finanziari in due differenti modi: se da un lato esse possono ridurre i costi legati alla raccolta e all'analisi delle informazioni, dall'altro, rendendo consapevoli gli emittenti di essere osservati, possono disincentivare eventuali comportamenti opportunistici¹²³. Come descritto nei paragrafi precedenti, infatti, i rating sono segnali della qualità di credito e possono aiutare a ridurre i problemi di *selezione avversa*, dal momento che essi sono in grado di fornire indicazioni che aiutano a distinguere gli emittenti "buoni" da quelli "cattivi". Richiedendo ed ottenendo un rating, l'emittente segnala che non ha nulla da nascondere; in caso contrario segnala che potrebbe avere qualcosa da nascondere. Dal punto di vista delle

¹²² Si noti che la quantità di informazioni rivelate dalle CRA influisce sulla distribuzione del *surplus* degli investitori e sull'ampiezza del mercato, ma non direttamente sul merito di credito dell'emittente. Al massimo, rendendo consapevole l'*issuer* del proprio profilo di rischio, le CRA possono indurre gli emittenti stessi a porre in essere meccanismi per il miglioramento del proprio merito di credito.

¹²³ G. Ferri e P. Lacitignola, *Le Agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale*, il Mulino, 2009.

imprese, invece, attraverso l'uso del giudizio di un'Agenzia, esse segnalano il proprio merito creditizio riducendo il problema di *azzardo morale*¹²⁴.

Il funzionamento del mercato del rating, analizzato sotto il profilo della sua funzione economica, risulta comunque viziato da diversi elementi di criticità. Alcuni di questi, sono stati già ampiamente anticipati ed approfonditi nel corso del presente capitolo: concentrazione di mercato e bassi livelli di competizione legati all'esistenza di barriere legali ed economiche all'ingresso, potenziale conflitto di interessi legato al modello di business, esistenza di una doppia relazione di agenzia (in senso economico), la mancanza di una regola di responsabilità per eventuali errori delle CRA rispetto all'emissione e/o alla revisione dei rating.

A questi fattori chiave, largamente discussi in letteratura e sulla stampa specializzata, che rappresentano l'impianto analitico principale e che vengono più spesso considerati dagli osservatori come la base per gli errori commessi dalle CRA specie negli ultimi anni, vanno seppur brevemente considerate – in una visione ad ampio spettro – alcune ulteriori caratteristiche di questo mercato. In particolare, ci si riferisce ad alcuni comportamenti potenzialmente anticompetitivi quali la *i*) regola del doppio rating, *ii*) le profezie autorealizzanti, *iii*) la prociclicità del rating, *iv*) i rating non richiesti e il “rating shopping”, *v*) la prestazione di servizi accessori, *vi*) la tendenza all'uniformità delle valutazioni.

¹²⁴ Gli investitori potrebbero ricevere un'informazione distorta dall'emittente circa il suo merito di credito in virtù del fatto che questi ha interesse a dare una percezione migliore di quella reale. Generalizzando, gli emittenti hanno infatti interesse ad investire in progetti altamente rischiosi, ma allo stesso tempo ad elevata redditività, finanziandosi a debito: se il risultato sarà positivo, otterranno profitti elevati mentre, in caso di risultato negativo, l'investitore subirà quasi interamente le perdite per il mancato rimborso del prestito.

i) *La regola del doppio rating (the two-ratings rule)*

Come noto, il rating fornisce un'opinione sul rischio di credito *relativo*, permettendo agli investitori di comprare i differenti strumenti finanziari disponibili sul mercato. Nei mercati internazionali, specie per le emissioni di rilevante importo, si è diffusa da qualche anno la cosiddetta regola del “doppio rating”: cioè la maggior parte degli emittenti tendono a rivolgersi sia a Moody's che a S&P (le due maggiori CRA globali)¹²⁵ finendo così per incrementare la domanda di rating.

La ragione più semplice per spiegare tale prassi è quella per cui gli investitori ritengono che il secondo rating possa fornire informazioni aggiuntive: due rating forniscono più informazione di un solo rating e gli investitori preferiscono gli strumenti che hanno ricevuto una duplice valutazione¹²⁶. Dalla prospettiva dell'emittente, questi sarà evidentemente disponibile ad acquistare il secondo rating se e solo se il risparmio derivante dall'abbassamento del tasso di interesse al quale collocherà i suoi titoli è superiore al costo derivante dal richiedere il secondo rating.

¹²⁵ C.A. Hill, 2004, *supra*.

¹²⁶ Sul punto, la letteratura è abbastanza divisa: una parte conferma l'apporto di un valore informativo aggiuntivo da parte del secondo rating, anche se questo valore aggiuntivo non è necessariamente elevato. Su tutti, si vedano L.P. Hsueh e D.S. Kidwell, *Bond Ratings: Are Two Better Than One?*, in *Financial Management*, Vol. 17, N. 1, 1998, pagg. 46-53. Vi sono, d'altro canto, una serie di studi empirici che tenderebbero a ridimensionare il valore informativo del secondo rating e, anzi, individuano tale pratica come una delle leve principali per ridurre il grado di competizione sul mercato del rating. Cfr. Hill, 2004, cit.; si vedano anche le conclusioni della ricerca empirica condotta Gruppo Area Finanza di I-Com (www.i-com.it) “Le Agenzie di rating tra valutazione del rischio e struttura di mercato”, *Roundtable*, Roma, 3 Aprile 2008, <http://www.i-com.it/dettaglioNews.asp?idNews=62&hdnIdVoceMenu=22&hdnIdArea=4>.

Un altro fattore che contribuisce fortemente ad incentivare la prassi del doppio rating è legata all'assetto regolatorio che, in taluni casi, prevede che vengono richiesti almeno due rating; i fondi comuni possono acquistare, ad esempio, *commercial papers* con minimo due rating e almeno uno dei due deve essere richiesto ad un'Agenzia riconosciuta come NRSRO¹²⁷. Sul punto, coerentemente al modello di *signaling* descritto sopra, si potrebbe affermare che l'*issuer* sarebbe portato a richiedere il secondo *assessment* al fine di incrementare il proprio valore reputazionale: sottoponendosi ad un secondo scrutinio, questi rafforzerebbe il segnale al mercato circa la bontà dei suoi progetti, così da "rassicurare" l'investitore¹²⁸.

Sul fronte della struttura di mercato, si segnala la correlazione tra la diffusione di questa "regola" e l'affermarsi dell'assetto oligopolistico: la ricerca di Moody's ed S&P da parte degli emittenti, ha senz'altro contribuito infatti a rafforzare la loro quota di mercato¹²⁹ a discapito di Fitch – a livello internazionale – e delle Agenzie più piccole nazionali¹³⁰.

¹²⁷ Partnoy, 1999, cit., pag. 692.

¹²⁸ Si noti bene che, sotto il profilo dell'analisi economica, se la maggior parte degli emittenti richiede il secondo rating, quelli che non lo richiedono saranno forzati a farlo per evitare che il mercato possa giudicarli relativamente meno apprezzabili rispetto a coloro che hanno ricevuto la doppia valutazione. In questo senso, la regola diventa "auto rafforzante": una volta stabilita esse tende a permanere nel tempo. Cfr. Hill, 2004, cit., pagg- 60-62.

¹²⁹ Perché di solito i due rating richiesti dagli emittenti sono quelli di Moody's ed S&P? Anzitutto perché essi sono comparabili, ovvero la metodologia applicata dalle due CRA è vista come equivalente dal mercato. Un'altra motivazione ancora più forte è quella legata alla reputazione. Moody's ed S&P sono infatti percepite dal mercato come le più affidabili, ove la reputazione è collegata alla percezione di affidabilità. Sul punto, non va dimenticato che la percezione di maggiore affidabilità delle due CRA maggiori potrebbe essere spiegata alla luce della finanza comportamentale: gli investitori e gli emittenti potrebbero essere portati a ritenere che le due Agenzie siano le più affidabili perché sono le più grandi ovvero perché sono le più conosciute. Cfr. A. Tversky e D. Kahneman, *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*, in Science, Vol. 185, 1974, pagg. 1124-1131.

¹³⁰ Sono invece rari i casi in cui viene chiesto un terzo rating: ciò accade ad esempio in quei pochi casi in cui vi è divergenza tra la valutazione delle due CRA (c.d. *split ratings*). Cfr. sul punto J. Jewell e M.

ii) *Le profezie autorealizzanti*

Come anticipato in diverse occasioni, se le CRA sembrano svolgere tutto sommato un buon lavoro nel momento in cui il rating viene emesso, lo stesso non si può dire per le successive revisioni. Sono stati citati, a tale proposito, i famigerati casi Enron (2001), Parmalat (2002), della Crisi Asiatica (1997) e – da ultimo – la *debacle* della finanza strutturata (2007), laddove i declassamenti (*downgrade*) sono avvenuti allorquando la bassa qualità degli emittenti era già ben nota. A tale proposito, va considerato l'effetto negativo di un declassamento ed il circolo vizioso che esso può innescare.

Dal punto di vista degli investitori, il *downgrading* è un'informazione di *per sé*. Inoltre, se il deterioramento della qualità è definibile come processo “continuo”, il declassamento è per forza di cose “discreto”. Poiché anche una piccola variazione da una classe ad un'altra di rating (*notching*) può avere grossi effetti, l'Agenzia, prima di procedere al declassamento – specie se ciò causa il passaggio dall'*investment grade* al non *investment grade* – valuta se le motivazioni che lo giustificerebbero siano durature o si tratta invece solo di difficoltà temporanee. Va inoltre considerato che il monitoraggio continuo seguente al primo rating potrebbe essere meno accurato (e più costoso), visto il minor tempo che il *management*

Livingston, *Split ratings, bond yields, and underwriter spreads*, in *Journal of Financial Research* Vol. 21 N. 2, 1998, pagg. 185-204; A.W. Bulter e K.J. Rodgers, *Relationship Ratings: How Do Bond Rating Agencies Process Information?*, EFA Annual Conference, Paper N. 491, 2003. Da ultimo, C. Marzavan e T. Stamule, *Conflict of Interest's Management Within Credit Rating Agencies*, in *Management & Marketing*, Vol. 4, N. 3, 2009, pagg. 111-126.

dell'azienda emittente può dedicare all'Agenzia, potendo ciò tradursi in generale in una minore affidabilità delle variazioni successive.

Parte dei commentatori definiscono, in questo contesto, i rating come “profezie autorealizzanti” (*self-fulfilling*) per spiegare quei casi in cui l'Agenzia procede al declassamento di un emittente che, successivamente, cade in *default*: il fallimento, in questo caso, potrebbe essere stato causato proprio dal meccanismo di revisione al ribasso; l'Agenzia non predice nulla circa il merito di credito, né riflette uno stato di fatto ma *causa* essa stessa il *default*.

In generale, si può affermare che, sulla base della riconosciuta influenza delle CRA sulle condizioni alle quali le imprese possono ottenere finanziamenti, i loro rating possono essere *autorealizzanti*: un declassamento (innalzamento del rating) peggiorerà (migliorerà) ancor di più la situazione in cui l'impresa versa¹³¹.

iii) La prociclicità del rating

L'obiettivo delle Agenzie è quello di fornire una valutazione del rischio di credito accurata nel tempo, senza far riferimento esplicito ad un determinato e specifico arco temporale¹³². Del resto, secondo le stesse Agenzie, il valore

¹³¹ Talora i contratti privati – con i finanziatori esterni all'impresa – contengono degli “inneschi” legati ai rating che potrebbero causare, nei casi peggiori, l'accorciamento temporale dei piani di rientro del debito. Poiché l'innesco è di solito fissato alla soglia dell'*investment grade*, le CRA tendono ad essere particolarmente attente (se non riluttanti) a declassare il debitore. Cfr. R. Johnson, *An Examination of Rating Agencies' Actions Around the Investment Grade Boundary*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper Series, N. RWP 03-01, 2003.

¹³² R. Cantor e C. Mann, *Are Corporate Bond Ratings Procyclical?*, Moody's Special Comment, Ottobre 2003.

del rating è tanto più elevato quanto esso si focalizza sul lungo periodo e non sulle fluttuazioni per le *performance* di breve termine. Si dovrebbe pertanto sempre attribuire un rating “*through the cycle*” (valutazione media sull’intero ciclo), mentre non ci sarebbe alcun vantaggio a fare valutazioni elevate ad un’impresa che sta vivendo un periodo estremamente positivo, se è molto probabile che avrà una durata breve; allo stesso modo, non c’è ragione di abbassare il rating qualora sia molto probabile che il fenomeno negativo, che potenzialmente ne determinerebbe l’abbassamento, scompaia a breve. Insomma, il rating dovrebbe essere indipendente dal ciclo economico¹³³.

Parte della letteratura sottolinea come invece spesso le Agenzie si comportino in maniera prociclica, ancorando i propri rating al ciclo economico. Ciò accade in particolar modo nel caso dei rating sovrani, ad esempio durante la crisi asiatica del 1997: prima dell’esplosione della stessa, i rating erano più alti di quanto giustificabile in relazione alle variabili macroeconomiche fondamentali dei Paesi poi colpiti dalla crisi ma, a seguito dei forti declassamenti operati dalle Agenzie nel corso di quell’anno, divennero presto più bassi di quanto è sembrato implicare il deterioramento dei fondamentali macroeconomici¹³⁴.

¹³³ J.D. Amato e C.H. Rijken, *How Rating Agencies Achieve Rating Stability*, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, N. 11, 2004, pagg. 2641-2677.

¹³⁴ Si vedano gli studi di G. Ferri, L. Liu e J.E. Stiglitz, *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis*, in *Note Economiche*, Vol. 28, N. 3, 1999, pagg. 335-356. Nello stesso senso vanno i risultati di vari studi: G.L. Kaminsky e S. Schmukler, *Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?*, in *World Bank Economic Review*, Vol. 16, N. 2, pagg. 171-195; C. Mulder e R.A. Perrelli, *Foreign Currency Credit Ratings for Emerging Market Economies:*

Anche le altre categorie di rating non sarebbero comunque esenti da tale criticità. Diversi studi empirici condotti sul mercato statunitense, laddove le Agenzie affermano di attribuire il rating in maniera indipendente dallo stato del ciclo economico, mostrano che i rating sono migliori in periodi di boom e peggiori di quanto giustificabile in periodi di recessione¹³⁵.

iv) *I rating non richiesti e il “rating shopping”*

Tra le pratiche maggiormente criticate da parte non solo della letteratura ma anche degli operatori del mercato, vi è senz’altro quella del rating non richiesto (*unsolicited ratings*), quel rating, cioè, emesso dalle CRA in assenza di una specifica domanda da parte dell’emittente. Se, in prima istanza, erano le Agenzie nazionali a prediligere questo strumento al fine di guadagnare quote di mercato, oggi i rating non richiesti rappresentano una prassi abbastanza diffusa anche tra le Agenzie globali¹³⁶.

Il fatto che un rating sia emesso senza una specifica richiesta da parte dell’emittente solleva non pochi dubbi sull’integrità del processo di *risk assessment* e sul potenziale conflitto di interessi insito in tale pratica¹³⁷.

Potrebbe, ad esempio, verificarsi che l’Agenzia sia incentivata ad emettere

The Impact of Credit Rating Announcements, in R. Cantor (a cura di), *Recent Research on Credit Ratings* (special issue), in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, N. 11, Novembre 2004, pagg. 2813-2843.

¹³⁵ J.D. Amato e C.H. Furfine, *Are Credit Ratings Procyclical?*, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, N. 11, pagg. 2641-2677.

¹³⁶ BIS (Bank for International Settlements, Basle Committee on Banking Supervision), *Credit Rating and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Working Paper N. 3, Agosto 2000, http://www.bis.org/publ/bcbs_wp3.pdf.

¹³⁷ Cfr. Partnoy, 2006, cit. pag. 71; Dittrich, 2007, pagg. 111 ss.; S. Byoun e Y.S. Shin, *Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis*, Working Paper Series, Ottobre 2002, disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=354125>.

un rating poco favorevole al mero scopo di indurre l'impresa a richiedere ufficialmente il rating – pagando la relativa commissione – per ottenerne uno più favorevole¹³⁸.

La questione è ancora più spinosa se si considera che spesso gli investitori non sanno se si trovano di fronte ad un rating *solicited* oppure *unsolicited*¹³⁹. Essendo i secondi emessi sulla base delle sole informazioni pubblicamente disponibili (dato che non vi è nessuna specifica richiesta da parte dell'*issuer*), è ragionevole ritenere che essi tendano ad essere distorti o quanto meno conservativi, proprio perché gli analisti non hanno accesso alle informazioni confidenziali. La letteratura considera unanimemente i rating non richiesti uno strumento utilizzato da ciascuna Agenzia per l'espansione delle proprie quote di mercato, specie in alcuni Paesi, a discapito delle altre che non assegnano un certo tipo di rating. Talune Agenzie sono state anche indagate a proposito dell'emissione di "rating ostili". La loro difesa è stata che tale comportamento è legato alla percezione di un obbligo verso gli investitori per la riduzione delle asimmetrie informative. In quest'ottica, allorquando per un determinato emittente ci sia sufficiente informazione pubblica e ci sia interesse al rating da parte degli investitori, le CRA possono emettere un rating a prescindere da un rapporto contrattuale¹⁴⁰.

¹³⁸ Tale problematica è particolarmente delicata se si pensa, come ricordato più volte, che il rating influisce sul costo del denaro sui mercati finanziari internazionali.

¹³⁹ Solo S&P infatti identifica espressamente gli *unsolicited ratings* scrivendo il simbolo "pi" (*public information*) accanto al codice alfanumerico del rating. S. Byoun e S.Y. Shin, *Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis*, Proceedings of the Midwest Business Economics Association, 2002.

¹⁴⁰ Byoun e Shin, 2002, cit.

Il vero problema, oltre alle evidenti ripercussioni sul grado e sulla correttezza concorrenziale, è se tali rating – basati solo su informazioni pubbliche – siano o meno in grado di aumentare l’efficienza del mercato in maniera ragionevole o se, di contro, piuttosto che fornire un’utilità sociale ai mercati, essi non contengano potenzialmente elementi distorsivi sul merito di credito degli emittenti e non servano ad altro se non ad estorcere la richiesta di un rating da parte dell’impresa interessata¹⁴¹.

L’ulteriore questione degna di nota riguarda i potenziali conflitti di interesse che derivano dal cosiddetto *rating shopping* – letteralmente, fare la spesa per trovare il rating migliore – da parte degli emittenti¹⁴². Vi sono sull’argomento tre recenti contributi molto interessanti che affrontano il problema sulla base di modelli diversi. Il modello di Bolton, Freixas e Shapiro (2009) ipotizza che la struttura con cui esso viene concesso può influenzare il livello del rating. Infatti, l’Agenzia discute con l’emittente il prezzo e, al tempo stesso, gli presenta il suo rating potenziale. A questo punto è possibile fare *shopping*: se un emittente non è soddisfatto del rating che un’Agenzia è disposto ad assegnargli, può interpellarne un’altra (senza pagare la prima). Gli autori nell’analizzare le problematiche dei conflitti di interesse delle CRA mostrano che esse tendono a emettere dei rating inflazionati quando ci sono più investitori “*naif*” nel mercato (aumentano in periodi di *boom* economico) o quando il rischio della perdita della

¹⁴¹ Byoun e Shin (*supra*) dimostrano che gli *unsolicited ratings* non contengono alcuna informazione significativa per i mercati; essi non sarebbero altro che una violazione dell’efficienza informativa semi forte.

¹⁴² In linea teorica, il *rating shopping* potrebbe riguardare sia la ricerca del rating più alto che la ricerca delle *fee* più basse. Ma, in pratica, ci si riferisce solo alla prima accezione.

reputazione è molto basso. Nel modello vi sono due tipi differenti di investitori: gli investitori esperti e quelli non esperti. Le conclusioni cui approda il lavoro sono: *i*) la probabilità di inflazione del rating¹⁴³ – cioè di gonfiare il livello del rating – cresce all’aumentare della quota di investitori non esperti presenti sul mercato, mentre diminuisce al crescere dei costi reputazionali sopportati dalle Agenzie; *ii*) tale probabilità è maggiore nei periodi di euforia dei mercati finanziari (perché vi saranno più investitori non esperti); *iii*) un incremento della concorrenza nel mercato del rating non è ottimale perché aumenta la possibilità di *shopping* a danno degli investitori meno esperti¹⁴⁴.

Un secondo lavoro è quello di Mathis, McAndrews e Rochet (2008). Nell’ambito di un modello in cui le Agenzie emettono rating nei confronti sia di strumenti semplici – di agevole lettura anche per gli investitori meno esperti – sia di strumenti più complessi – per esempio i titoli strutturati, sui quali è assai difficile per gli investitori ordinari farsi direttamente un’idea – gli autori si chiedono se i costi reputazionali siano sufficienti a “disciplinare” le Agenzie. La risposta cui giungono è negativa – e quindi si avrebbe inflazione dei rating – nel caso in cui una quota elevata di ricavi provenga dalla valutazione di strumenti complessi. Al contrario, il timore di una sanzione reputazionale relativa agirebbe da deterrente nel caso in cui l’Agenzia si dedicasse soprattutto all’*assessment* di strumenti semplici¹⁴⁵.

¹⁴³ Sul punto, si veda anche M. Pagano e P. Volpin, *Credit Rating Failures and Policy Options*, CSEF (Centre for Studies in Economics and Finance), Working Paper N. 239, Novembre 2009, pagg. 15 e ss.

¹⁴⁴ P. Bolton, X. Freixas e J. Shapiro, *The Credit Ratings Game*, NBER Working Paper N. 14712, 2009.

¹⁴⁵ J. Mathis, J. McAndrews e J.C. Rochet, *Rating the Raters*, cit., 2008.

Infine, il terzo contributo è quello di Skreta e Veldkamp (2009). La loro domanda di ricerca è perché i rating abbiano sottostimato la rischiosità di molti titoli strutturati. La risposta cui approdano si basa sulla contrapposizione di due possibili spiegazioni. La prima ad essere considerata è la possibilità per gli emittenti di fare *shopping*. La seconda spiegazione è invece il grado di complessità di alcuni strumenti finanziari (unitamente alla brevità delle serie storiche su cui stimare le probabilità di *default*). Gli autori osservano che la possibilità di fare *shopping* esisteva anche nei decenni precedenti, mentre è nel periodo più recente che le CRA hanno pesantemente focalizzato la propria attività verso i prodotti della finanza strutturata (almeno fino a prima dello scoppio della crisi). Le conclusioni sarebbero pertanto le seguenti: *i*) sugli strumenti finanziari semplici, i giudizi emessi dalle CRA sono simili tra loro e gli incentivi allo *shopping* sono bassi; *ii*) invece, sugli investimenti complessi i giudizi possono avere scostamenti maggiori e gli incentivi allo *shopping* tendono ad aumentare. Il lavoro si conclude affermando che l'eliminazione dei conflitti di interesse potrebbe non bastare; che una struttura di mercato meno concentrata non sarebbe ottimale; che cambiare modello di business (*issuer-pay model*) è un'ipotesi difficilmente percorribile. Da ultimo, suggeriscono semplicemente agli investitori di riconsiderare il ruolo del rating e, di conseguenza, di ridurre l'affidamento che tradizionalmente hanno posto sulle CRA¹⁴⁶.

¹⁴⁶ V. Skreta e L. Veldkamp, *Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation*, in *Journal of Monetary Economics*, *forthcoming*, 2010.

v) *La prestazione di servizi accessori*

Quello dei servizi accessori (*ancillary services*) è probabilmente una delle criticità più note agli osservatori del mercato del rating e altrettanto discussa dalla letteratura. In particolare, si sostiene che l'offerta da parte delle CRA di servizi di natura consulenziale aggiuntivi rispetto alla tipica attività di *risk assessment* e di elaborazione e pubblicazione/revisione del rating finisca per esacerbare gli esistenti conflitti di interesse legati al modello di *business* e alla struttura oligopolistica del mercato.

La SEC ha condotto nel 2003 un esame formale sulle tre maggiori Agenzie di Rating¹⁴⁷, pervenendo alla conclusione che molte frizioni caratterizzanti il mercato sarebbero direttamente riconducibili a tale problema. Gli *issuers*, si sottolinea, sarebbero portati ad acquistare anche i servizi accessori dall'Agenzia alla quale si sono rivolti per allontanare il rischio che un diverso comportamento influisca negativamente sulla valutazione del rating stesso¹⁴⁸ (Partnoy, 2006). Sul versante delle CRA, si segnala l'eventualità (non molto remota) che un'Agenzia, in seguito al rapporto privilegiato instaurato attraverso la vendita di tali servizi, possa adottare un approccio più compiacente nei confronti del cliente-emittente, con evidenti ricadute negative in termini di indipendenza ed autonomia delle valutazioni¹⁴⁹.

Le tre Agenzie globali stanno investendo molto sul potenziamento dell'offerta dei servizi accessori. Da una ricognizione dello stato dell'arte,

¹⁴⁷ Si veda *Securities and Exchange Commission*, 2003, p. 42

¹⁴⁸ Partnoy, 2006, cit.

¹⁴⁹ Rousseau, 2005, cit.

risulta che tutte offrono già – in maniera quasi omogenea - una vasta gamma di servizi definibili come “ancillari”, i più importanti dei quali sono: *i) pre-rating assessment; ii) internal rating system; iii) market implied ratings; iv) corporate consulting; v) servizi di valutazione di altre variabili qualitative; vi) centro studi e ricerche e centro informazioni sui mercati finanziari; vii) elaborazione di modelli analitici e sistemi integrati per l’impresa; viii) elaborazione e vendita di software; ix) corsi di formazione per il management.*

Oltre a diminuire il grado di trasparenza del mercato, si sottolinea come la crescente importanza rivestita dai servizi accessori si rifletta anche in termini di modalità competitive tra le CRA, in particolar modo nei mercati maturi. Parte della letteratura infatti, partendo dalla considerazione che il livello generale dei prezzi del rating risulta essere piuttosto basso, sostiene che la maggiore remunerazione (da collegare alla crescita esponenziale dei ricavi delle CRA degli ultimi anni) derivi proprio dall’offerta di prestazioni accessorie e che – quindi – le Agenzie tendano a competere con maggior enfasi su tale versante¹⁵⁰. Altri studiosi avvertono invece della mancanza di robuste evidenze empiriche in grado di comprovare le dinamiche appena descritte¹⁵¹. Un approccio differente, infine, viene offerto da Hill, il quale pone l’enfasi sulla necessità di verificare – attraverso un’analisi puntuale – quali servizi possano davvero definirsi “accessori” in senso stretto e quali,

¹⁵⁰ Cfr. Rousseau, 2005, cit., Dittrich, 2007, cit.

¹⁵¹ C.A. Frost, *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticisms of the Agencies*, Marzo 2006, disponibile on line su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=904077>.

invece, non facciano ormai parte del *core business* o comunque siano ad esso strettamente propedeutici (ad esempio il *pre-rating assessment*)¹⁵².

vi) *La tendenza all'uniformità delle valutazioni*

Quanto descritto finora, aiuta a rappresentare un mercato, quello del rating, nel quale persistono numerosi elementi distorsivi che, come si scrive ormai da molti mesi, ridurrebbero (se non impedirebbero) il corretto svolgimento delle attività delle CRA, una leale competizione tra esse e, in ultima istanza, il dispiegamento della loro funzione economica nei mercati finanziari internazionali. Quanto verrà qui brevemente richiamato, oltre ad aggiungersi a pieno titolo agli altri elementi di complessità del panorama, può essere considerato – con approccio deduttivo – uno degli effetti diretti dello scarso funzionamento del mercato del rating e, nello specifico, dell'assenza di opportuni incentivi in grado di aumentare il livello di *accuracy* da parte delle Agenzie al fine di estrarre il maggior numero possibile di informazioni private relative all'*issuer* da analizzare e sintetizzare nei loro giudizi.

Parte della letteratura, alla luce di studi empirici, tenderebbe ad affermare infatti che i rating emessi dalle CRA globali non presentino scostamenti significativi e, pertanto, parlano esplicitamente di “uniformità delle valutazioni”¹⁵³. Ciò riguarderebbe principalmente Moody's ed S&P,

¹⁵² A tale proposito, l'autore si interroga però sugli effetti che un eventuale provvedimento regolatorio recante obblighi di eliminazione o scorporazione dei servizi accessori potrebbe avere sulla struttura dei costi delle CRA (alle quali verrebbe a mancare una preziosa voce di entrata) e, in ultima istanza, sugli *issuers* (che potrebbero vedersi aumentare il prezzo del rating). Hill, 2004, cit.

¹⁵³ Cfr., ad esempio, Bulter e Rodgers, 2003, cit.

indipendentemente da *quale* delle due pubblici la prima valutazione¹⁵⁴. Se da un lato, questo potrebbe essere riconducibile ad una sostanziale standardizzazione delle metodologie di *risk assessment* – in grado quindi di produrre risultati pressoché simili – dall’altro risulta difficile comprendere perché solo le “*big two*” si “muovano” parallelamente (sia nel caso di valutazioni corrette che nelle situazioni di errore) e lo stesso comportamento non riguardi, ad esempio, Fitch. A tale proposito, Cantor e Packer in diversi contributi, sottolineano la tendenza da parte di quest’ultima a discostarsi sistematicamente verso l’alto rispetto ai rating emessi dalle prime due con l’obiettivo, probabilmente, di attrarre più clienti segnalando agli emittenti la minore rigidità delle proprie valutazioni¹⁵⁵.

L’impatto anti-competitivo di tale pratica è di tutta evidenza: le due maggiori CRA globali (che, come detto, congiuntamente coprono circa l’80% delle emissioni nel mondo) non si fronteggiano rispetto al prezzo né con riguardo all’*accuracy* della propria attività professionale (e quindi con riguardo alla *qualità* dei rating) potendo così – attraverso l’uniformità delle valutazioni – scongiurare il rischio di sanzione reputazionale relativa successiva ad eventuali errori (si ricordi il ruolo chiave che il capitale reputazionale detiene nel mercato del rating rispetto al potere di mercato).

¹⁵⁴ Tale prassi risulta naturalmente rafforzata alla luce della descritta “*two-ratings rule*”. Hill, 2004, cit.

¹⁵⁵ R. Cantor e F. Packer, *The Credit Rating Industry*, in Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Vol. 19, N. 2, 1994; R. Cantor R. e F. Packer, *Multiple Ratings and Credit Standards: Differences of Opinion in the Credit Rating Industry*, in Federal Reserve Bank of New York Research Paper N. 9527, 1995.

1.3 Evoluzione e Regole del mercato del rating: la disciplina statunitense e l'assetto comunitario europeo

Come ampiamente discusso nelle parti precedenti, l'importanza e la centralità all'interno dei mercati finanziari delle Agenzie globali sono progressivamente aumentate negli scorsi decenni. In effetti, tale fenomeno ha preso avvio a partire dagli anni Ottanta del '900 in concomitanza con lo sviluppo dei mercati finanziari e il relativo aumento dell'esigenza di disporre di supporti esterni agli investitori in grado di sintetizzare (in un linguaggio standardizzato e comprensibile a tutti) la qualità dei prodotti. Da questo punto di vista, le Agenzie costituiscono un'indispensabile infrastruttura, paragonabile a un'unità di misura del rischio che dovrebbe funzionare su scala globale¹⁵⁶.

In effetti, lo sviluppo dei mercati finanziari si estrinseca lungo tre direttrici principali – le prime due di estensione del mercato, la terza di approfondimento dello stesso – che comunque richiedono indicazioni sintetiche e comparabili sul rischio degli emittenti. In primo luogo, i singoli mercati nazionali crescono per l'arrivo di nuovi emittenti che in precedenza soddisfacevano le proprie esigenze finanziarie affidandosi esclusivamente all'autofinanziamento e/o al credito (specie quello bancario). Altro elemento da considerare è l'internazionalizzazione della finanza che, insieme al processo di globalizzazione commerciale e produttiva, ha agito come moltiplicatore della crescita del mercato. Infine, lo sviluppo finanziario

¹⁵⁶ Così, ad esempio, negli auspici del *Financial Stability Board* (<http://www.financialstabilityboard.org/>).

passa per l'enucleazione di nuovi prodotti, attraverso la fertile procreazione dell'innovazione finanziaria. Le tre direttrici hanno portato gli agenti economici a considerare opportunità d'investimento in contesti a loro poco familiari, amplificando ciò l'utilità del rating o, comunque, il crescente affidamento da parte degli investitori nei confronti delle CRA.

Le vicende degli ultimi anni non devono però lasciar pensare che il rating sia un'invenzione moderna e che le Agenzie siano solamente ora sotto i riflettori della cronaca finanziaria o dei regolatori di tutto il mondo. Sebbene l'attenzione sia cresciuta a dismisura dal 2000 ad oggi – e naturalmente ancor più in seguito alla crisi del 2007 – la storia delle *Big Three* affonda le proprie radici fino all'inizio del secolo scorso¹⁵⁷. Ne consegue che anche l'assetto regolatorio ha subito nel corso dei decenni diverse modifiche – in parte allo scopo di ottimizzare l'attività delle Agenzie, in parte per proteggere la posizione degli investitori/consumatori – che testimoniano ulteriormente la posizione rimarchevole che le CRA hanno rivestito e rivestono all'interno dei mercati finanziari. Di seguito verranno illustrati gli aspetti più significativi (e controversi) degli attuali assetti regolatori aventi

¹⁵⁷ Il primo rating viene pubblicato da Jhon Moody – padre fondatore della più grande Agenzia al mondo – nel 1909 ed offriva agli investitori un'analisi del valore dei titoli, in particolare delle obbligazioni delle imprese ferroviarie. Tali conclusioni vengono sinteticamente indicate con un simbolo alfanumerico, lo stesso utilizzato dalle progenitrici imprese di *credit reporting*, sin dal tardo Ottocento. Nel 1924 i servizi offerti da Moody's ricoprono il 100% del mercato obbligazionario statunitense (<http://www.moodys.com/moodys/cust/AboutMoodys/AboutMoodys.aspx?topic=history>). S&P viene fondata nel 1916 ad opera di Henry Varnum Poor con la *mission* di garantire all'investitore il “diritto alla conoscenza” dapprima circa le obbligazioni e successivamente il debito sovrano. Nel 1941 Standard Statistics si fonde con Poor's Publishing e nasce Standard&Poor's che, nel 1966, viene acquistata dal Gruppo McGraw-Hill (<http://www.standardandpoors.com/about-sp/main/en/us/>). Fitch Ratings viene fondata il 24 dicembre 1913 da Jhon Knowles Fitch con il nome di Fitch Publishing Company e comincia a pubblicare le statistiche finanziarie di tutti coloro i quali sono inclusi nel listino della borsa di New York (<http://www.fitchratings.com/jsp/creditdesk/AboutFitch.faces?context=1&detail=3>).

ad oggetto le Agenzie di rating negli *i*) Stati Uniti e *ii*) nell'ordinamento comunitario. Come si avrà modo di dire, mentre negli Stati Uniti i primi interventi in tal senso risalgono agli anni '30 del 900, il regolatore europeo ha cominciato solo recentemente ad occuparsi del mercato del rating.

i) La disciplina statunitense

Durante i primi trent'anni di vita, le Agenzie globali non interessano particolarmente il legislatore statunitense, anche perché i rating all'epoca venivano pubblicati su manuali appositamente redatti dalle Agenzie e acquistati *direttamente* dagli investitori (*subscriber-pay model*). I primi interventi normativi si collocano infatti nei primissimi anni '30 come conseguenza delle turbolenze dei mercati finanziari legate alla Grande Crisi del 1929.

Un primo segnale importante fu quello della Federal Reserve che, nel 1930, comincia ad utilizzare i rating per esaminare la “bontà” dei portafogli di investimento delle banche americane. I giudizi delle Agenzie – espressi numericamente – servivano, in quel contesto, a determinare il livello di affidabilità di ciascun istituto e, più in generale, dell'intero sistema bancario¹⁵⁸. La principale conseguenza fu che le banche di credito e i fondi di investimento furono immediatamente interdetti da tutti quegli investimenti non ricompresi nella definizione di “*legali*”, definizione

¹⁵⁸ F. Partnoy, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in Washington University Law Quarterly, Vol. 77, 1999, pagg. 619-712, Disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=167412>. Per una ricostruzione dei fatti più risalente, cfr. anche G. Harold, *Bond Ratings as Investment Guide: An Appraisal of Their Effectiveness*, The Ronald Press Company, 1938.

progenitrice dell'attuale soglia di *investment grade* maturata sulla base dei rating.

Nel 1931 il Dipartimento del Tesoro decide formalmente di adottare i rating come misura della qualità dei titoli detenuti dalle banche nazionali. La normativa intendeva fissare di fatto una soglia (*investment grade*) – BBB o equivalente – al di sotto della quale i *bond* venivano considerati altamente speculativi e idonei a tradursi in un fallimento¹⁵⁹. Con questo provvedimento, il rating (e le Agenzie) diventa ufficialmente uno dei parametri fondamentali per le valutazioni di investimento e le Agenzie divennero presto protagoniste assolute dei mercati finanziari, influenzando esse direttamente sulla capacità di uno strumento finanziario di essere venduto sul mercato. Né in questa occasione, né durante gli anni successivi venne fatto esplicito riferimento ai criteri in base ai quali selezionare e riconoscere le Agenzie i cui rating dovessero essere presi in considerazione; venivano invece semplicemente richiamati quelli contenuti nei cosiddetti “*recognized rating manuals*”, con implicito riferimento a quelli pubblicati dalle maggiori CRA allora (e tuttora) operanti: Moody's, S&P e Fitch¹⁶⁰.

Dalla metà degli anni '30 fino al 1973, non si registrano significativi interventi regolatori riguardanti la cosiddetta “*rating-dependent*”

¹⁵⁹ Questo intervento normativo ricevette un'attenzione fortissima da tutto il mondo finanziario e dall'opinione pubblica in generale, tanto che la sua notizia fu riportata sulla prima pagina del Wall Street Journal: *75% of Bank Bonds Valuations Safe*, in “The Wall Street Journal”, 12 Settembre 1931.

¹⁶⁰ Cfr. R. Sylla, *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, Discussion Paper alla Conferenza “The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy”, The World Bank, Washington DC, 1-2 Marzo 2001.

regulation”¹⁶¹. Il segnale di discontinuità più forte nella storia del mercato del rating si ha infatti all’inizio degli anni ’70 del 900. Nell’ambito dei correttivi individuati dal legislatore statunitense per tentare di fronteggiare al meglio i primi effetti nefasti della crisi petrolifera, la SEC adotta nel 1973 la *Rule 15c3-1* che fissava per i *securities broker-dealers* dei requisiti minimi di capitale legati alla *qualità* dei *bond* detenuti nei loro portafogli, qualità valutata evidentemente sulla base dei rating.

La norma individua esplicitamente e per la prima volta la categoria delle *Nationally Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO) comprendente le Agenzie legittimate a fornire le valutazioni idonee a perfezionare gli adempimenti previsti dalla legge stessa¹⁶². Le tre Agenzie globali ebbero immediatamente lo *status* di NRSRO (seguite solamente nel 1982 da Duff & Phelps, nel 1983 da MCM, nel 1991 da IBCA e nel 1992 da Thomson BankWatch¹⁶³) con il risultato di consolidare il potere di mercato di queste e rendere più difficile l’entrata da parte di nuovi soggetti nel mercato del rating. Non fornendo alcuna definizione puntuale di NRSRO, la *Rule* del 1973 si limitava ad un generico riferimento allo *standing* su scala

¹⁶¹ Partnoy, 1999, cit.

¹⁶² Si veda anche: *Notice of Revision Proposed Amendments to Rule 15c3-1 under the Securities Exchange Act of 1934*, Release No. 34-10,525, 1973 SEC LEXIS 2309 (29 Novembre 1973): “*The Commission to a limited extent has also recognized the usefulness of the Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO) as a basis for establishing a dividing line for securities with a greater or lesser degree of market volatility*”. Giova ribadire che il termine “NRSRO” è menzionato dalla *Rule 15c3-1*, ma non viene mai fornita una sua definizione, né ciò era stato fatto in altri provvedimenti precedenti. Tale norma viene considerata fonte della locuzione NRSRO, di fatto riferibile solamente alle Agenzie già operanti sul mercato, limitando così fortemente l’ingresso di nuovi soggetti. Tali barriere legali sono tuttora insormontabili.

¹⁶³ Gran parte delle Agenzie riconosciute in seguito come NRSRO sono state poi oggetto di operazioni di fusione e acquisite dalle Agenzie globali.

nazionale delle Agenzie riconosciute e alla loro comprovata esperienza nel settore, alla loro struttura organizzativa, alle dimensioni ed alla professionalità del personale impiegato, alle procedure utilizzate per l'analisi delle informazioni e la pubblicazione delle valutazioni.

Negli stessi anni, si realizzava un cambiamento sostanziale del modello di *business* che – come detto – modificava la struttura dei pagamenti del rating, passando dal precedente modello “di mercato” (*subscriber-pay model*) a quello “diretto” (*issuer-pay model*), in forza del quale gli emittenti corrispondono direttamente la *fee* dovuta per il rating (e gli altri servizi) all'Agenzia¹⁶⁴. Le ragioni principali di tale mutamento sarebbero da ricondurre a due fattori: da un lato, l'innovazione tecnologica e la diffusione delle macchine copiatrici rendeva fallimentare la pubblicazione del rating tramite supporto cartaceo; dall'altro, gli emittenti stessi si mostravano sempre più interessati a “comunicare” e “segnalare” al mercato il proprio merito di credito (affinché i loro strumenti fossero più appetibili e più facilmente collocabili sul mercato) e ciò anche a seguito delle turbolenze occorse dopo lo scandalo del fallimento della società di trasporti Penn Central¹⁶⁵.

¹⁶⁴ Per l'approfondimento sull'impatto che tale cambiamento ha avuto sul mercato del rating in termini di conflitto di interessi e di dinamiche anti-competitive, si vedano i paragrafi precedenti.

¹⁶⁵ Cfr. A.R. Pinto, Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States, in *American Law in the 21st Century: U.S. National Reports to the XVIII Congress of Comparative Law*, 2006, pagg. 341-356. “*the default [...] of Penn Central in 1970 was a significant event for credit rating agencies. Prior to the default, investors in that market usually relied on the reputation and name of the issuer. In order to calm the market issuers turned to credit rating agencies to sell its commercial papers using a credit rating*”. Si veda anche Partony 1999; 2006, entrambi citati.

A fronte di sviluppi tanto radicali afferenti il mercato del rating e al continuo incremento degli strumenti finanziari sui mercati internazionali (sempre più globalizzati) non c'è stato negli anni successivi alcun provvedimento regolatorio teso a chiarire il ruolo delle CRA e a declinare correttamente i requisiti idonei ad ottenere lo *status* di NRSRO. Tale lacuna è risultata ancor più grave in considerazione del crescente valore della designazione NRSRO, legata all'aumentare delle norme che si basano proprio sulle valutazioni delle Agenzie, prendendo a riferimento un determinato livello di rating. Ciò ha costretto progressivamente la maggior parte degli operatori di mercato a richiedere un rating alle Agenzie globali, aumentando sia la domanda di rating in sé, sia il potere di mercato delle CRA "riconosciute". Nel 1997 la SEC propose di codificare i riferimenti generici vagamente richiamati nella norma del 1973, oltre che di prevedere una procedura di appello contro il provvedimento di diniego del riconoscimento dello status di NRSRO. Tuttavia, tale proposito non ebbe alcun seguito anche dopo gli scandali finanziari e i fallimenti societari che seguirono¹⁶⁶.

Solo di recente giunge l'atteso provvedimento, rivolto alle sole CRA "riconosciute", noto come il *Credit Rating Agency Reform Act 2006*¹⁶⁷, integrato ed implementato da varie *rules* (17g-1; 17g-2; 17g-3; 17g-4; 17g-5; 17g-6) emanato in via definitiva dalla SEC nel giugno del 2007. Il

¹⁶⁶ Cfr. White, 2001, cit.

¹⁶⁷ Per maggiori approfondimenti, si veda: SEC, *Oversight of Credit Rating Agencies Registered as Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, 18 Giugno 2007, disponibile *on line* (<http://www.sec.gov/rules/final/2007/34-55857.pdf>).

provvedimento, confluito nel noto *Security Exchange Act*, nasce con l'obiettivo dichiarato di proteggere l'investitore/consumatore attraverso un set di regole volto ad aumentare la trasparenza del mercato, l'*accountability* delle CRA e il livello di competizione tra le stesse. Il legislatore, pertanto, sembrava aver in mente la necessità – tutt'oggi avvertita a livello internazionale – di restituire alle Agenzie globali la fiducia dei mercati finanziari. Da un lato, infatti, il *Credit Rating Agency Reform Act* declina in maniera dettagliata la procedura per il riconoscimento e la conservazione dello *status* di NRSRO; dall'altro, prevede una serie di disposizioni volte a tutelare gli *stakeholder* coinvolti a vario titolo nel mercato del rating.

In primo luogo la disciplina vigente – alla *Section 3a*[62] – delinea i caratteri delle NRSRO, definendole come le Agenzie di rating, registrate ai sensi della *Section 15e* del medesimo *Act*, le quali precedentemente alla domanda di registrazione abbiano operato continuativamente nel mercato del rating da almeno tre anni, emettendo rating relativi a istituzioni finanziarie (*brokers* o *dealers*); a compagnie assicurative; a imprese emittenti strumenti finanziari ed infine a qualsiasi emittente di “*asset backed securities*”, “*municipal securities*” o strumenti finanziari emessi dal governo americano o da governi di paesi stranieri.

La domanda di registrazione avviene attraverso la presentazione di un apposito modulo, predisposto dalla SEC, tramite il quale l'aspirante NRSRO è tenuta a fornire diverse informazioni sull'organizzazione delle proprie

attività operative¹⁶⁸. Deve quindi essere specificato quali tra le categorie di soggetti elencate alla sopra menzionata *Section 3a* saranno destinatarie dei rating, nonché i venti maggiori emittenti o sottoscrittori di strumenti finanziari che si servono dei rating del richiedente.

In secondo luogo, è prescritto che almeno dieci investitori istituzionali qualificati, che non siano in alcun modo collegati con l’Agenzia richiedente, alleghino non meno di due certificazioni per ognuna delle categorie di soggetti destinatarie del rating che sono state prescelte, attestanti che detti investitori si sono serviti dei rating forniti dal richiedente almeno nei tre anni precedenti alla richiesta¹⁶⁹.

Entro novanta giorni dalla ricezione della richiesta di registrazione, la SEC ha quindi la facoltà di accordare l’autorizzazione oppure di instaurare un procedimento relativo ad un eventuale diniego della medesima. La registrazione viene accordata qualora la SEC ritenga sussistente la conformità ai requisiti prescritti o comunque l’Agenzia sia in possesso di

¹⁶⁸ Tali informazioni concernono: la performance dei propri rating nel breve, nel medio e nel lungo periodo, le procedure utilizzate nel determinare i rating, le politiche adottate ed applicate per prevenire l’abuso di informazioni riservate, l’eventuale adozione di un codice etico (in caso contrario devono essere indicate le ragioni della mancata adozione, secondo il classico schema della “*comply or explain rule*”) nonché gli eventuali conflitti di interesse relativi all’emissione di determinati rating.

¹⁶⁹ Tale previsione solleva una delle questioni più controverse della disciplina, in quanto si presenta come una regola dal contenuto autoreferenziale, dalla quale deriva un effetto cosiddetto “*comma 22*” (o *catch 22*) volto a rendere sensibilmente difficoltoso il riconoscimento per quei soggetti che intendessero entrare per la prima volta nel mercato del rating, a causa dell’importanza attribuita al capitale reputazionale già acquisito dall’agenzia di rating, precedentemente al suo formale riconoscimento come NRSRO. Tale disposizione rivela un palese atteggiamento di favore della regolamentazione nei confronti delle Agenzie già affermatesi sul mercato, dal momento che un’agenzia di rating necessita di essere riconosciuta come NRSRO al fine di operare nel mercato del rating, ma per essere riconosciuta come tale le è richiesto di avere già in precedenza emesso dei rating a favore di investitori istituzionali. In altri termini, l’accesso al mercato postula la presenza già consolidata nel medesimo mercato, il che a ben vedere suona piuttosto illogico o comunque profondamente iniquo. Cfr. L.J. White, *Good Intentions Gone Awry: A Policy Analysis of the Sec’s Regulation of the Bond Rating Industry*, in NYU Working Paper N. EC-05-16, 2005, disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1282540>.

adeguate risorse finanziarie e manageriali tali da consentirle di produrre continuamente rating rispettando i parametri di integrità e le prescrizioni cautelative previste dalla disciplina vigente.

Accanto al regime di riconoscimento ed agli obblighi da esso derivanti, assumono un'importanza fondamentale nella disciplina statunitense le norme dedicate alla prevenzione degli abusi praticabili dalle NRSRO tramite l'utilizzo non consono delle informazioni riservate di cui esse sono evidentemente in possesso e le norme volte alla prevenzione dei possibili conflitti di interesse. Per quanto concerne le informazioni riservate, il combinato disposto della *Section 15E(g)[1]* del *Securities Exchange Act* e della *Rule 17g-4* della SEC, impone alle NRSRO di adottare ed implementare delle politiche volte alla prevenzione ed al contrasto di ogni abuso di informazioni di carattere riservato delle quali l'Agenzia venga in possesso tramite l'espletamento delle proprie funzioni. Le ipotesi abusive previste consistono nella divulgazione di informazioni riservate connesse all'andamento dei rating o di rating non ancora resi pubblici, nonché lo sfruttamento da parte di qualsiasi membro del personale di un'Agenzia di rating delle informazioni ottenute con i servizi prestati¹⁷⁰. Per quanto concerne la gestione dei conflitti di interesse, le NRSRO sono parimenti tenute all'adozione di politiche mirate a prevenire le situazioni di conflitto che possono intercorrere con le principali famiglie di soggetti con le quali

¹⁷⁰ Queste condotte sembrano coincidere con le due principali tipologie di abusi di mercato commesse da chi detiene informazioni di carattere riservato, ossia da un lato la manipolazione del mercato - in questo caso posta in essere tramite la diffusione di informazioni (c.d. *information based manipulation*) - dall'altro l'*insider trading*, integrato mediante lo sfruttamento del carattere privilegiato dell'informazione posseduta.

operano, in particolare gli emittenti e i sottoscrittori di strumenti finanziari oggetto dei rating. La *Rule 17g-5* opera una distinzione fondamentale tra le condotte che possono essere sanate e quelle più gravi, per le quali non è previsto alcun rimedio. Alla prima tipologia appartengono le ipotesi attinenti al fisiologico svolgimento dell'attività di rating, ossia i casi in cui l'agenzia è retribuita per l'offerta dei propri servizi dagli stessi emittenti degli strumenti finanziari oggetto del rating, nonché i casi in cui i dipendenti della stessa Agenzia hanno interessi diretti nelle imprese oggetto di rating in seguito alla prestazione a favore di tali imprese dei propri servizi di *broker* o *dealer*. In questi casi, che rappresentano la prassi nell'attuale modello di *business*, è previsto che tramite l'adozione di procedure e politiche appositamente predisposte e quindi comunicate alla SEC in sede di riconoscimento, tali condotte non integrino conflitti di interesse e vadano perciò esenti da ogni tipo di sanzione. Non sono invece sanabili le ipotesi in cui tra la NRSRO ed il destinatario del rating intercorra un legame particolarmente stretto. Sono quindi vietati i casi i cui la NRSRO si trovi ad emettere un rating nei confronti di un soggetto dal quale siano derivate più del 10% delle entrate nette percepite nell'anno precedente, denotandosi così una palese situazione di influenza economica tra destinatario del rating e NRSRO, nonché le situazioni in cui la dipendenza con il destinatario del rating non intercorra con l'Agenzia, ma solo con suo un analista o un membro del personale, il quale si trovi a predisporre o approvare un rating relativo ad un'impresa verso la quale egli stesso vanta degli interessi personali di vario genere o presso la quale ricopra

incarichi di natura dirigenziale. La disciplina proibisce infine l'ipotesi di conflitto più evidente, ossia quando il rating sia emesso nei confronti di un soggetto che in qualche modo faccia parte della stessa Agenzia: è di tutta evidenza infatti che un rating emesso tra società appartenenti al medesimo Gruppo possa dare adito a sospetti circa il grado di autonomia ed indipendenza della valutazione.

Per tutte le ipotesi di condotte poste in essere in violazione delle norme sopra elencate, la sezione 15E(d) del *Securities Exchange Act* investe la SEC del potere di sanzionare la NRSRO responsabile delle violazioni, censurando formalmente i suoi comportamenti, imponendo limitazioni alle attività da questa svolte per un massimo di dodici mesi o addirittura revocando la registrazione, facendo così decadere l'Agenzia dallo status di NRSRO e quindi escludendola di fatto dal mercato.

La disciplina attualmente in vigore negli Stati Uniti risulta essere quindi estremamente dettagliata ed esaustiva nell'approntare una puntuale regolamentazione del procedimento che presiede al riconoscimento dello *status* di NRSRO, nel definire le attività in cui si estrinseca l'operato di tali Agenzie di rating, e nello specificare le condotte illecite e le sanzioni ad esse conseguenti. Infatti, ad un passato in cui la qualifica di NRSRO era conseguita secondo modalità estremamente discrezionali, la disciplina attuale contrappone un *iter* procedurale chiaro e trasparente nelle sue singole articolazioni nonché una definizione puntuale degli obblighi scaturenti dall'esercizio dei servizi di rating. A garanzia di queste previsioni poste a presidio degli investitori e della credibilità dei mercati finanziari va aggiunta

la necessaria designazione in seno ad ogni NRSRO di un *compliance officer*, sul quale grava la responsabilità della conformità e del continuo adeguamento dell'attività dell'Agenzia alla normativa vigente.

ii) L'assetto Comunitario europeo

Il legislatore Comunitario non si era occupato di regolare specificatamente l'attività delle Agenzie di rating attraverso una produzione normativa dedicata, limitandosi così ad estendere alcune disposizioni relative ai servizi ed ai mercati finanziari anche alle CRA¹⁷¹. Tale “vuoto” legislativo, ancorché difficilmente compatibile con l'evoluzione del mercato europeo e la sua stretta interconnessione con quello statunitense, è sembrato essere inaccettabile all'indomani dell'ultima crisi finanziaria. Come anticipato, infatti, anche in sede Comunitaria è stato emanato un Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio¹⁷² volto ad istituire un quadro regolatorio compatibile con quello applicato negli Stati Uniti e basato sui medesimi principi¹⁷³.

¹⁷¹ In particolare, le Agenzie erano sottoposte alla disciplina della direttiva MiFID (2004/39/CE), in quanto solite prestare in via accessoria svariati servizi finanziari (nonostante la mera emissione del rating non sia considerata come tale), nonché alla disciplina della direttiva 2003/6/CE in materia di abusi di mercato, in quanto sottoposte alla disciplina di chi è in possesso di informazione di carattere privilegiato, ossia quella che è loro fornita dai soggetti che si sottopongono al rating. Sono infine interessate anche dalla direttiva cosiddetta Direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD) (2006/48/CE), volta al recepimento in sede europea della disciplina dei requisiti patrimoniali prescritti dall'accordo “Basilea II”.

¹⁷² Regolamento (CE) N. 1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 Settembre 2009 relativo alle Agenzie di Rating del Credito (<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2009:302:0001:0031:IT:PDF>).

¹⁷³ Come si è avuto modo di anticipare nell'introduzione del presente lavoro, infatti, tale finalità è espressa nella relazione presentata contestualmente alla proposta di Regolamento, viene esplicitata ulteriormente in quattro obiettivi: *i*) garantire che le Agenzie di rating prevengano o almeno siano capaci di gestire i conflitti di interessi che possono insorgere nella loro attività; *ii*) migliorare la qualità delle metodologie impiegate per l'emissione dei rating (e quindi anche la qualità dei rating stessi); *iii*) migliorare la trasparenza fissando

Anche in ambito comunitario viene data particolare enfasi al processo di riconoscimento delle Agenzie (valido naturalmente in tutto il territorio dell'Unione), che è necessario affinché i rating emessi possano essere legalmente usati da intermediari, imprese di assicurazione e investitori istituzionali. La domanda di registrazione deve essere presentata al *Committee of European Securities Regulators (CESR)* e deve contenere, oltre ai dati che descrivono la struttura organizzativa dell'Agenzia, le procedure e le norme interne che disciplinano lo svolgimento della propria attività, anche l'indirizzo della sede legale nel territorio della Comunità (fondamentale in quanto individua lo stato membro d'origine e la relativa autorità di vigilanza competente) nonché le classi di rating per le quali è chiesta la registrazione (analogamente a quanto previsto dalla disciplina statunitense)¹⁷⁴. Il CESR entro dieci giorni trasmette la domanda all'autorità di vigilanza dello stato membro d'origine e a quelle degli altri stati membri, riunite in un collegio appositamente composto, che in caso di incompletezza fissa all'Agenzia un termine per la sua integrazione. Nel caso in cui la domanda risulti completa, l'autorità in questione entro sessanta giorni dal suo ricevimento, trasmette un progetto motivato di concessione o rifiuto della registrazione al CESR, che entro venti giorni può avallare la decisione dell'autorità nazionale o richiederle di riesaminare il progetto di

obblighi di comunicazione delle informazioni in capo alle agenzie ed infine; iv) garantire un quadro di registrazione e vigilanza efficienti al fine di evitare il *forum shopping* e l'arbitraggio regolamentare tra i vari Paesi membri della UE.

¹⁷⁴ Si veda Allegato II del Regolamento: "Informazioni da fornire nella Domanda di Registrazione".

decisione¹⁷⁵. Ricevuto il parere da parte del CESR, spetta poi nuovamente all'autorità dello stato membro di origine – previa consultazione con le altre autorità riunite nel collegio – pronunciarsi definitivamente sulla registrazione entro quindici giorni, motivando la propria decisione qualora questa si discosti dal parere del CESR¹⁷⁶. All'Agenzia è quindi richiesta la conformità ad una serie di adempimenti, volti a garantire la trasparenza e l'integrità del suo operato, nonché a tutelare la credibilità dell'informazione che essa contribuisce a diffondere nei mercati. A questo proposito, è di particolare interesse il fatto che il Regolamento in esame imponga uno specifico obbligo di *disclosure* concernente i noti “*unsolicited ratings*”. L'Agenzia ha infatti il dovere di comunicare le proprie politiche e procedure concernenti i rating non richiesti, che devono essere contrassegnati in modo diverso dagli altri. Esse sono inoltre tenute a dichiarare contestualmente alla loro emissione che, stante la natura non sollecitata del rating, né l'entità valutata né soggetti ad essa collegati hanno partecipato al rating, e che l'Agenzia per questa ragione non ha avuto accesso ai libri contabili o ad altri documenti interni concernenti l'entità in questione.

¹⁷⁵ Va però sottolineato, soprattutto, come il Regolamento non faccia alcun riferimento, tra i requisiti in base ai quali valutare l'idoneità dell'Agenzia richiedente, alla reputazione già posseduta o all'attività già prestata all'interno del mercato del rating, che nell'esperienza americana costituisce la principale barriera all'ingresso del mercato. Questa mancata previsione è da valutare favorevolmente. La normativa in esame, infatti, nel definire gli adempimenti gravanti sulle Agenzie, si attiene a profili meramente tecnici, volti ad accertare in concreto l'adeguatezza strutturale e funzionale dell'Agenzia.

¹⁷⁶ Il regolamento prevede un particolare regime nel caso in cui a presentare la domanda sia un gruppo di Agenzie di rating. In questo caso, ai sensi dell'art. 14, 3°c del Regolamento, è previsto che le autorità degli stati membri competenti cooperino strettamente nel processo e nominino un facilitatore, sulla base del luogo in cui l'Agenzia presumibilmente svolgerà la massima parte della propria attività o realizzerà gran parte dei profitti, il cui compito è coordinare l'esame della domanda presentata dal gruppo di Agenzie e garantire che le autorità competenti si scambino tra loro le informazioni necessarie per l'esame della domanda.

Risulta poi essere peculiare la previsione per l’Agenzia di alcune misure organizzative concernenti il modello di *governance*: il consiglio di amministrazione (o il consiglio di sorveglianza nel caso in cui adotti il sistema dualistico) viene infatti investito del compito di garantire l’indipendenza del processo di rating nonché l’identificazione, la gestione e la divulgazione dei conflitti di interessi ed in generale la *compliance* dell’Agenzia con tutte le disposizioni del regolamento in questione. A tal fine il consiglio di amministrazione deve essere composto al suo interno dal almeno tre membri non esecutivi indipendenti, la cui retribuzione è totalmente svincolata da ogni risultato economico dell’Agenzia ed è strutturata in modo da garantire l’indipendenza del loro giudizio¹⁷⁷. Tale prescrizione sembra estendere alle Agenzie di rating l’organizzazione interna che è normalmente richiesta alle società con azioni quotate in mercati regolamentati ed in particolare sembra prevedere in sostanza l’istituzione di un peculiare comitato per il controllo interno (o *audit committee* nell’esperienza anglosassone) declinato in base alle specifiche caratteristiche delle Agenzie, che sia posto a tutela dell’efficienza e della regolarità dell’attività di rating, in veste di contrappeso all’azione del *management* e degli amministratori esecutivi.

¹⁷⁷ Questi membri del consiglio hanno il compito specifico di controllare lo sviluppo della politica del rating, l’efficacia dei sistemi di controllo interno dei quali l’Agenzia si dota al fine di prevenire i conflitti di interesse, la qualità delle procedure di *governance* interna e la conformità con le normative vigenti; a tal fine è richiesto che tali amministratori dispongano di conoscenze adeguate in materia di servizi finanziari e che almeno uno di essi abbia maturato specificamente significative esperienze nei mercati del credito strutturato e delle cartolarizzazioni.

Sul fronte invece dei divieti scaturenti dal Regolamento, sono interessanti i limiti posti riguardo ai servizi accessori (*ancillary services*) offerti dall’Agenzia diversi dall’emissione del rating, volti a contrastare un loro uso potenzialmente lesivo. Il Regolamento annovera tra i servizi ausiliari solo alcune delle attività solitamente prestate dalle agenzie¹⁷⁸ e dispone che all’Agenzia sia consentito prestare tali servizi purché essa ne dia puntuale divulgazione e garantisca che questi non diano origine a conflitti di interesse.

¹⁷⁸ In particolare in base al paragrafo 4, sezione B dell’Allegato I al Regolamento, sono ricompresi tra i servizi ausiliari “le previsioni di mercato, le valutazioni delle tendenze economiche, l’analisi dei prezzi e altre analisi generali dei dati nonché i servizi di distribuzione connessi

2. Il mercato del rating: una giustificazione economica

In questa sezione ci si propone di evidenziare l'impatto dell'attività del rating, intesa come attività di intermediazione e di diffusione dell'informazione sui mercati finanziari, alla luce di un modello teorico di *monitoring*. Come si vedrà, l'esistenza delle Agenzie di rating riduce le asimmetrie informative e, di conseguenza, gli spazi per eventuali comportamenti "opportunistici" (*moral hazard*) da parte degli emittenti, contribuendo altresì a migliorare la qualità media del credito (*adverse selection*). In definitiva, tale attività si traduce in una maggiore efficienza del mercato dei capitali (tassi di finanziamento più bassi, accesso agevolato al credito).

Di seguito, verrà sviluppata analiticamente tale intuizione, mediante un modello di *monitoring* elaborato dalla letteratura di *corporate finance*, che può rappresentare un utile *benchmark* ed adattarsi a spiegare gli incentivi economici sottostanti il processo di *risk assessment*. È bene ribadire, sul punto, che la principale differenza con i meccanismi di revisione e di *auditing* interno è rappresentata dal fatto che, mentre questi ultimi intervengono *ex post*, ovvero valutano successivamente il rischio affrontato dall'impresa e giudicano la qualità della gestione pregressa, il rating esprime una valutazione sul merito di credito futuro. Pertanto, le Agenzie operano *ex ante*, fornendo al mercato indicazioni sulle future possibilità di redditività dell'*issuer*. In particolare si evidenzierà che la presenza delle Agenzie di

Rating permette il finanziamento di Progetti che altrimenti non verrebbero presi in considerazione dal mercato a causa delle esistenti asimmetrie informative tra imprenditori e investitori.

I contributi seminali sul tema in oggetto possono essere individuati nei lavori di Holmström (1979)¹⁷⁹ sui meccanismi di contrasto al *moral hazard*, e di Holmström e Tirole (1997) sul *moral hazard* nell'intermediazione finanziaria¹⁸⁰. Più in generale, la letteratura di riferimento è quella sui cosiddetti "intermediari dell'informazione", che è intimamente correlata al concetto di capitale reputazionale e del ruolo che esso svolge all'interno dei mercati finanziari. Tale filone è ormai fiorente sia in ambito microeconomico che nella letteratura di *financial economics*. Nella prima, gli intermediari dell'informazione si occupano, in generale, di acquisire e certificare l'informazione sulla base di determinate procedure di *disclosure* (Crawford e Sobel, 1982, Biglaiser, 1993 e Lizzeri, 1999)¹⁸¹. Al contrario, le CRA, ancorché soggetti intermediari dell'informazione, basano il loro funzionamento, e gli incentivi ad esercitare un livello adeguato di *effort*, sulla reputazione acquisita sui due versanti: gli emittenti e gli investitori. Da questo punto di vista, è possibile utilizzare i risultati offerti dalla

¹⁷⁹ B. Holmström, *Moral Hazard and Observability*, in the Bell Journal of Economics, Vol. 10, N. 1, 1979, pagg. 74-91.

¹⁸⁰ B. Holmström e J. Tirole, *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, in Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, N. 3, 1997, pagg. 663-691.

¹⁸¹ Cfr. V. Crawford e J. Sobel, *Strategic Information Transmission*, in Econometrica, Vol. 50, pagg. 1431 – 1451; G. Biglaiser, *Middlemen as Experts*, in RAND Journal of Economics, Vol. 24, N. 2, pagg. 212-223; A. Lizzeri e N. Persico, *Provision of Public Goods Under Alternative Electoral Incentives*, Princeton Economic Theory Papers, 1999.

letteratura sui cosiddetti “*two sided markets*” (Rochet e Tirole, 2003)¹⁸², come ad esempio nel caso di Fasten e Hoffman (2009)¹⁸³. Da ultimo, tra i contributi maggiormente significativi circa le responsabilità delle CRA nella recente crisi finanziaria è possibile citare Mathis, McAndrews e Rochet (2009) e Bolton, Freixas e Shapiro (2009)¹⁸⁴.

Il presente capitolo è strutturato come segue. Nella prima parte, viene sviluppato un modello base che mostra il funzionamento del mercato in assenza di Agenzie di rating. Si evidenzierà che in tale contesto esiste la possibilità di *credit rationing*; eventualità che, nella seconda parte, viene limitata grazie all’intervento delle CRA, quali soggetti deputati all’attività di monitoraggio e diffusione dell’informazione al mercato circa la qualità dell’emissione. Nella terza ed ultima parte, il modello verrà arricchito, introducendo la possibilità di collusione tra le Agenzie di rating e il soggetto emittente, che si traduce in un minor numero di Progetti finanziati e, in ultima istanza, in una riduzione del benessere sociale (ovvero in allocazioni Pareto dominate rispetto all’equilibrio raggiungibile in assenza di collusione).

2.1 Il modello base

Nella sua versione base, il modello presuppone l’assenza di fallimenti di mercato diversi da quello relativo all’asimmetria informativa tra le parti.

¹⁸² J.C. Rochet e J. Tirole,

¹⁸³ Cit., vedi *supra*.

¹⁸⁴ Cit., vedi *supra*.

Successivamente, il modello verrà esteso per analizzare il comportamento delle Agenzie ipotizzando una condizione di concentrazione di mercato e di altri comportamenti distorsivi della concorrenza, quali collusione tra la CRA e l'issuer.

Si supponga che un imprenditore voglia intraprendere un Progetto, P , che richiede un investimento iniziale pari ad I . L'imprenditore dispone tuttavia di risorse proprie pari ad A , ove $A < I$.

Egli si trova pertanto in condizione di rivolgersi al mercato dei capitali al fine di raccogliere ulteriori risorse pari ad $I - A$. Si può ipotizzare che tali risorse vengano reperite mediante l'emissione di titoli obbligazionari ovvero mediante un contratto standard di debito con uno o più intermediari finanziari¹⁸⁵.

I Progetti

I Progetti sono tali che, in caso di successo, genereranno un reddito pari a $R > 0$, mentre nel caso di fallimento dello stesso si assume, per semplicità, che il reddito generato sia nullo ($R = 0$). La probabilità di successo, indicata con p , dipende dall'impegno dell'imprenditore¹⁸⁶. Infatti egli può decidere di esercitare o meno *effort*: si assume che la scelta in capo all'imprenditore sia di tipo binario. L'*effort* pertanto appartiene all'insieme $e := \{H, L\}$, ove H e L indicano rispettivamente un livello "alto" e "basso" di impegno, che

¹⁸⁵ Tale tipo di finanziamento, pertanto, esclude la possibilità di conversione del capitale di debito in *equity*.

¹⁸⁶ L'*effort*, come è evidente, viene qui utilizzata come *proxy* della bontà del Progetto, assumendo che esso avrà maggiori probabilità di successo ove l'imprenditore eserciterà maggiore impegno.

proietta sulla misura di probabilità $\Pi := \{p, 1-p\}$ del Progetto: $\Pi(e): e \mapsto [0,1]$. Per semplicità si può dunque immaginare che un livello elevato di *effort* generi un Progetto “buono”, P_g con probabilità di successo pari a p_H , mentre un livello basso di *effort* generi un Progetto “cattivo” P_b , con probabilità di successo inferiore: p_L con $p_H > p_L$.

L’incentivo per l’imprenditore a non esercitare *effort* è dato dal fatto che, in tal caso, egli potrà godere di benefici privati¹⁸⁷ pari a B .

Sebbene rischioso, il Progetto merita di essere intrapreso. Infatti il *Net Present Value* del Progetto (*NPV*), qualora l’imprenditore eserciti *effort*, sarà:

$$p_H R - I > 0$$

Mentre, nel caso di assenza di *effort*, l’*NPV* sarà negativo:

$$p_L R + B - I < 0$$

e dunque, in tal caso, il Progetto distrugge ricchezza e non merita di essere intrapreso. L’estrazione di *private benefits* è pertanto da considerarsi dissipativa dal punto di vista sociale; ciononostante si vedrà che l’imprenditore potrebbe comunque essere spinto a scegliere il Progetto, a detrimento della società, per godere dei relativi benefici privati

¹⁸⁷ Alexander Dyck e Luigi Zingales, *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004, pagg. 537 e ss.

Il contratto

Si assuma che le parti siano entrambe *risk neutral* e che i finanziatori operino in un mercato competitivo, ottenendo così profitti attesi pari a zero. Ciò significa che i ritorni attesi dall'investimento saranno appena sufficienti per coprire i costi del finanziamento stesso (*participation constraint*).

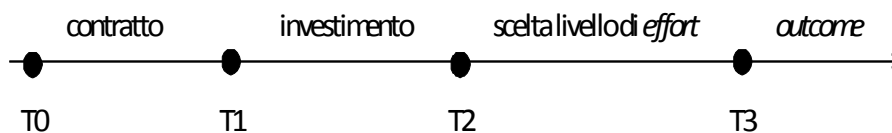
Il contratto, in senso economico, che viene stipulato dalle parti consisterà pertanto in una regola di allocazione dei ritorni (R) tra investitori ed imprenditore.

Pertanto, le parti decideranno di destinare all'imprenditore una quota pari ad R_b e agli investitori una quota pari a R_i , con

$$R_b + R_i = R \quad (1.1)$$

Il *timing* del modello risulta il seguente:

- In T_0 , il contratto viene sottoscritto, decidendo l'allocazione dei ritorni del Progetto;
- In T_1 , viene effettuato l'investimento I ;
- In T_2 , l'imprenditore sceglie se esercitare *effort* o meno;
- In T_3 , vengono generati e successivamente distribuiti tra le parti i ritorni del Progetto.



Per risolvere il modello, si parte dall'analisi del comportamento dell'imprenditore.

Poiché è efficiente che l'imprenditore eserciti *effort* (NPV positivo), si impone un vincolo al suo comportamento:

$$p_H R_b \geq p_L R_b + B$$

Questo è il cosiddetto *incentive compatibility constraint*, ovvero la condizione necessaria affinché venga esercitato un *effort* elevato: $e = H$.

Riscrivendo la precedente espressione, si ottiene che:

$$R_b \geq \frac{B}{p_H - p_L} \equiv \hat{R}_b \quad (1.2)$$

Come si può osservare, la formula dipende sia dal livello di benefici privati estraibili, sia dal differenziale tra le probabilità¹⁸⁸.

Analizzando il comportamento degli investitori, notiamo che essi saranno disposti a finanziare il Progetto "buono" se e solo se:

$$p_H R_i \geq I - A \quad (1.3)$$

Dunque, la disequazione (1.3) individua le condizioni di finanziabilità del Progetto, come risulta dalla seguente proposizione.

Proposizione 1.1. Esiste un livello di *equity* pari a \bar{A} al di sotto del quale i Progetti non possono essere finanziati.

¹⁸⁸ Si veda Tirole, 2006, cit., p. 117.

Dimostrazione:

Sostituendo la (1.1) e la (1.2), nella (1.3) si ottiene:

$$p_H(R - \hat{R}_B) \geq I - A \quad (1.4)$$

ovvero:

$$p_H \left(R - \frac{B}{p_H - p_L} \right) \geq I - A \quad (1.5)$$

da cui:

$$A \geq I - p_H \left(R - \frac{B}{p_H - p_L} \right) \equiv \bar{A}. \quad (1.6)$$

La condizione (1.6) richiede che l'imprenditore, al fine di ottenere il finanziamento, debba partecipare al progetto con una *stake* minima. In tal modo, egli segnala al mercato la propria "buona volontà", in quanto l'allineamento tra gli interessi dell'imprenditore e quelli dei finanziatori è assunto crescente rispetto al livello di *equity*.

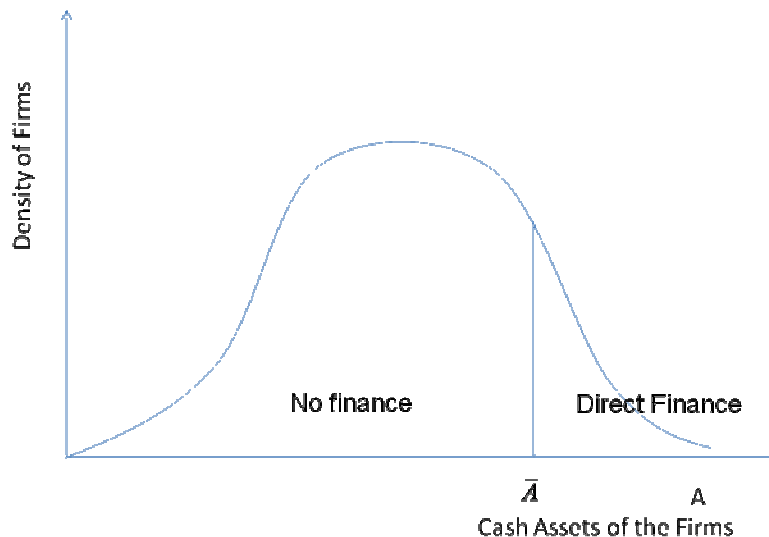
Pertanto esistono 2 classi di Progetti:

$A \geq \bar{A}$: Progetti finanziati;

$A < \bar{A}$: Progetti non finanziati.

Si noti che nel secondo caso i Progetti non vengono finanziati anche se il loro NPV è positivo. L'intuizione sottostante è che quando il livello di *equity* è "basso", vengono meno gli incentivi per l'imprenditore ad esercitare un livello elevato di *effort*, essendo egli maggiormente interessato all'estrazione di benefici privati piuttosto che alla riuscita del Progetto (strategia di *play with others' money*). Di conseguenza, le parti non troveranno un accordo tale da garantire un elevato livello di *effort* e il recupero dell'investimento per i *lenders*. E' questa l'essenza del *credit rationing*, ovvero quella *condizione per la quale la domanda di credito di un soggetto che richiede un finanziamento viene respinta, anche se egli è disposto a pagare tutti gli elementi di prezzo e non di prezzo del contratto di prestito*¹⁸⁹.

Figura 8: Area di Finanziabilità dei Progetti in base al livello di *equity*



¹⁸⁹ E. Baltensperger, *Credit Rationing: Issues and Question*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, 1978, pagg. 170-183. Cfr. anche D. Jaffee e J. Stiglitz, *Credit Rationing*, in B.M. Friedman e F.H. Hahn, *Handbook of Monetary Economics*, Vol. II, Elsevier Science Publishers B.V., 1990, pagg. 838 e ss.

Al contrario, il primo caso, che comprende l'insieme dei Progetti finanziati, ovvero quei Progetti con un livello di *equity* elevato. Si giunge dunque ad una prima conclusione: verranno finanziati solamente Progetti "ricchi". Un corollario immediato di questa affermazione è che iniziative imprenditoriali ad alto rischio e basso capitale, come ad esempio nel caso di imprese *start-up*, troveranno rimarchevoli difficoltà nel reperire i fondi necessari.

La soglia \bar{A} ha una naturale interpretazione: essa rappresenta la somma (in valore atteso) minima che dev'essere lasciata all'imprenditore affinché questi abbia i giusti incentivi ad esercitare *effort*. In letteratura, tale quantità viene indicata come *agency rent*¹⁹⁰.

In definitiva, i fattori principali che determinano l'emergenza di una situazione di *credit rationing* possono essere ricondotti a *i*) una basso livello di *equity* (A) e *ii*) elevati costi di agenzia¹⁹¹.

Nella pratica, il livello dei costi di agenzia dipende non solo dalle caratteristiche idiosincratice del progetto e dell'imprenditore, ma anche dall'insieme delle variabili istituzionali, del *framework* regolatorio e dall'assetto giuridico dei mercati dei capitali. Ad esempio, i costi di agenzia

¹⁹⁰ Tale quantità è definita "rendita" (e non remunerazione o profitto) in quanto essa deriva da una mera situazione di vantaggio informativo circa il livello di *effort* rispetto alla controparte. Cfr. J.J. Laffont e D. Martimort, *The theory of Incentives*, Princeton, 2004.

¹⁹¹ In letteratura, tale livello viene misurato attraverso il cosiddetto *likelihood ratio*, che nel caso specifico è pari a $\frac{P_H - P_L}{P_H}$. Vedi nota precedente.

saranno tanto più bassi quanto maggiore è la protezione assicurata agli investitori dal sistema legale¹⁹².

2.2 Modello con Agenzia di Rating

Si intende ora mostrare come la presenza sul mercato di soggetti quali le CRA, sia in grado di aumentare il *welfare* attraverso una apertura del mercato dei capitali a Progetti che non verrebbero altrimenti finanziati.

Si supponga, in primo luogo, che vi siano tre Progetti. Oltre ai due già considerati, vi è adesso un Progetto “intermedio” con probabilità di successo pari a p_L ma che genera benefici privati più bassi rispetto al Progetto “cattivo”, $b < B$, come rappresentato nella figura sottostante.

	“Good” Project	“bad” Project	“Bad” Project
Prob. Success	P_H	P_L	P_L
Private Benefits	0	b	B

Fonte: Tirole, 2006

¹⁹² Cfr. S.M. Sepe, *Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, Working Paper Series, Agosto 2007, disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=108632>;). Si veda anche la letteratura di *Law and Finance* (ad es. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer e R. Vishny, *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, N. 1-2, 2000, pagg. 3-27).

Mediante questo modello, si vuole evidenziare il ruolo dell’Agenzia di rating nel ridurre il rischio di *moral hazard* e, di conseguenza, nell’incrementare il numero dei Progetti finanziabili.

Si supponga dunque che sul mercato sia presente un soggetto che eserciti attività di supervisione (*monitoring*), il quale, attraverso il monitoraggio, l’analisi e la valutazione dei Progetti, possa impedire all’imprenditore di intraprendere il progetto “cattivo” P_b .

Ciò si verifica attraverso un meccanismo per il quale si può ipotizzare che, qualora P_b venisse intrapreso, il mercato verrebbe immediatamente informato dall’Agenzia (ad esempio, tramite una revisione del rating) e di conseguenza l’imprenditore non avrebbe più la possibilità di estrarre i benefici privati.

Tuttavia, l’attività di rating comporta un costo per il *monitor* pari a

$$c > 0$$

che può essere interpretato come il costo materiale di svolgimento dell’attività di *risk assessment*.

Il contratto

In questo caso, il contratto consiste nella divisione dei ritorni dell’investimento fra i tre soggetti coinvolti: finanziatore, imprenditore, Agenzia:

$$R_b + R_i + R_m = R \tag{1.7}$$

ove R_m è la remunerazione che viene corrisposta al *monitor* nel caso in cui il Progetto vada a buon fine. Per contro, in caso di esito negativo dello stesso, ($R=0$), il *monitor* non verrà remunerato a causa dell'assenza di fondi.

Gli incentivi per l'imprenditore rimangono gli stessi, salvo il fatto che ora la sua remunerazione è parametrata sul livello massimo di *benefit* estraibili in presenza di un'azione di *monitoring*, per cui:

$$R_b \geq \frac{b}{p_H - p_L} \quad (1.8)$$

si noti che tale quantità è inferiore rispetto al caso dell'assenza di Agenzia.

Inoltre, si assume che

$$R_b < \frac{B}{p_H - p_L}$$

Ciò implica che non è possibile dissuadere l'imprenditore dall'intraprendere il progetto "cattivo", dato che l'*agency rent* che dovrebbe essere corrisposta in quest'ultimo caso eccede la remunerazione pattuita nel contratto per l'imprenditore.

Qualora, infatti, tale condizione non fosse soddisfatta, l'attività di

monitoring sarebbe inutile (infatti se $R_b > \frac{B}{p_H - p_L}$, sarebbe possibile scrivere

un contratto *incentive compatible* tra le parti a prescindere dall'intervento del *monitor*).

Considerando gli incentivi per il *monitor*, la condizione di *incentive compatibility* sarà come segue:

$$p_H R_m - c \geq p_L R_m ;$$

da cui, la condizione sulla remunerazione dell'Agenzia di rating¹⁹³:

$$R_m \geq \frac{c}{p_H - p_L} \quad (1.9)$$

Il *participation constraint* per l'investitore sarà pertanto

$$p_H (R - R_b - R_m) \geq I - A, \quad (1.10)$$

da cui, sostituendo con la (1.8) e la (1.9), si otterrà

$$A \geq I - p_H \left(R - \frac{b - c}{p_H - p_L} \right) \equiv \underline{A}. \quad (1.11)$$

Se si confronta la (1.11) con la (1.6), si ottiene il seguente risultato:

Proposizione 2.1: in presenza di attività di *monitoring*, possono essere individuate le seguenti classi di Progetti:

¹⁹³ Per introdurre il potere di mercato delle CRA, si potrebbe supporre che R_m sia funzione del numero di Agenzie presenti sul mercato, con $\frac{dR_m(n)}{dn} \leq 0$. Quando il mercato è competitivo, $n = \infty$ e la rendita raggiunge il suo livello minimo, pari a $\frac{c}{p_H - p_L}$.

$A \geq \bar{A}$: Progetti finanziati senza rating;

$A < \bar{A}$: Progetti non finanziati;

$A \in [\underline{A}, \bar{A}]$ Progetti finanziati solo in presenza di rating.

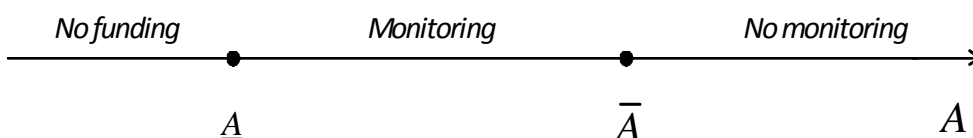
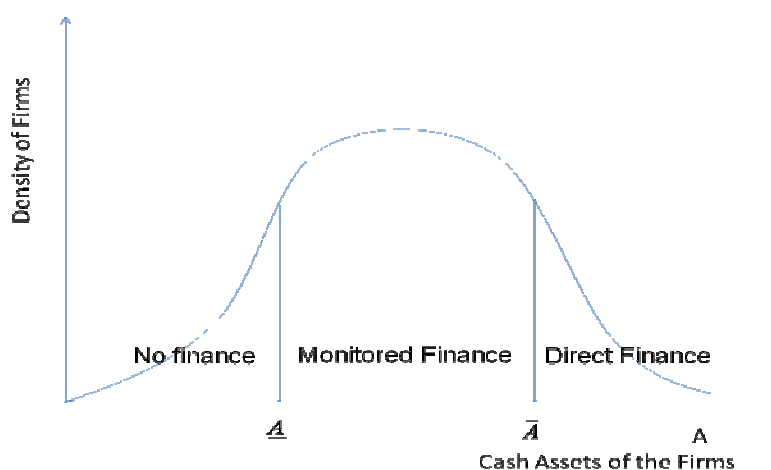


Figura 9: Aree di Finanziabilità dei Progetti in presenza del rating



In tale modello convivono due forme di finanza: una finanza “diretta”, che può essere interpretata come il finanziamento prestato direttamente dagli intermediari e dagli investitori istituzionali a prescindere dal rating; e un finanziamento “indiretto”, che presuppone un’attività di *risk assessment* da parte delle CRA¹⁹⁴.

¹⁹⁴ Da ultimo, si può utilmente considerare l’esempio di una recente collocazione (ottobre 2009) di un *bond* settennale da parte della Società Campari (http://www.camparigroup.com/media/pdf/091001_CPR_Eurobond_ITA_Final.pdf) che, sebbene *unrated*, ha riscosso un notevole successo presso gli investitori

In particolare, alla luce delle conclusioni derivabili dal modello, risulta che gli imprenditori dotati di elevati livelli di *equity* riescono a ottenere finanziamenti ad un costo relativamente basso in quanto possono fare a meno del *monitoring*, diversamente da quanto accade per gli imprenditori con minori livelli di *equity*, i quali riescono a finanziarsi a costi più elevati.

Anche in questo caso, si può fare un parallelo con la letteratura di *Law and Finance*. Infatti, come dimostrato dai lavori di La Porta e altri (1998)¹⁹⁵, nei Paesi in cui la protezione degli azionisti è minore, prevalgono meccanismi di finanziamento incentrati sugli intermediari bancari.

2.3 Collusione tra Agenzie ed *Issuer*

In questa sezione si cercherà brevemente di dimostrare come, nonostante gli evidenti effetti positivi derivanti dalla presenza delle CRA sui mercati finanziari, non si possa escludere – date le caratteristiche del mercato del rating così come descritte nel capitolo precedente – l'eventualità che le Agenzie colludano con i soggetti emittenti, concedendo a questi ultimi rating più elevati rispetto a quelli che attribuirebbe un'Agenzia indipendente.

In primo luogo, occorre notare che la remunerazione massima che il mercato è disposto a corrispondere all'Agenzia, in un contesto competitivo, è pari a:

http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/Finanza%20e%20Mercati/2009/10/Campari-bond_unrated.shtml?uuid=3d8d453a-b403-11de-9941-6ce20b192eff).

¹⁹⁵ Cfr. R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes e A. Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, in *Journal of Finance*, Vol. 54, N. 2, 1998, pagg. 471-517.

$$\frac{c}{p_H - p_L}$$

Tuttavia, l'imprenditore potrebbe decidere di pagare il *monitor* in cambio di un comportamento più flessibile da parte di quest'ultimo. In tal caso, l'imprenditore otterrà benefici privati pari a B , mentre il vantaggio per il *monitor* risiede nel risparmio dei costi di monitoraggio (pari a c).

Pertanto la collusione avverrà qualora il beneficio ottenuto dall'imprenditore sia tale da incentivare l'Agenzia a non esercitare controllo sull'attività dell'imprenditore, ovvero quando:

$$B + p_L R_b - p_H R_b \geq p_H R_m - p_L R_m - c \quad (2.1)$$

Ciò significa che il guadagno derivante dall'intraprendere il Progetto cattivo da parte dell'imprenditore, scontato della riduzione della relativa probabilità di successo, dovrà essere tale da garantire un vantaggio per l'imprenditore e allo stesso tempo assicurare un *side payment* all'Agenzia di rating.

La condizione può essere riscritta come segue:

$$B - \Delta p R_b \geq \Delta p R_m - c \quad (2.2)$$

ove $\Delta p \equiv p_H - p_L$.

In tal caso, l'attività di *monitoring* diventa irrilevante ai fini del benessere sociale: la scelta dell'imprenditore sarà in ogni caso inefficiente.

Come conseguenza, l'attività di *rating* non consente di migliorare l'*outcome* del modello iniziale: al contrario, la *collusion* può completamente annullare i benefici derivanti dalla presenza delle Agenzie, e l'imprenditore non sarà dissuaso dall'intraprendere Progetti "cattivi".

La sola differenza, rispetto al caso iniziale, risiede in un effetto redistributivo: i benefici privati verranno parzialmente ridistribuiti tra l'imprenditore e l'Agenzia stessa: a quest'ultima sarà corrisposto un *side payment* pari almeno a $c - \Delta p R_m$; mentre l'imprenditore otterrà:

$$p_L R_b + B - c + \Delta p R_m \geq A$$

Tuttavia, il costo sociale di tale decisione di investimento verrà interamente sopportato dal mercato, che sconterà una perdita netta pari a:

$$p_L R_I - (I - A) < 0$$

Infatti, sostituendo R_I nella precedente espressione si ottiene:

$$p_L (R - R_b - R_m) \leq I - A \tag{2.3}$$

che, a sua volta, può essere riscritta, sostituendo A nell'equazione (2.3), come:

$$p_L (R - R_b - R_m) \leq I - p_L R_b - B + c - \Delta p R_m$$

da cui, tenendo presente che:

$$R_m \geq \frac{c}{\Delta p}$$

si ottiene che

$$\underbrace{p_L R + B - I}_{<0} - \underbrace{\frac{p_L}{\Delta p} c}_{>0} \leq 0$$

ove, tenendo presente che il NPV del progetto “cattivo” è negativo, è immediato realizzare la disuguaglianza.

3. Considerazioni di Policy

Nella prima parte del presente lavoro sono state analizzate le caratteristiche fondamentali del mercato e la funzione economica del rating, le peculiarità dei suoi attori (le CRA globali) – anche alla luce delle numerose critiche sollevate negli ultimi mesi per il loro fallimento legato alla crisi dei *sub prime* – infine, è stato ricomposto il *framework* regolatorio esistente negli Stati Uniti ed in Europa. Nella seconda parte, invece, è stata fornita una giustificazione della funzione economica del rating, mostrando come esso sia uno strumento fondamentale per il buon funzionamento dei mercati finanziari in grado di risolvere, come dimostrato, i problemi derivanti dall'esistenza di asimmetrie informative quali “azzardo morale” e “selezione avversa”¹⁹⁶. Ciò non di meno, è di tutta evidenza come, nonostante l'indiscussa bontà di un siffatto sistema, il mercato del rating e i suoi protagonisti abbiano progressivamente mancato di esercitare efficacemente il proprio ruolo, rendendosi responsabili della recente crisi finanziaria e, ancor peggio, finendo così per perdere la fiducia dei mercati.

A tale proposito, non sono mancate – specie di recente – proposte tese a correggere o rimuovere le criticità più evidenti del sistema del rating con lo scopo ultimo di tutelare gli investitori, da un lato ed incrementare l'efficienza dei mercati dei capitali (permettendo anche un accesso più ampio agli

¹⁹⁶ Vedi *supra*, paragrafo 2.2.

emittenti), dall'altro¹⁹⁷. Il dibattito sull'argomento non è evidentemente solo di carattere politico e regolatorio: la letteratura accademica, sia di tipo economico-finanziario che giuridico è infatti numericamente significativa.

Nel presente capitolo verranno esposte alcune delle proposte maggiormente significative e si cercherà di analizzarle criticamente secondo un'ottica di *law and economics*. Infine, alla luce delle riflessioni maturate durante il lavoro di ricerca indirizzate essenzialmente ad individuare la “chiave di volta” tra i vari elementi problematici del rating, verrà presentato un possibile rimedio in grado di fornire i corretti incentivi alle CRA a mantenere uno *standard* qualitativo elevato così da produrre analisi più accurate e pubblicare rating con un maggiore portato informativo¹⁹⁸.

3.1 Organo Pubblico Centralizzato (*Authority*)

Una prima proposta, avanzata da più parti sia nel dibattito accademico che politico, è quella della creazione di un Organo pubblico, nella tipica forma di *Authority*, deputato al controllo dell'operato delle Agenzie e alla erogazione di eventuali sanzioni commisurate alle varie categorie di errori in capo alle CRA¹⁹⁹. Tra i comportamenti potenzialmente idonei a produrre effetti distorsivi, e quindi oggetto dell'azione sanzionatoria, vi sarebbero

¹⁹⁷ A.N.R. Sy, *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, Washington DC, International Monetary Fund, Working Paper, N. 09/129, 2009,

¹⁹⁸ Le problematiche relative al contenuto informativo sono infatti centrali nell'analisi del mercato del rating. Cfr. X. Fraixas e J. Shapiro, *The Credit Rating Industry: Incentives, Shopping, and Regulation*, VoxEu.org, 18 Marzo, 2009.

¹⁹⁹ Cfr., su tutti, Rousseau, 2005, cit., che giudica favorevolmente l'introduzione di <<*an additional level of regulatory supervision over CRAs that could hold them responsible for their behavior*>>, pag. 63.

anzitutto le condotte anticompetitive (collusione, abuso di posizione dominante) tra le Agenzie. Inoltre, l'Authority potrebbe monitorare *ex post* la corretta corrispondenza tra le valutazioni circa il merito di credito degli emittenti e le reali *performance* di questi sul mercato. Infine, l'esistenza di un Organo di controllo sarebbe idoneo – secondo i sostenitori di questa proposta – a prevenire eventuali comportamenti opportunistici posti in essere da un'Agenzia al fine di attrarre o trattenere il maggior numero di clienti (ad esempio attraverso valutazioni meno rigide).

I sostenitori di tale proposta partono dalla considerazione, condivisibile, che in un mercato perfettamente funzionante le CRA sarebbero responsabili nei confronti degli *issuer* e degli investitori. In particolare, i secondi sarebbero in grado di controllare l'azione delle Agenzie e quindi il livello di *accuracy* da esse prescelto nelle attività di *risk assessment*, realizzando un completo allineamento tra gli incentivi di ciascun attore coinvolto nel processo del rating. Poiché, come ampiamente dimostrato nel primo capitolo, il mondo reale si distacca significativamente dal modello teorico di mercato perfetto e i fallimenti del sistema del rating si riflettono in un disallineamento tra gli interessi delle CRA da una parte, e quelli degli *issuer* e degli investitori dall'altra, sarebbe indispensabile disegnare un meccanismo idoneo ad assicurare un certo grado di *accountability* delle Agenzie. Ciò anche e soprattutto in ragione del significativo potere che le CRA hanno progressivamente accumulato e della loro conseguente responsabilità nei

contesti di crisi finanziaria e della loro contestuale esenzione da qualunque forma di responsabilità per le loro valutazioni²⁰⁰.

L'approccio proposto, sebbene condivisibile nella finalità di rinforzare la responsabilità delle CRA ed evitare così comportamenti opportunistici, non può essere ritenuto completamente risolutivo. In prima battuta, la proposta sembrerebbe sottovalutare il ruolo del capitale reputazionale e degli incentivi derivanti dal rischio, in capo alla singola Agenzia, di una sanzione reputazionale relativa. Questo sarebbe evidentemente in contrasto con quanto detto nella prima parte del presente lavoro circa il valore chiave della reputazione nel mercato del rating e di come tale meccanismo sia di per sé in grado di "obbligare" l'Agenzia ad esercitare un livello minimodi *effort* sufficiente affinché essa resti sul mercato.

In secondo luogo, vi sarebbero almeno due ulteriori problemi legati all'applicazione concreta di tale rimedio. Da un lato, vi è la scelta critica della dimensione geografica dell'*Authority*: non è chiaro, infatti, se questa debba operare a livello nazionale, regionale o internazionale. Dall'altro, e soprattutto, esperienze di altri simili Organi pubblici mostrano evidenze della cosiddetta "*regulatory capture*" sia in relazione al potere politico che alle lobby del mercato (*Public Choice Theory*)²⁰¹. I rischi maggiori, da tale

²⁰⁰ Le Agenzie, come detto più volte, non sono infatti responsabili per la qualità del rating emesso; la legislazione americana ha stabilito, infatti, che la responsabilità nella fornitura di informazioni al pubblico sia paragonabile a quella dei giornalisti piuttosto che a quella dei revisori. Coerentemente, le CRA si sono sempre difese appellandosi al I Emendamento alla Costituzione americana sulla libertà di stampa e di opinione. Cfr. Partnoy, 2006, cit.

²⁰¹ Cfr. G.M. Buchanan and G. Tullock, *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, 1962; D.C. Mueller, *Public Choice III*, Cambridge University Press, 2003. Si vedano anche: J.S. Hellman, G. Jones, and D. Kaufmann, *Seize the State, Seize the Day*:

punto di vista, sono legati alla creazione di ulteriori spazi per conflitti di interesse tra i protagonisti del mercato del rating.

3.2 Apertura del mercato

Come noto, uno degli aspetti oggetto di maggiori critiche afferisce alla struttura del mercato del rating. In particolare, la forte concentrazione delle quote di mercato in capo alle tre CRA globali è per molti la causa principale della scarsa efficienza del rating. Di conseguenza molti contributi accademici insistono sulla necessità di “aprire” il mercato ad altri soggetti per limitare (o almeno attenuare) gli effetti anticompetitivi.

Secondo questa prospettiva, la struttura oligopolistica dell’Industria renderebbe particolarmente arduo osservare la qualità del rating sia per gli investitori che per le istituzioni regolamentari. Da una parte, la precisione delle valutazioni può essere asseverata solamente *ex post*, dall’altra l’esistenza di pochi *player* sul mercato tenderebbe a limitare l’effetto benefico del meccanismo reputazionale a detrimento dell’accuratezza del rating. Inoltre, i conflitti di interesse potenziali sarebbero direttamente proporzionali alla concentrazione del mercato, potendo le CRA porre più facilmente in essere comportamenti opportunistici (sia attraverso pratiche

State Capture, Corruption and Influence in Transition, World Bank Policy Research Working Paper, Settembre 2000; T.P. Lyon, *Capture or Contract?: the Early Years of Electric Utility Regulation*, Gennaio 2003; D. Hardy, *Regulatory Capture in Banking*, IMF Working Paper, Gennaio 2006; K. Hayes e L.L. Wood, *Utility Maximizing Bureaucrats: The Bureaucrat’s Point of View*, in *Public Choice Journal*, pagg. 69-83, Gennaio 2005; M.C. Stewart-Smith, *Industry Structure and Regulation*, World Bank Policy Research Working Paper, Febbraio 1995.

concordate tra esse che attraverso atteggiamenti collusivi con gli emittenti)²⁰². Sul versante degli *issuer*, invece, si registra la tendenza, anche essa esacerbata dall'esistente struttura del mercato, di fare *rating shopping* alla ricerca della valutazione migliore²⁰³.

Sulla base di tali riflessioni, si è aperto un acceso dibattito sull'opportunità di accrescere il grado di concorrenza nell'industria del rating. Alcuni autori hanno infatti dimostrato come una limitata competizione conduca a rating di minor qualità e che i conflitti di interesse si fanno potenzialmente più significativi in presenza di un mercato concentrato²⁰⁴. Ne consegue una proposta rimediata tesa ad aumentare il numero di soggetti deputati alla pubblicazione dei rating attraverso l'eliminazione dell'esistenti barriere legali e la conseguente creazione di un mercato maggiormente competitivo.

La tesi accolta nel presente lavoro nega di fatto l'utilità di un siffatto intervento quale correttivo efficace per un buon funzionamento del mercato del rating. L'argomento principale, sulla base del quale la proposta debba essere considerata non risolutiva, è quello dell'ordinalità degli obiettivi. Come premesso, infatti, lo scopo prioritario di un'utile azione di *policy* dovrebbe essere vincolato all'incremento dell'efficienza dell'attività delle CRA e al conseguente aumento della qualità dei rating (attraverso un corretto funzionamento del meccanismo reputazionale). Coerentemente a

²⁰² Partnoy, 2006, cit.

²⁰³ Cfr. B. Becker e T. Milbourn, *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, mimeo, Boston, Harvard Business School Working Paper N. 09-051, 2008; Bolton, Freixas e Shapiro, 2009, cit.; Freixas e Shapiro, Marzo 2009, cit.; L.P. Hsueh e D. S. Kidwell, *Bond Ratings: Are Two Better Than One?*, in *Financial Management*, Vol. 17, N. 1, pagg. 46-53, 1998.

²⁰⁴ Dittrich, 2007, cit.; Partnoy, 2006, cit.; White, 2001, cit.

questa visione, il numero delle Agenzie operanti sul mercato non ha immediato riscontro sulla *accuracy* delle valutazioni.

A sostegno di questa visione vi sono numerosi contributi. Alcuni autori, ad esempio, ritengono che l'esigenza di conservare la propria reputazione sia un deterrente sufficiente a scoraggiare comportamenti scorretti da parte delle Agenzie²⁰⁵. In un equilibrio di reputazione, come si è visto nella prima parte del presente lavoro, le Agenzie sono indotte a fornire rating di buona qualità perché il valore atteso dei profitti futuri è superiore al profitto temporaneo derivante dall'attribuzione di valutazioni meno accurate. Sul punto, Klein e Leffler (1981)²⁰⁶ e Kranton (2003)²⁰⁷, in diversi studi, giungono tutti alla medesima conclusione secondo la quale l'incremento della competizione potrebbe smorzare il funzionamento del meccanismo reputazionale. Anzitutto, la reputazione ha un valore se per l'Agenzia esiste una rendita futura; quando la competizione riduce la rendita l'incentivo al mantenimento della reputazione tende inevitabilmente a calare. Inoltre, in un mercato con domande elastiche, l'offerta potrebbe essere tentata di competere attraverso la diminuzione del prezzo con riflessi negativi sulla qualità del rating: un incremento delle imprese nell'Industria potrebbe non essere pertanto benefico. Becker e Milbourn (2008)²⁰⁸, attraverso il loro

²⁰⁵ Cfr. R. Cantor e F. Packer, *Sovereign Credit Ratings*, in *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 1, N. 3, pagg. 1-6.; R.C. Smith e W. Ingo, *Rating Agencies: Is There An Agency Issue?*, Working Paper, 2002.

²⁰⁶ B. Klein e K.B. Leffler, *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 89, N. 4, Agosto 1981, pagg. 615-641.

²⁰⁷ R. E. Kranton, *Competition and the Incentive to Produce High Quality*, in *Economica*, Vol. 70, 2003, pagg. 385-404.

²⁰⁸ B. Becker e T. Milbourn, 2008, cit.

studio empirico, forniscono un supporto essenziale alla teoria secondo la quale l'incremento della competizione si traduce in una diminuzione della qualità del rating e quindi diventa difficile sostenere l'equilibrio basato sul capitale reputazionale²⁰⁹. Infine, Butler e Rodgers (2003)²¹⁰ dimostrano empiricamente come una struttura di mercato più concentrata, riflettendosi in un aumento dei cosiddetti “*Relationship Ratings*”, possa tradursi in valutazioni con un maggior portato informativo (ed un più alto valore aggiunto) legato all'estrazione di informazione privata.

Da ultimo, è necessario segnalare due ulteriori fattori a supporto della potenziale inefficacia di un intervento in questa direzione. La mera eliminazione, ove possibile, dell'esistenti barriere “legali” all'ingresso del mercato del rating non sarebbe comunque in grado di aumentare il numero dell' Agenzie, rimanendo infatti in vita la barriera “economica” rappresentata dal capitale reputazionale detenuto dagli *incumbent* (unitamente alla possibilità per quest'ultimi di sfruttare economie di scala e di esperienza). Infine, appare significativo ricordare la tendenza, storicamente osservabile, ad operazioni di fusione tra CRA e/o di acquisizione delle Agenzie regionali da parte delle CRA globali che ha condotto all'attuale assetto di mercato²¹¹.

²⁰⁹ Strausz (2005) afferma che la rendita può motivare la produzione di un livello di qualità del rating non osservabile; nel suo modello a rating di qualità elevate sono associati alti profitti che possono sussistere solo in concorrenza imperfetta; più o meno come avviene attualmente. R. Strausz, *Honest Certification and the Threat of Capture*, in *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 23, 2005, pagg. 45-62.

²¹⁰ A.W. Butler e K.J. Rodgers, *Relationship Rating: How Do Bond Rating Agencies Process Information?*, EFA 2003 Annual Conference Paper N.491, 27 Giugno 2003; disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=345860>.

²¹¹ Per opportune approfondimenti sull'evoluzione storica del mercato del rating, vedi R. Sylla, 2002, cit.

3.3 Ritorno al “*subscribers-pay model*”

Il cambiamento del modello di *business* occorso, come detto, intorno alla metà degli anni Settanta rappresenterebbe oggi una delle principali problematiche che incidono sul corretto funzionamento del mercato del rating (oltre alle richiamate diffidenze circa una cattiva regolazione). Come si ricorderà, in precedenza erano gli stessi investitori ad acquistare direttamente il rating dalle Agenzie (*subscribers-pay model* o anche *investors-pay model*). A seguito dei citati eventi dei primi anni Settanta, le maggiori CRA hanno modificato la propria struttura di pagamento passando al modello cosiddetto *issuers-pay model*: gli emittenti pagano le Agenzie dalle quali saranno “giudicati”. Da ciò derivano le maggiori perplessità circa l’esistenza di enormi conflitti di interesse ampiamente discussi nel primo capitolo²¹². Perfino la SEC nel 2008 ha rilevato come sia abbastanza usuale che il *senior analyst* dell’Agenzia discuta con l’emittente delle commissioni sul rating insieme alla metodologia da utilizzare nella determinazione dello stesso e del suo livello, con evidenti preoccupazioni relative all’eventualità (non molto remota) che questi possano trovare un accordo al di là di una efficace procedura di *risk assessment*²¹³.

Con il tentativo di recuperare i necessari requisiti di autonomia e indipendenza delle CRA rispetto agli *issuer*, diversi autori hanno avanzato

²¹² Cfr., tra gli altri, Kormos, 2008, cit.; Partnoy, 2006, cit.; Dittrich, 2007, cit.; H. Lee, *Competition in the Credit Rating Industry*, Seoul National University, 28 Febbraio 2007.

²¹³ SEC, 2008, cit.

la proposta di tornare al precedente modello di *business* così da eliminare la fonte primaria del conflitto di interesse²¹⁴. I sostenitori di tale soluzione rimediale partono quindi dalla constatazione che sia il fenomeno del *rating inflation* che la minore accuratezza nelle valutazioni dipendano dal rapporto esistente tra le CRA ed emittenti. Da ciò deriva che la soluzione più appropriata sarebbe quella di far pagare gli investitori per i servizi di *risk assessment* sull'esempio delle analisi e/o previsioni economiche richieste agli analisti finanziari.

Sebbene condivisibile nell'intenzione di eliminare l'origine di una delle maggiori criticità affliggenti il mercato del rating, l'ipotesi di tornare al modello "*investors-pay*", oltre ad essere difficilmente attuabile in concreto, rischierebbe di non essere risolutiva. Anzitutto, ciò si tradurrebbe in un tipico problema di *free-riding* legato al carattere pubblico dell'informazione: una volta acquistato, il rating sarebbe infatti facilmente replicabile (a bassissimo costo) e diffuso tra gli investitori. Le Agenzie, in un siffatto sistema, avrebbero scarsi incentivi a produrre le proprie valutazioni, o comunque ad investire un adeguato livello di *effort*²¹⁵. In secondo luogo, per quanto concerne l'efficacia del modello proposto, va sottolineato che perfino nella condizione in cui sono gli investitori a pagare i rating non verrebbe assicurata la soluzione dell' *incentive problem*: i maggiori

²¹⁴ Cfr. A.J. Pollock, *What Shoul Society Want from Corporate Governance?*, American Enterprice Insitute for Public Policy Research, Febbraio 2006; J.D. Morley e R: Romano, 5 Giugno 2009, cit., pagg. 28; M. Pagano e P. Volpin, 2009, cit., pagg. 23.

²¹⁵ In una situazione paragonabile a quella del mercato dei *software* o dei cd musicali, ove i consumatori di replicare a bassissimo costo il prodotto (o la possibilità che questi vengano diffusi sul *web*).

investitori (o coloro che sono in grado di organizzare un acquisto cooperativo) sarebbero comunque in grado di condizionare le valutazioni, ad esempio inducendo le CRA ad astenersi dall'effettuare un *downgrade* delle emissioni sulle quali essi hanno investito massicciamente²¹⁶. Infine, anche se l'*investors-pay model* venisse accettato e implementato con successo, resterebbe comunque in piedi il rischio di collusione tacita tra gli *issuer* e le CRA, ove quest'ultime seguitassero ad offrire servizi consulenziali accessori al rating e/o i cosiddetti *pre-rating services*.

3.4 Una proposta di *policy*: la figura dell'arbitro designatore

Le criticità che hanno condotto, in più di un'occasione, al sostanziale fallimento del mercato del rating sono molteplici e occorrerebbe indagare in maniera specifica ciascuna di esse al fine di pervenire ad una certa soluzione della questione. Le responsabilità che pressoché tutti gli osservatori imputano alle Agenzie per lo scoppio e l'inasprirsi della recente crisi finanziaria, se da un lato hanno contribuito a far luce sulle problematiche fin qui affrontate, dall'altro rischiano di creare una certa confusione circa le possibili soluzioni. Questa complessità richiede pertanto un approccio orientato all'individuazione della "chiave di volta" che, se modificata, è idonea a produrre il maggior numero di effetti benefici. In quest'ultima parte, verrà proposto – senza l'ambizione di pervenire ad un modello esaustivo – un possibile rimedio volto a migliorare il mercato del rating a

²¹⁶ Cfr. M. Pagano e P. Volpin, 2009, cit.

vantaggio degli investitori/consumatori e, più in generale, per il perseguimento dell'efficienza del mercato dei capitali.

Il raggiungimento degli obiettivi proposti passa necessariamente attraverso un maggior grado di competizione tra le CRA sul livello di *accuracy* delle valutazioni e sulla loro capacità di estrarre informazioni private per determinare il merito di credito degli emittenti. Ciò si rifletterà evidentemente in una maggiore consapevolezza degli investitori e, in ultima istanza, in una ritrovata fiducia di questi nei confronti delle CRA. Gli *issuer*, a loro volta, saranno in grado di comunicare ai mercati la qualità delle proprie emissioni, aprendo così ulteriori possibilità di finanziamento dei propri progetti.

Il problema di prim'ordine (o, come definito sopra, la "chiave di volta") è quello individuato nell'analisi microeconomica svolta nella sezione 2.3 del presente lavoro e risiederebbe nel costante disallineamento tra gli obiettivi dell'*issuer* e quelli degli investitori, con il risultato negativo che le CRA non riescono ad esercitare il loro fondamentale ruolo di intermediari dell'informazione volto a colmare le esistenti asimmetrie informative. Come noto, infatti, mentre il mercato è interessato ad ottenere analisi accurate delle informazioni (in particolar modo quelle private) riguardanti gli emittenti, questi ultimi sono invece alla continua ricerca di rating più alti (o di revisioni al rialzo) in grado di ridurre significativamente il costo del capitale (estendendo potenzialmente il numero di finanziatori).

In questo contesto, si ritiene di dover procedere ad un'analisi del rating sulla base della letteratura citata nel capitolo precedente, la quale individua

utilmente il mercato del rating nell'ottica dei mercati cosiddetti “*two sided*”²¹⁷. Nello specifico, è possibile riconoscere in questo *framework* alcuni dei caratteri della cosiddetta *common agency*²¹⁸, ove l’Agenzia di rating ricopre un ruolo di *agent* alle dipendenze di due *principal*: da una parte, il mercato degli investitori; dall’altra, gli emittenti. I due *principal* hanno, lo si ribadisce, obiettivi diversi e parzialmente configgenti; di conseguenza tendono a fornire incentivi alle CRA non allineati. E poiché il modello di *business* attualmente applicato è quello “*issuers-pay*” (così come descritto nella prima parte), gli incentivi monetari provengono esclusivamente dal lato degli emittenti, i quali sono in una posizione migliore per “influenzare” il comportamento delle CRA.

Secondo una prospettiva di *law and economics*, un intervento di *policy* dovrebbe essere teso a modificare sostanzialmente la condizione rappresentata, “spezzando” il più forte *binomio* tra gli emittenti e l’Agenzia e ricomponendo una situazione di equidistanza tra le CRA e i due “lati” della piattaforma (il mercato del rating, appunto). Tale obiettivo può essere teoricamente raggiunto attraverso due fondamentali interventi. Il primo, e più immediato, consisterebbe in una parziale correzione dell’attuale struttura dei pagamenti. Sulla base degli insegnamenti provenienti dalla teoria dei

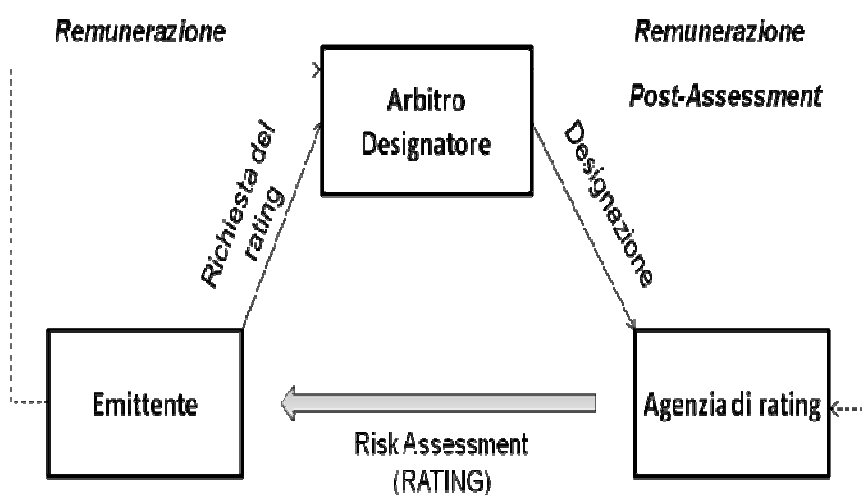
²¹⁷ Si ricorda, schematicamente, che un mercato *two-sided* può essere definito come una piattaforma in grado di mettere in relazione due (o più) utilizzatori finali che altrimenti non avrebbero possibilità di interagire. J.C. Rochet e J. Tirole, *Two-Sided Markets: An Overview*, 26 Novembre 2001; J.C. Rochet e J. Tirole, *Platform Competition in Two-Sided Markets*, European Economic Association, Vol. 1, N. 4, Giugno 2003, pagg. 990-1029. Per una visione del mercato del rating come mercato *two-sided*, si veda: E.R. Fasten e D.L. Hofmann, *Two-Sided Certification. The Market for Rating Agencies*, 2009, cit.

²¹⁸ B.D. Bernheim e M.D. Whinston, *Common Agency*, in *Econometrica*, Vol. 54, N. 4, Giugno 1986, pagg. 923-942.

mercati bilaterali, infatti, ogni “lato” della piattaforma dovrebbe corrispondere alla stessa (in questo caso, all’Agenzia) un trasferimento monetario tale da internalizzare completamente le esternalità prodotte dall’attività di rating sull’altro versante del mercato²¹⁹. Ciò implicherebbe una struttura di pagamenti ripartita proporzionalmente tra *issuer* e investitori difficilmente percorribile nella pratica principalmente a causa della natura pubblica del servizio offerto (informazione)²²⁰.

La seconda possibilità, ancorché mediata, risulta invece più facilmente attuabile. Essa consiste nell’introduzione di un soggetto, un arbitro designatore, in una posizione mediana e di intermediazione tra gli emittenti e le CRA, in grado di eliminare i vincoli di agenzia tra loro esistenti (*Vedi Figura 10*)²²¹.

Figura 10: Il ruolo dell’arbitro designatore nel mercato del rating



²¹⁹ D. Martimort, e L.A.Stole, *Contractual Externalities and Common Agency Equilibria*, CESifo Working Paper Series N. 581, Ottobre 2001; disponibile *on line* su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=28768>.

²²⁰ Similmente a quanto detto, nel paragrafo 3.4, circa le difficoltà legate all’attuazione concreta della proposta di tornare all’*investors-pay model*.

²²¹ Cfr., sul punto, Mathis, McAndrews e Rochet, 2009, cit.

Il funzionamento del meccanismo rappresentato può essere sintetizzato come segue. L'emittente, invece di contattare direttamente l'Agenzia così come avviene oggi, si rivolge ad un'entità intermedia (arbitro designatore) per ottenere un rating. L'arbitro, quindi, procede alla designazione di un'Agenzia sulla base di un criterio specifico. Ad esempio, questi potrebbe aggiornare periodicamente un *ranking* delle CRA esistenti sulla base delle loro *performance* e associare in maniera direttamente proporzionale la magnitudine dell'emissione allo standard qualitativo storicamente dimostrato dalle Agenzie: per emissioni via via più grandi verranno progressivamente designate le CRA che ricoprono la posizione più alta nel *ranking*.

A questo punto l'Agenzia preposta effettua la propria attività di *risk assessment* al termine della quale comunicherà il livello di rating deciso. Prima della sua pubblicazione, l'emittente corrisponde il prezzo dovuto all'arbitro che si occuperà del trasferimento della remunerazione monetaria all'Agenzia. Infine, lo stesso arbitro sarà deputato al monitoraggio dell'operato della stessa, verificando *ex post* la corrispondenza (sia verso l'alto che verso il basso) del rating assegnato al merito di credito dimostrato dall'emittente, aggiornando in tal modo il *ranking* e ponendo così le basi per le successive designazioni.

Questo sistema sarebbe potenzialmente idoneo a ripristinare la centralità del ruolo del capitale reputazionale. Mentre, infatti, nel modello di *business* attuale si assiste ad un *trade-off* tra incentivi monetari che si tradurrebbero in comportamenti (e rating) più "elastici" da parte delle CRA nei confronti

degli *issuer* committenti, e necessità di mantenimento di capitale reputazionale attraverso la segnalazione al mercato di un alto livello di *accuracy* posto nella valutazione, l'introduzione della figura dell'arbitro designatore definirebbe la condizione di equilibrio descritta nel paragrafo 2.2.

L'internalizzazione degli *agency cost* e l'eliminazione del rischio di collusione tra le CRA e gli *issuer* (condizione, quest'ultima, sintetizzata nel paragrafo 2.3) consente pertanto al mercato del rating un funzionamento efficiente ed efficace volto all'intermediazione delle informazioni tra gli emittenti ed il mercato. In termini più generali, questo si tradurrebbe in una maggiore accuratezza delle valutazioni da parte delle Agenzie (più alta qualità del rating) ed in una maggiore possibilità di finanziamento – con un costo del capitale minore – dei progetti imprenditoriali sui mercati finanziari.

Il modello proposto si compone di diversi corollari, aventi tutti l'obiettivo di migliorare ulteriormente l'implementazione dello stesso, afferenti la condotta e la *governance* dei protagonisti del rating (Agenzie ed arbitro). Per quanto concerne il primo aspetto, le CRA dovrebbero altresì adottare ragionevoli misure per assicurare che l'informazione che usano sia di qualità sufficiente per supportare rating credibili. Se il rating relativo ad un prodotto finanziaria si basa ad esempio su un *record* ridotto di informazioni,

l’Agenzia dovrebbe rendere note le limitazioni del rating²²². Esse, inoltre, dovrebbero assicurare che un adeguato livello di risorse sia esclusivamente dedicato al monitoraggio e all’aggiornamento dei propri rating (attraverso, ad esempio, apposite funzioni di revisione affidate ad analisti *senior*). A tal fine, sarebbe opportuno che adottassero politiche e procedure per la revisione del lavoro degli analisti e conducessero revisioni formali periodiche delle politiche di remunerazione e dei dipendenti. Infine, le Agenzie – con il supporto dell’arbitro designatore – dovrebbero contribuire allo sviluppo di una maggiore comprensione del rating da parte degli investitori e dei limiti connessi relativamente a particolari tipi di prodotti finanziari attraverso una chiara indicazione degli attributi e delle limitazioni di ciascun rating e i confini entro i quali l’informazione fornita dagli emittenti è verificata. Tutto ciò potrebbe realizzarsi imponendo alle CRA di accompagnare alla sintesi alfanumerica un giudizio, ancorché sintetico, che dia conto delle metodologie utilizzate e delle fasi dell’intero processo di *risk assessment* e di monitoraggio.

Con riferimento all’aspetto della *governance*, si potrebbe intervenire sulla composizione dei *board* delle CRA, così come immaginare una proficua struttura di gestione dell’organo arbitrale. Le Agenzie, infatti, dovrebbero prevedere un numero minimo di membri indipendenti all’interno dei loro Consigli di Amministrazione la cui remunerazione non sia variabile della *performance* e del *business* delle Agenzie. Ciò dovrebbe assicurare il

²²² Mentre l’arbitro designatore potrebbe pubblicare informazioni storiche quantificabili relative alla performance delle CRA per assicurare la piena trasparenza ed incentivare le Agenzie ad esercitare continuamente un elevato livello di *effort*.

mercato rispetto ad eventuali rischi di *collusion* e di altre pratiche anticompetitive (relative, ad esempio, alle politiche di prezzo del rating) rimaste insolte anche dopo l'introduzione dei rimedi proposti.

La funzione di arbitro designatore, invece, potrebbe essere utilmente svolta da un Organo pubblico sovranazionale avente giurisdizione nell'ambito di una dimensione geografica Regionale (ad esempio: Europa, Stati Uniti, Asia). All'interno del *board* andrebbero coerentemente rappresentati tutti gli *stakeholder* del sistema del rating (*manager* delle CRA e degli emittenti; investitori istituzionali; istituti bancari, istituti assicurativi, piattaforme di *trading*, ecc.) al fine di creare un adeguato meccanismo di “controlli e contrappesi” (*checks and balances*) volto a scongiurare derive di singoli comportamenti opportunistici a detrimento di ciascun soggetto coinvolto nel rating²²³.

La soluzione di *policy testé* schematizzata, individuando nella “coalizione” tra CRA ed emittenti attualmente esistente la “chiave di volta” per la soluzione delle problematiche afferenti il mercato del rating, intende fornire un contributo al necessario miglioramento dell'assetto attuale, messo fortemente in discussione soprattutto all'indomani della crisi finanziaria del 2007. Ciò non esclude, evidentemente, l'opportunità di ricomprendere anche alcuni corollari – di cui è stata fornita una breve (e probabilmente parziale) elencazione – e non rende il modello privo di criticità legate alla sua

²²³ Sul punto, è comunque necessario sottolineare il rischio di un aumento dei “costi decisionali” attesi, che – come noto – sono direttamente proporzionali al numero dei membri all'interno del gruppo decisionale e della varietà degli interessi ivi rappresentati. Si veda, per maggiori approfondimenti, la trattazione circa il tema della “*contrattazione a n-persone all'interno di un gruppo di dimensioni fisse*” proposto da Buchanan e Tullock, 1962, cit., pagg. 163 e ss.

applicazione concreta²²⁴ che lasciano senz'altro spazio ad ulteriori e successivi approfondimenti. Ad ogni modo, lo sforzo è stato quello di individuare un meccanismo, compatibile con l'attuale assetto di mercato, che avesse come imperativo quello di non depotenziare il rating per giungere ad un mercato dei capitali più efficiente. Se le Agenzie sono nate per ovviare ad un fallimento del mercato – attenuando con la loro operatività le asimmetrie informative tra emittenti ed investitori – relegarle ad un ruolo minore finirebbe necessariamente per danneggiare il funzionamento dei mercati finanziari in quanto esporrebbe gli operatori a condizioni più gravi di informazione parziale e ridurrebbe l'ammontare della ricchezza ivi generata.

²²⁴ Oltre a quanto sottolineato circa l'aumento dei “costi decisionali”, potrebbero ad esempio sollevarsi questioni relative al rischio di un eccessivo aumento del costo del rating. In un contesto, come quello descritto, in cui le Agenzie sono obbligate ed esercitare continuamente un alto livello di *effort* e sono “punite” nel caso di valutazioni errate, è facile immaginare un incremento dei costi unitari del rating in capo alle Agenzie e, in ultima istanza, prezzi più alti per gli emittenti.

Conclusioni

Secondo la definizione fornita da Moody's il rating è <<un'opinione sulla capacità futura di un emittente di adempiere alle scadenze prestabilite al pagamento del capitale e degli interessi relativi a una specifica obbligazione>>²²⁵. Per S&P, esso è <<un'opinione sul merito di credito complessivo del debitore oppure sul merito di credito del debitore con riferimento ad una particolare obbligazione finanziaria, valutato sulla base di una serie di fattori di rischio rilevanti>>²²⁶. Lo scopo del rating sarebbe, pertanto, quello di aumentare l'efficienza del mercato dei capitali fornendo agli operatori opinioni affidabili, tempestive, corrette e indipendenti sulla probabilità che un emittente sarà in grado di ripagare sia il capitale che gli interessi dello strumento al quale è stata attribuita una valutazione da parte delle Agenzie.

Sulla base di tali definizioni è possibile ripercorrere i punti essenziali del vasto dibattito intorno al mercato del rating e ai suoi protagonisti, dal quale si sollevano numerose voci critiche e proposte di possibili soluzioni ai fallimenti dell'attuale modello emersi in tutta la loro evidenza in occasione della recente crisi finanziaria globale.

Anzitutto va sottolineato come le due maggiori CRA indichino il rating come una loro mera opinione probabilistica circa la realizzazione di un futuro stato del mondo. Tale convinzione, come si è detto più volte nel

²²⁵ <http://v3.moodys.com/ratings-process/How-to-Get-Rated/002001>.

²²⁶ <http://www.standardandpoors.com/ratings/en/us/>.

presente lavoro, si è tradotta negli anni in una vera e propria esenzione da qualunque tipo di responsabilità giuridica nei casi di erronee valutazioni: sul punto, si ricorderà il ricorso da parte delle Agenzie al I Emendamento alla Costituzione Americana. A ciò si aggiungerebbe una sostanziale mancanza di *accountability* anche in senso economico, ove il rischio di sanzione reputazionale relativa in capo alla singola Agenzia – e quindi la perdita potenziale di quote di mercato – è ridotto al minimo a causa delle imperfezioni che attualmente caratterizzano il mercato del rating. Prima di mettere insieme i vari tasselli che compongono il *framework* di riferimento, è opportuno chiarire che il rating difficilmente può essere associato ad una semplice opinione. Un approccio che tenda a relegare l'attività delle CRA ad una funzione semi-giornalistica determina una visione molto parziale del contesto e impedisce una corretta analisi (e soluzione) dei problemi esistenti.

Per gli emittenti che vogliono accedere ai mercati finanziari al fine di ottenere capitali a un costo più basso rispetto a quello che sosterebbero ricorrendo ad altre forme di finanziamento, richiedere il rating è infatti cruciale²²⁷. Esso è in grado di sintetizzare una vasta gamma di informazioni sia qualitative che quantitative sul profilo di rischio in un semplice valore alfanumerico, al quale è associata una determinata probabilità di *default*. La semplicità di questo *ranking* permette anche agli investitori meno esperti di

²²⁷ In generale, essi avranno interesse ad ottenere rating più alti – almeno al di sopra della soglia *investment grade* – dato che il tasso di interesse richiesto dall'investitore, come noto, cresce in maniera proporzionale al profilo di rischio dell'emittente e il rating ne sintetizza una valutazione probabilistica.

“comprare” il rischio di credito relativo ad un’ampia varietà di strumenti di debito.

Le CRA vengono pertanto ad assumere un ruolo centrale all’interno dei mercati finanziari, attenuando le asimmetrie informative esistenti e incentivando lo sviluppo dei mercati stessi. Si è infatti detto come gli investitori, da soli, non siano in grado di osservare la qualità degli emittenti (sia per ragioni “tecniche” che economiche²²⁸) e come ciò rischi di tradursi in una allocazione inefficiente delle risorse. La funzione economica del rating sarebbe pertanto quella di prevenire i tipici fallimenti di mercato associati a condizioni di informazione imperfetta quali l’*adverse selection* e il *moral hazard*. L’attività di *risk assessment* effettuata dalle Agenzie e le successive pubblicazioni, infatti, permettono al mercato una conoscenza immediata della probabilità di ritorno degli investimenti, assicurando un impiego efficiente dei capitali. Inoltre, le CRA compiono un’azione di monitoraggio sugli *issuer* i quali, sapendo di essere osservati e giudicati, saranno disincentivati dal porre in essere comportamenti opportunistici.

A partire da queste considerazioni circa la centralità del sistema del rating, il presente lavoro di ricerca si è posto l’obiettivo di indagare – anche sulla base della relativa letteratura gius-economica – le caratteristiche e le peculiarità dell’attuale assetto di mercato con lo scopo di individuare le possibili cause del suo funzionamento sub-ottimale e di riflettere su alcune

²²⁸ Oltre all’onerosità di un’eventuale attività di monitoraggio privata da parte degli investitori, è evidente come questi non siano il più delle volte soggetti sufficientemente “s sofisticati”, in grado processare le variabili rilevanti ai fini di una corretta valutazione del merito di credito. Infine, contrariamente alle Agenzie, essi non hanno accesso alle informazioni private sull’*issuer*.

proposte di *policy* rimediali. A livello internazionale, infatti, il dibattito circa il perfezionamento del mercato del rating è incentrato su due posizioni fondamentali, sebbene ciascuna abbia diverse sfumature e peculiarità: da un lato, ci si interroga su *come* migliorare la qualità del processo di *risk assessment* e aumentare così l'affidabilità delle Agenzie; dall'altro, il *focus* è incentrato sulla creazione di un nuovo modello, fatto di attori, meccanismi ed istituzioni differenti, in grado di assicurare *performance* più efficienti ed efficaci e, in ultima istanza, di aumentare la fiducia dei mercati nei confronti delle CRA.

Nel primo capitolo è stata presentata un'analisi del sistema del rating. Dapprima, si è chiarito il suo significato ed è stata descritta in maniera approfondita la metodologia di *risk assessment*, dando evidenza dei progressivi *step* nel percorso di assegnazione delle valutazioni da parte delle Agenzie: dalla richiesta del rating, fino alla pubblicazione dei noti codici alfanumerici, passando per un'analisi qualitativa e quantitativa dell'emittente e del contesto nel quale esso opera. In questa fase, è di fondamentale importanza che le CRA esercitino un adeguato livello di *accuracy* teso ad estrarre il maggior numero di informazioni private relative all' *issuer*, così che il giudizio attribuitogli rispecchi in maniera fedele il suo merito di credito.

In seguito, è stata approfondita la funzione economica del rating e le principali caratteristiche di tale mercato, evidenziandone, di volta in volta, le criticità. La prima e più evidente di queste consiste in una struttura oligopolistica, con la presenza di tre Agenzie globali aventi una quota di

mercato congiunta prossima al 94%. Sul punto, si registrano numerose perplessità, sia da parte del mondo accademico che da parte degli osservatori e degli operatori economici, circa l'opacità del mercato e la scarsa competizione tra i suoi protagonisti. Ciò soprattutto in ragione del peculiare modello di *business* consistente in una struttura di pagamenti diretta, ove l'emittente corrisponde all'Agenzia il pagamento dovuto per il rating commissionato (*issuer-pay model*) con evidenti ripercussioni negative in termini di conflitti di interesse. Le CRA, infatti, sono continuamente di fronte ad un *trade-off* tra l'opportunità di attrarre clienti attraverso comportamenti meno rigidi e la necessità di mostrarsi al mercato come soggetti altamente professionali in grado di effettuare valutazioni in maniera indipendente ed autonoma rispetto agli emittenti.

Preservare il proprio capitale reputazionale è, infatti, basilare per le CRA. Esse riescono ad operare solo in ragione della reputazione di cui godono presso i mercati e gli emittenti. Come rappresentato nella prima parte, infatti, le Agenzie trasferiscono insieme al rating parte del loro capitale reputazionale all'*issuer*, permettendo a quest'ultimo di presentarsi alla platea dei finanziatori. Questi, a loro volta, tenderanno a confidare nella bontà delle valutazioni quando riconoscono all'Agenzia un' *expertise* adeguata, unitamente ai requisiti di autonomia ed indipendenza.

Le complessità appena descritte sono esacerbate dal consolidamento di alcune pratiche poste in essere sia dalle Agenzie (prestazione di servizi ancillari, rating non richiesti, prociclicità del rating e profezie autorealizzanti) che dagli investitori (regola del doppio rating e *rating*

shopping). Nella prima parte, pertanto, è stata data ampia evidenza a tali questioni che, ancorché accessorie, tendono comunque ad amplificare gli effetti dei fallimenti di una architettura di mercato inefficiente.

Nell'ultima parte del primo capitolo, invece, è stato sintetizzato l'attuale assetto regolatorio riguardante il sistema del rating. Come evidenziato da più parti, infatti, una fonte ulteriore di problemi deriverebbe proprio dalla cattiva regolazione, sia in ambito statunitense che comunitario. In particolare, si sottolinea come essa abbia progressivamente creato una barriera legale all'ingresso tale da impedire a nuovi soggetti il riconoscimento necessario per la pubblicazione di rating legalmente validi, limitando ulteriormente il grado concorrenziale nel mercato del rating.

Nella seconda parte del lavoro, viene fornita un'analisi economica del rating attraverso l'introduzione di un modello di *monitoring* volto a giustificare l'esistenza delle Agenzie quali soggetti intermediari dell'informazione tra gli *issuer* e gli emittenti. Si è mostrando come il rating sia fondamentale per il buon funzionamento dei mercati finanziari in quanto attiva un meccanismo idoneo a risolvere i problemi di "azzardo morale" e "selezione avversa". Il modello individua utilmente quello del rating come un mercato bilaterale, ove è possibile riconoscere i tratti della cosiddetta *common agency*: le CRA, infatti, sono "agent" sia degli investitori che degli emittenti. Esse, come predetto dal modello, operano *ex ante*, fornendo indicazioni sulle future possibilità di redditività dell'*issuer* e consentono così il finanziamento di progetti che altrimenti non verrebbero presi in

considerazione dal mercato a causa delle esistenti asimmetrie informative tra imprenditori e investitori.

La terza ed ultima sezione offre spazio ad alcune considerazioni di *policy* volte a correggere, attraverso modalità differenti, le storture del sistema attuale. Sono stati quindi analizzati in un'ottica di *law and economics* i tre principali rimedi proposti in letteratura: la previsione di un'Authority deputata al controllo dell'operato delle Agenzie; un *set* di interventi volti ad aprire il mercato a nuovi soggetti; il ritorno al precedente modello di *business* cosiddetto *subscribers-pay model*. Sebbene sia possibile riscontrare aspetti positivi in ciascuna proposta, si spiega come esse siano difficilmente attuabili in concreto e, ove lo fossero, finirebbero per attenuare solo parzialmente le criticità esistenti.

Lo sforzo maggiore, da questo punto di vista, è stato pertanto quello volto ad individuare la “chiave di volta” all'interno del complesso meccanismo del rating: quella, cioè, che, se modificata, è in grado di produrre il maggior numero di effetti benefici. Nell'ultima parte del capitolo viene quindi proposto – senza l'ambizione di pervenire ad un modello esaustivo – un possibile rimedio volto a migliorare il mercato del rating a vantaggio degli investitori/consumatori e, più in generale, per il perseguimento dell'efficienza del mercato dei capitali. Il raggiungimento degli obiettivi proposti passa necessariamente attraverso un maggior grado di competizione tra le CRA sul livello di *accuracy* delle valutazioni e sulla loro capacità di estrarre informazioni private per determinare il merito di credito degli emittenti.

Si è partiti dalla condizione, descritta anche nel secondo capitolo, di costante disallineamento tra degli obiettivi degli *issuer* (alla continua ricerca di rating più alti) e quelli degli investitori (interessati ad analisi accurate, puntuali ed oggettive). Esistendo un trasferimento monetario soltanto su uno dei due versanti – quello degli emittenti – questi ultimi riescono ad influenzare il comportamento delle CRA, le quali mancano di esercitare adeguatamente la propria funzione economica.

Le conclusioni della presente ricerca vanno pertanto nella direzione di intervenire sull'aspetto istituzionale del mercato, attraverso l'introduzione di un soggetto che intermedia i rapporti tra Agenzia ed emittente. Il secondo, nel modello proposto, non contatta direttamente la prima per ottenere il rating; egli si rivolgerà infatti ad un arbitro che designerà l'Agenzia competente, sulla base di un *ranking* stilato rispetto alle *performance* delle CRA, associando in maniera direttamente proporzionale la magnitudine dell'emissione allo standard qualitativo da queste storicamente dimostrato.

Lo schema non modifica l'ormai consolidato modello di *business issuers-pay*, in quanto l'emittente continua a corrispondere il prezzo dovuto all'Agenzia, ma è l'arbitro che si occupa del trasferimento della remunerazione monetaria alla stessa. Infine, lo stesso arbitro è deputato al monitoraggio dell'attività delle CRA: esso verifica *ex post* la corrispondenza (sia verso l'alto che verso il basso) del rating assegnato al merito di credito dimostrato dall'emittente, aggiornando in tal modo il *ranking* e ponendo così le basi per le successive designazioni.

In questo modo è possibile internalizzare gli *agency cost* ed eliminare il rischio di collusione tra le CRA e gli *issuer*, consentendo al mercato un funzionamento efficiente ed efficace. In termini più generali, ciò si tradurrebbe in più elevati standard qualitativi delle procedure di *risk assessment* ed in una maggiore possibilità di finanziamento – con un costo del capitale minore – dei progetti imprenditoriali sul mercato dei capitali.

Bibliografia

Akerlof G.A., *The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism*, Q. J. Econ., 1970.

Alchian A.A. e Demsetz H., *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in American Economic Review, Vol. 65 N. 5, 1972, pagg. 777-795.

Allen F., *Reputation and Product Quality*, in RAND Journal of Economics, Vol. 15, N. 3, 1984, pagg. 311-327.

Altman E.I. e Rijken H.A., *The Effects of Rating Through the Cycle on Rating Stability, Rating Timeliness and Default Prediction Performance*, NYU Working Paper N. FIN-05-004, Marzo 2005.

Altman E.I. e Rijken H.A., *How Rating Agencies Achieve Rating Stability*, NYU Working Paper N. S-CDM-03-12, Dicembre 2003.

Amato J.D. e Furfine C.H., *Are Credit Ratings Procyclical?*, in Journal of Banking and Finance, Vol. 28, N. 11, pagg. 2641-2677.

Ang J. e Patel K., *Bond Rating Methods: comparison and validation*, in Journal of Finance, Vol. XXX, N. 2., pagg. 631-640, Maggio 1975.

Avgouleas E., *Financial Regulation, Behavioral Finance, and the Global Credit Crisis. In Search of a new Regulatory Model*, Draft of 26, 2008.

Baker A., Hudson D. e Woodward R., *Governing financial globalization: international political economy and multi-level governance*, Londra, Routledge, 2005.

Baltensperger E., *Credit Rationing: Issues and Question*, in Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 10, 1978, pagg. 170-183.

Bannier C.E., and Tyrel M., *Modelling the role of credit rating agencies - Do they spark off a virtuous circle?*, Working Paper Goethe University Frankfurt am Main No 160, 2006.

Bannier C., Tyrell M., *The Economics of Rating Watchlists: Evidence from Rating Changes*, Working Paper, 2007.

Bannier C., Behr P. e Guttler A., *Do Unsolicited Ratings Contain a Strategic Rating Component? Evidence from S&P*, Working Paper, Marzo 2008.

Basel Committee on Banking Supervision, *Credit Ratings and Complimentary Sources of Credit Quality Information*, Working Papers N. 3, Basilea, 2000.

Becker B. e Milbourn T., *Reputation and Competition: Evidence from the Credit Rating Industry*, mimeo, Boston, Harvard Business School Working Paper N. 09-051, 2008.

Benabou R.J. e G. Laroque, *Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, in Quarterly Journal of Economics, Vol. 107, N. 3, 1992, pagg. 921-958.

Benveniste L.M., Busaba W.Y., Wilhelm Jr. W.J., *Price Stabilization as a Bonding Mechanism in New Equity Issues*, Working Paper, Ottobre 1994.

Bernheim B.D. e Whinston M.D., *Common Agency*, in Econometrica, Vol. 54, N. 4, Giugno 1986, pagg. 923-942.

Besanko D., Dranove D., Shanley M., *Economics of Strategy*, Seconda Ed., 1998.

Best J., *The Limits of Financial Risk Management: or, "What We Didn't Learn From the Asian Crisis"*, Discussion Paper, International Studies Association Conference, New York, 16 Febbraio 2009.

BIS, *Credit Rating and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Working Paper N. 3, Agosto 2000.

Blankfein L., *Do Not Destroy the Essential Catalyst of Risk*, in Financial Times, 8 Febbraio 2009.

Blume, M.E., Lim F., e MacKinlay A.C., *The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality*, in Journal of Finance, Vol. 53, N. 4, 1998, pagg. 1389-1413.

Bolton P., Freixas X. e Shapiro J., *The Credit Ratings Game*, NBER Working Paper N. 14712, 2009.

Bolton P. e Dewatripont M., *Contract Theory*, Cambridge, MA, MIT Press, 2005.

Boom A., *A Monopolistic Rating Agency*, Working paper Freie Universitat-Berlin, 2001.

Boot A.W., Milbourn A., Todd T. e Anjolein S., *Credit Ratings as Coordination Mechanisms*, The Review of Financial Studies, Vol. 19, N. 1, 2006, pagg. 81-118.

Bris A., Schwartz A., Welch I., *Who Should Pay for Bankruptcy Costs?*, Yale International Centre for Finance, Working Paper N. 03-08, Febbraio 2004.

Brookfield D. e Ormrod P., *Credit Agency Regulation and the Impact of Credit Ratings in the International Bond Market*, in European Journal of Finance, Vol. 6, N. 4, 2000, pagg. 311-331.

Buchanan G.M. e Tullock G., *The Calculus of Consent. Logical Foundations of Constitutional Democracy*, University of Michigan Press, 1962.

Butler A.W. e Rodgers K.J., *Relationship Rating: How Do Bond Rating Agencies Process Information?*, EFA 2003 Annual Conference Paper N. 491, 27 Giugno 2003.

Byoun S. e Shin Y.S., *Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis*, Working Paper, 2002.

Cannata F., D'Auria C., *Ratings esterni delle imprese e variabili di bilancio: un'analisi empirica*, Working Paper, 2000.

Cannata F., *La componente quantitativa dei rating delle agenzie: alcune evidenze empiriche*, Luiss Edizioni, 2002.

Cantor R. e Packer F., *Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry*, in Journal of Banking and Finance, Vol. 21, N. 10, Ottobre 1997, pagg. 1395-1417.

Cantor R. e Packer F., *Multiple Ratings and Credit Standards: Differences of Opinion in the Credit Rating Industry*, Federal Reserve Bank of New York Research Paper N. 9527, 1995.

Cantor R. e Packer F., *Sovereign Credit Ratings*, in *Economics and Finance*, Vol. 1, N. 3, Giugno 1995.

Cantor R. e Packer F., *The Credit Rating Industry*, in *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, Vol. 19, N. 2, 1994.

Champsaur, A., *The Regulation of Credit Rating Agencies in the U.S. and the E.U.: Recent Initiatives and Proposals*, Harvard Law School, 2005.

Chiappori P.A., Salanié B., e Salanié F., *When Does Hidden Information Matter?*, mimeo IDEI Toulouse, 2004.

Cho In-Koo e Kreps D.M., *Signaling Games and Stable Equilibria*, in *Quarterly Journal of Economics*, Maggio 1987.

Coffee J.C., *Gatekeepers, The Professions and Corporate Governance*, Oxford, 2004.

Coffee J.C., *Understanding Enron: it's about the Gatekeepers, Stupid*, Columbia Law and Economics Paper, Luglio 2002.

Coffee J.C., *The Acquiescent Gatekeepers: Reputational Intermediaries, Auditor Independence, and the Governance of Accounting*, The Centre for Law and Economic Studies, Columbia Law School Working Paper N. 191, Maggio 2001.

Coffee J.C., *Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System*, in *Virginia Law Review*, Vol. 70, N. 4, 1984, pagg. 717-753.

Commissione Europea, *Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies*, 12 Novembre 2008.

Cossin D. e Hricko T., *Exploring for the Determinants of Credit Risk in Credit Default Swap Transaction Data*, EFMA 2001 Lugano Meetings, Maggio 2001.

Covitz D.M., and Harrison P., *Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate*, FEDS Working Paper N. 68, 2003.

Crawford V. e Sobel J., *Strategic Information Transmission*, in *Econometrica*, Vol. 50, pagg. 1431 – 1451.

Crouhy M., Galai D., and Mark R., *Prototype Risk Rating System*, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, N.1, 2001, pagg. 47-95.

Cuthbertson K. e Nitzsche D., *Quantitative Financial Economics*, J. Wiley Press; trad. it. “Economia finanziaria quantitativa”, a cura di G. Ferri, Bologna, il Mulino, 2005.

Demsetz H. and Villalonga B., *Ownership Structure and Corporate Performance*, 2001.

Denzau A.T. e McKay R., *Gatekeeping and Monopoly Power of Committees: an Analysis of Sincere and Sophisticated Behaviour*, in *American Journal of Political Science*, Vol. 27, N. 4, Novembre 1983, pagg. 740-761.

Diamond D.V., *Financial intermediation and delegated monitoring*, in *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 1984, pagg. 393-414.

Diamond D.V., *The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt*, *Journal of Political Economy*, Vol. 99, N. 4, 1991, pagg. 689-721.

Dittrich, F., *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Working Paper Series, Giugno 2007.

Dooley M., Folkerts-Landau D. e Garber P., *The revised Bretton Woods system*, in *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 9, N. 4, 2004, pagg. 307-313.

Dyck A. e Zingales L., *Private Benefits of Control: An International Comparison*, in *Journal of Finance*, Vol. 59, 2004, pagg. 537 e ss.

Fama E.F., *Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*, in *Journal of Finance*, Vol. 25, N. 2, 1970, pagg. 383-417.

Fasten E.R. e Hofmann D.L., *Two-sided Certification: The Market for Rating Agencies*, in Verein für Socialpolitik- Magdeburg, 27 Febbraio 2007.

Ferri G. e Lacitignola P., *Le Agenzie di rating. Tra crisi e rilancio della finanza globale*, il Mulino, 2009.

Ficht A., *The Rating Game*, Wiley, Chichester, 2001.

Fraixas X. e Shapiro J., *The Credit Rating Industry: Incentives, Shopping, and Regulation*, VoxEu.org, 18 Marzo, 2009.

Frost, C.A., *Credit Rating Agencies in Capital Markets: A Review of Research Evidence on Selected Criticism of the Agencies*, Working Paper, Marzo 2006.

Gomez-Gonzalez J.E., Acevedo P., Garcia F.P. e Zamudio Gomez N.E., *An Alternative Methodology for Estimating Credit Quality Transition Matrices*, in Banco de la República Borradores de Economía N. 448, Dicembre 2007.

Gonzalez F., et al., *Market Dynamics Associated with Credit Ratings: A Literature Review*, ECB Occasional Paper, Giugno 2004.

Hamilton D.T., James J., e Webber N., *Copula Methods and the Analysis of Credit Risk*, Working Paper Series, Gennaio 2001.

Hansmann H., and Kraakman R., *Agency Problems and the Legal Strategy*, Febbraio 2004.

Hayes K., Wood L.L., *Utility Maximizing Bureaucrats: The Bureaucrat's Point of View*, Public Choice Journal, pp. 69-83, Gennaio 2005.

Hardy D., *Regulatory Capture in Banking*, IMF Working Paper, January 2006.

Harcum E.R. e Rosen E.F., *The Gatekeepers of Psychology: Evaluation of Peer Review*, Praeger Publishers, 1993.

Hellmann T., Murdock K., *Financial Sector Development Policy: The Importance of Reputational Capital and Governance*, in "Development Strategy and Management of the Market Economy", Oxford University Press, 1998.

Hellman J.S., Jones G., e Kaufmann D., *Seize the State, Seize the Day: State Capture, Corruption and Influence in Transition*, World Bank Policy Research Working Paper, Settembre 2000.

Hill, C.A., *Regulating the Rating Agencies*, in Washington University Law Quarterly, Vol. 82, 2004, pagg. 75 ss.

Holmström B., Tiole J., *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, N. 3, Agosto 1997, pagg. 663-691.

Holmström B., *Moral Hazard and Observability*, in the Bell Journal of Economics, Vol. 10, N. 1, 1979, pagg. 74-91.

Hopkins E. e Kornienko T., *Running to Keep in the Same Place: Consumer Choice as a Game of Status*, in Journal of Economic Literature, Settembre 2002.

Horrigan J.O., *The Determination of Long-Term Credit Standing With Financial Ratios*, in Journal of Accounting Research, supplement to *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, Vol. 4, 1966, pagg. 44-62.

Howard R.A., *Dynamic Probabilistic Systems*, New York, 1971.

Hsueh L.P. e Kidwell D. S., *Bond Ratings: Are Two Better Than One?*, in Financial Management, Vol. 17, N. 1, pagg. 46-53, 1998.

Hunt J.P., *Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, in Columbia Business Law Review, Vol. 2009, N. 1, 5 Settembre 2008.

Kaminsky G.L. e Schmukler S., *Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?*, in World Bank Economic Review, Vol. 16, N. 2, pagg. 171-195.

Kempf H., e Moizeau F., *Conspicuous Consumption, Social Status and Clubs*, FEEM Working Paper N. 58, Luglio 2000.

Kerwer D., *Holding Global Regulators Accountable: The Case of Credit Rating Agencies*, *Governance: An International Journal of Policy, Administration, and Institutions*, Vol. 18, N. 3, 2005, pagg. 453–475.

Klein A., *Moody's Board Members Have Ties to Clients*, *Washington Post*, 22 Novembre 2004.

Klein A., *Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say*, *Washington Post*, 24 Novembre 2004.

Klein B. e Leffler K.B., *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 89. N. 4, Agosto 1981, pagg. 615-641.

Kormos B.J., *Quis custodiet ipsos custodes? Revisiting Rating Agency Regulation*, Marzo 2008.

Kraakman R.H., *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, *Journal of Law, Economics, & Organization*, Vol. 2, N. 1, 1986, pagg. 53-104.

Kranton R.E., *Competition and the Incentive to Produce High Quality*, in *Economica*, Vol. 70, 2003, pagg. 385-404.

Jaffee D. e Stiglitz J., *Credit Rationing*, in B.M. Friedman e F.H. Hahn, *Handbook of Monetary Economics*, Vol. II, Elsevier Science Publishers B.V., 1990, pagg. 838 e ss.

Jensen M. e Meckling W.H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 N.4, 1976, pagg. 305-360.

Jewell J. e Livingston M., *Split Ratings, Bond Yields, and Underwriter Spreads*, in *Journal of Financial Research* Vol. 21 N. 2, 1998, pagg. 185-204.

Jullien B., Salanié B., and Salanié F., *Screening Risk-averse Agents Under Moral Hazard*, mimeo IDEI Toulouse, 2001.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. e Vishny R., *Investor Protection and Corporate Governance*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, N. 1-2, 2000, pagg. 3-27.

La Porta R., Lopez-de-Silanes F. e Shleifer A., *Corporate Ownership Around the World*, in *Journal of Finance*, Vol. 54, N. 2, 1998, pagg. 471-517.

Laby A.B., *Differentiating Gatekeepers*, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, 1, 119, 2006.

Laffont J.J. e Martimort D., *The theory of Incentives*, Princeton, 2004.

Laruccia E. e D. Revoltella, *Banking Systems Stability in Developing and Transition Economies: an Analysis of the Determinants of Moody's Bank Financial Strength Rating*, in *Centro di Economia Monetaria e Finanziaria "Paolo Baffi"*, N. 134, Ottobre 1999.

Latouche G., Ramaswami V., *Introduction to Matrix Analytic Methods in Stochastic Modelling*, I Edizione, Capitolo II: PH Distributions; ASA SIAM, 1999.

Lee, In Ho, *Competition in the Credit Rating Industry*, Working paper, Seoul National University, 2007.

Leland H. e Pyle D., *Information asymmetries, financial structure and financial intermediation*, in *Journal of Finance* Vol. 32, 1977, pagg. 371-387.

Leuz C., *Cross Listing, Bonding and Firms' Reporting incentives: a Discussion of Lang, Ready, and Wilson*, Working Paper, Agosto 2005.

Levich R., Majnoni G., e Reinhart C., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Springer, 2002.

Linciano N., *L'impatto sui Prezzi Azionari delle Revisioni dei Giudizi delle Agenzie di Rating. Evidenza per il Caso Italiano*, *Quaderni di Finanza*, Consob, n. 57 giugno 2004.

Litan, *Financial Gatekeepers, Can they Protect Investors?*, Brookings Institution Press and Nomura Institute Of Capital Markets Research, 2006.

Lizzeri A., *Information Revelation and Certification Intermediaries*, *Rand Journal of Economics*, Volume 30, pagg. 214-231, 1999.

Lizzeri A. e Persico N., *Provision of Public Goods Under Alternative Electoral Incentives*, Princeton Economic Theory Papers, 1999.

Loureiro G.R., *The Reputation of Underwriters: a Test of The Bonding Hypothesis*, EFA 2007 “Ljubljana Meeting Paper”, Agosto 2007.

Lyon T.P., *Capture or Contract?: the Early Years of Electric Utility Regulation*, Gennaio 2003.

Mann R.J., *Regulating Internet Payment Intermediaries*, in Texas Law Review, N. 81, 2004, pagg. 681-708.

Mann R.J., *Verification Institutions in Financing Transactions*, Georgetown Law Journal, Vol. 87, 1999, pag. 2225.

Martimort D. e Stole L.A., *Contractual Externalities and Common Agency Equilibria*, CESifo Working Paper Series N. 581, Ottobre 2001.

Marzavan C. e Stamule T., *Conflict of Interest's Management Within Credit Rating Agencies*, in Management & Marketing, Vol. 4, N. 3, 2009, pagg. 111-126.

Mas-Colell A., Whinston M.D., e Green J.R., *Microeconomic Theory*, Oxford University Press, 1995.

Maskin E. e Tirole J., *The Principal-Agent Relationship with an Informed Principal, II: Common Values*, in Econometrica, Vol. 60, N. 1, 1992, pag. 1.

Maskin E., and Tirole J., *The Principal-Agent Relationship with an Informed Principal: The Case of Private Values*, Econometrica 58, pp. 379-409, 1990.

Meyn S.P., e Tweedie R.L., *Markov Chains and Stochastic Stability*, II Edizione, Cambridge University Press, 2008.

Mian A., e Sufi A., *The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the 2007 Mortgage Default Crisis*, Working Paper, Maggio 2008.

Millon M.H. e Thakor A.V., *Moral Hazard and Information Sharing: a Model of Financial Information Gathering Agencies*, in Journal of Finance, Vol. 40, 1985, pagg. 1403-1422.

Moody's, *Annual Report*, 2008.

Moody's, *Corporation Form 10-K Filing*, 8 Marzo 2005

Morley J.D. e Romano R., *The Future of Financial Regulation*, Yale Law & Economics Research Paper N. 386, 5 Giugno, 2009

Mukhopadhyay B., *Efficiency of Competing Rating Agencies*, Working Paper, Management Development Institute, 2002.

Mukhopadhyay B., *Moral Hazard with Rating Agency: An Incentive Contract Approach*, Working Paper, Management Development Institute, 2003.

Mulder C. e Perrelli R.A., *Foreign Currency Credit Ratings for Emerging Market Economies: The Impact of Credit Rating Announcements*, in R. Cantor (a cura di), *Recent Research on Credit Ratings* (special issue), in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 28, N. 11, Novembre 2004, pagg. 2813-2843.

Mueller D.C., *Public Choice III*, Cambridge University Press, 2003.

Myerson R.B., *Game Theory, Analysis of Conflict*, Cambridge University Press, 1991.

Nelson P., *Information and Consumer Behavior*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 78, N. 2, 1970, pagg. 311-329.

Pagano M. e Volpin P., *Credit Rating Failures and Policy Options*, CSEF (Centre for Studies in Economics and Finance), Working Paper N. 239, Novembre 2009.

Pankin M.D., *Markov Chain Models: Theoretical Background*, 2007.

Partnoy F., *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, N. 3, 1999.

Partnoy F., *The Paradox of Credit Ratings*, Working Paper, University of San Diego School of Law, Law and Economics Research Paper N. 20, 2001.

Partnoy F., *How and Why Credit Rating Agencies are not like other Gatekeepers*, in Fuchita & Litan, Brookings Institute Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006.

Partnoy F., *Overdependence on Credit Ratings was a Primary Cause of the Crisis*, Proceedings of the 2008 International Banking Conference: "The First Credit Market Turmoil of the 21st Century", World Scientific Publishers, 2009; San Diego Legal Studies Paper N. 09-015. e pubblicato dalla Fondazioni ENI "Enrico Mattei", in "Institutions and Markets Series", Nota di Lavoro 27.2009.

Rochet J.C., Mathis J. e McAndrews J., *Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful enough to Discipline Rating Agencies?*, in Journal of Monetary Economics, Vol. 56, Maggio 2009, pagg. 657-674.

Pearson J.N., and Wisner J.D., *Using Volume and Economies of Scale to Benefit Long-Term Productivity*, Industrial Management, Novembre-Dicembre 1993.

Pinto A.R., *Control and Responsibility of Credit Rating Agencies in the United States*, in *American Law in the 21st Century: U.S. National Reports to the XVIII Congress of Comparative Law*, 2006, pagg. 341-356.

Pollok A.J., *What Should Society Want from Corporate Governance?*, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Febbraio 2006.

Porter M.E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press, 1980.

Posner R., *Economic Analysis of Law*, VII Edizione, 2007.

Reese Jr. W.A., e Weisbach M.S., *Protection of Minority Shareholders Interests, Cross-Listing in the United States, and Subsequent Equity Offering*, Working Paper, November 1999.

Rajan R. e Zingales L., *Financial Dependence and Growth*, in American Economic Review, Vol. 88, N. 3, Giugno 1998, pagg. 559-586.

Rajan R. e Zingales L., *What we do Know About Capital Structure? Some Evidence From International Data*, Working Paper n. 4875, NBER, 1994.

Reilly R.K. e Joehnk M.D., *The Association Between Market-determined Risk Measures for Bonds and Bond Rating*, in the Journal of Finance, Vol. 31, N. 5, pagg. 1387-1403, Dicembre 1976.

Reinhart C. e Rogoff K., *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009

Reinhart C. e Rogoff K., *Is the U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An international Historical Comparison*, NBER Working Paper, Gennaio 2008.

Reinhart C. e Rogoff K., *Regulation should be international*, in Financial Times, 18 Novembre 2008.

Resti V. e Omacini C., *Che cosa determina I rating creditizi delle aziende europee?* In Banche e Banchieri, N.3, 2001.

Rhodes A.K., *The Role of The SEC in the Regulation of the Rating Agencies: Well-Placed Reliance or Free-Market Interference?*, 20 Seton Hall Legis. Journal N. 293, 1996, pagg. 315-316.

Robbe P., and Mahieu R.J., *Are the Standards Too Poor? An Empirical Analysis of the Timeliness and Predictability of Credit Rating Changes*, Working Paper, 2005.

Rochet, J.C., *Why Are There so Many Banking Crises? The Politics and Policy of Banking Regulation*, Princeton, 2008.

Rochet J.C. e Tirole J., *Two-Sided Markets: An Overview*, 26 Novembre 2001.

Rochet J.C. e Tirole J., *Platform Competition in Two-Sided Markets*, European Economic Association, Vol. 1, N. 4, Giugno 2003, pagg. 990-1029.

Rousseau, S., *Enhancing the Accountability of Credit Rating Agencies: the Case for a Disclosure-Based approach*, Capital Market Institute, 2005.

Rothschild M., and Stiglitz J., *Equilibrium in Competitive Insurance Markets: an Essay on the Economics of Imperfect Information*, in The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, 1976, pagg. 629-649.

Schwarcz, S.L., *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, in *University of Illinois Law Review*, Vol. 9, N. 1, 2002, pagg. 1-28.

Schwarcz S.L., *The Role of Rating Agencies in Global Market Regulation*, in Eilís Ferran, and Charles A. E. Goodhart, eds., *Regulating Financial Services and Markets in the Twenty First Century*, Oxford, 2001, pagg. 297-309.

SEC, *Draft Strategic Plan for Comment*, 2009.

SEC, *Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSRO)*, Settembre 2009.

SEC, *Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets*, Gennaio 2003.

Sepe S.M., *Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid Rule is Inefficient*, Working Paper Series, Agosto 2007.

Shapiro C., *Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations*, in *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, N. 4, 1983, pag. 659.

Skreta V. e Veldkamp L., *Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation*, in *Journal of Monetary Economics*, *forthcoming*, 2010.

Silvestre J., *Economies and diseconomies of scale*, *The New Palgrave: a Dictionary of Economics*, v.2, 1987, pagg. 80-84.

Sinclair T.J., *Reinventing Authority: Embedded Knowledge Networks and the New Global Finance*, in *Environment and Planning C: Government and Policy*, Vol. 18, N. 4, 2000, pagg. 487-502.

Singer A., *Regulating Capital: Standard Setting for the International Finance System*, Ithaca, Cornell University Press, 2007.

Smith R.C. e Walter I., *Rating Agencies: Is There an Agency Issue?*, in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, e Carmen M. Reinhart, *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Boston, MA, 2002, pagg. 289-318.

Spence M., *Job market signaling*, in *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, N.3, 1973, pagg. 355-374.

Standard & Poor's, *Structured Finance Rating Transitions*, 22 Febbraio 2009.

Stigler G.J., *The Organization of Industry*, Homewood, III, 1968.

Stiglitz J.E., "*principal and agent*" (ii) in "The New Palgrave Dictionary of Economics, Second Edition, Eds. Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume. Palgrave Macmillan, 2008.

Stiglitz J.E., Ferri G., Liu L.G., *The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis*, *Economic Notes*, Vol. 28, 1999, pagg. 335-55.

Stiglitz J.E. e Weiss A., *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*, in *American Economic Review*, Vol. 71, N. 3, 1981, pagg. 393-410.

Stewart-Smith M.C., *Industry Structure and Regulation*, World Bank Policy Research, Working Paper, Febbraio 1995.

Strausz R., *Interim Information in Long-Term Contracts*, in *Journal of Economics & Management Strategy*, Blackwell Publishing, Vol. 15, N. 4, pagg. 1041-1067, Dicembre 2006.

Strausz R., *Optimal Information Revelation by Informed Investors*, Discussion Paper, 34, SFB/TR 15 *Governance and the Efficiency of Economic Systems*, Free University of Berlin, Humboldt University of Berlin, University of Bonn, University of Mannheim, University of Munich, 2005.

Strausz R., *Honest Certification and the Threat of Capture*, in *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 23, 2005, pagg. 45-62.

Sy A.N.R., *The Systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets*, IMF Working Paper, 09/129, Giugno 2009.

Sylla R., *Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, in Levich R.M., Majnoni G., Reinhart C., *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Springer, 2002.

Sylla R., *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, Discussion Paper alla Conferenza “*The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy*”, The World Bank, Washington DC, 1-2 Marzo 2001.

Tang T.T., *Information Asymmetry and Firms' Credit Market Access: Evidence from Moody's Credit Rating Format Refinement*, Working Paper, 2006.

Thirkell-White B., *Dealing with the Banks: populism and the public interest in the global financial crisis*, in *Institutional Affairs*, Vol. 85, N. 4, Luglio 2009. pagg. 689-711.

Tirole J., *The Theory of Industrial Organization*, MIT Press, 1988.

Treacy W.F., *Credit Risk Rating at Large U.S. Banks*, in *Federal Reserve Bulletin*, Novembre 1998.

Trevino L. e Thomas S., *Systematic Differences in the Determinants of Foreign Currency Sovereign Ratings by Rating Agency*, University of Southampton Working Paper, N. 153, 2000.

Tversky A. e Kahneman D., *Judgment under Uncertainty. Heuristics and Biases*, in *Science*, Vol. 185, 1974, pagg. 1124-1131.

Wen Q., *A Folk Theorem for Repeated Sequential Games*, *The Review of Economic Studies*, Vol. 69, Aprile 2002, pagg. 493-512.

West R., *An Alternative Approach to Predicting Corporate Bond Rating*, in *Journal of Accounting Research*, Vol 7, 1970, pagg. 118-127.

White L.J., *The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis*, NYU Center for Law and Business Research Paper N. 01-001, 2001.

White L.J., *The Credit Rating Agencies: Understanding their Central Role in the Subprime Debacle of 2007-2008*, Working Paper, 8 Aprile 2009.

Wilson C., "*adverse selection*", in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, II Edizione, Steven N. Durlauf e Lawrence E. Blume, Palgrave Macmillan, 2008.

