

**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*

**SINTESI DELLA TESI**

**Tutor:**

**Prof. Simone Maria Sepe**

**Candidato:**

**Francesco Di Sandro**

Le analisi e le riflessioni contenute nel presente lavoro sono frutto di un percorso di ricerca avviato nel gennaio del 2008, all'indomani dello scoppio della bolla dei “*mutui subprime*” negli Stati Uniti, considerato il detonatore delle turbolenze finanziarie insistenti tutt'oggi a livello internazionale. Esse, pertanto, si collocano all'interno di un contesto oggettivo rappresentato dall'attuale crisi economico-finanziaria e afferiscono alla fiorente e composita letteratura che – sulla base di analisi di carattere istituzionale, economico o giuridico – tenta di indagarne i nessi causali e proporre adeguati correttivi.

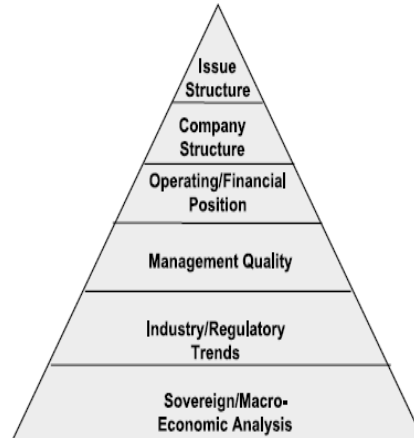
Sulla base delle numerose criticità relative all'architettura del sistema di *governance* finanziaria globale, emerse con maggiore evidenza negli ultimi mesi (legate essenzialmente alle debolezze degli operatori e al *deficit* di regole), si propone un'analisi ad ampio spettro di particolari soggetti deputati all'intermediazione dell'informazione sul mercato dei capitali – le Agenzie di rating (di seguito, anche CRA – *Credit Rating Agencies*) – unanimemente considerati responsabili dello scoppio e dell'inasprimento della crisi.

I numerosi contributi, sia nell'ambito della letteratura economica che di quella giuridica, sottolineano infatti l'esistenza di numerose problematiche legate sia ad aspetti soggettivi – relativi alle CRA – che oggettivi – inerenti, più in generale, all'attività di *risk assessment* delle Agenzie e al mercato del rating. Ciò si è tradotto, essenzialmente, in una sensibile riduzione del livello di *effort* esercitato dalle Agenzie e, in ultima istanza, in una minore affidabilità delle loro valutazioni. Anche *policy maker* e regolatori ritengono ormai prioritario studiare le peculiarità del rating e

comprenderne le variabili più critiche al fine di mettere in campo gli interventi idonei a migliorare la qualità delle informazioni che esso sintetizza e, quindi, a ripristinare la fiducia del mercato nelle Agenzie.

I rating sono indicatori *alfanumerici* che associano ai singoli strumenti finanziari una corrispondente probabilità di rischio di credito, inteso come rischio di mancato pagamento da parte dell'emittente del capitale e degli interessi dovuti. Proprio la capacità di sintetizzare in un unico valore il risultato di un complesso processo di analisi quali-quantitativa (*Figura 1*) della rischiosità dei debitori, rappresenterebbe il principale vantaggio di tali giudizi e uno dei fattori alla base della loro popolarità.

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

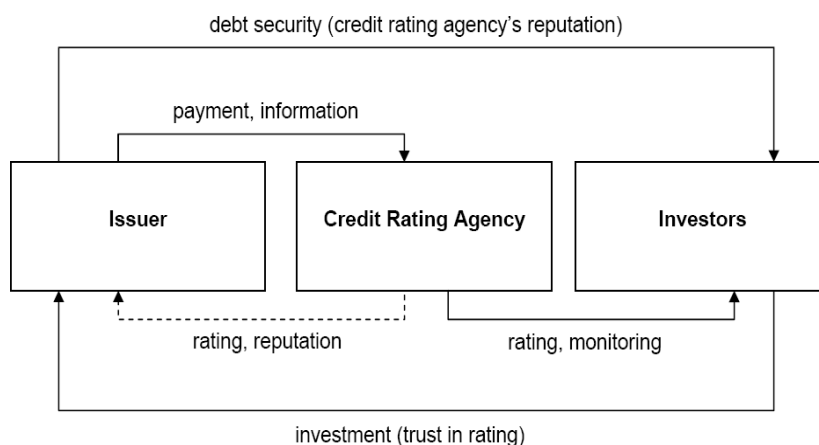


*Fonte: Crouhy et al., 2001*

Da un punto di vista squisitamente economico, infatti, il rating svolge una fondamentale funzione di intermediazione dell'informazione nei mercati finanziari, colmando le asimmetrie informative esistenti tra gli emittenti e gli investitori e prevenendo l'insorgere di comportamenti opportunistici quali

“azzardo morale” e “selezione avversa”. Dalla *Figura 2* si vede infatti 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 detenuto (modello di *business* cosiddetto *issuer-pay*); dall’altro lato, essa svolge nei confronti del mercato una “funzione pubblica”, consistente nella diffusione del rating (*information disclosure*)<sup>1</sup>.

**Figura 2: Funzionamento del mercato del rating**



Fonte: Dittrich, 2007

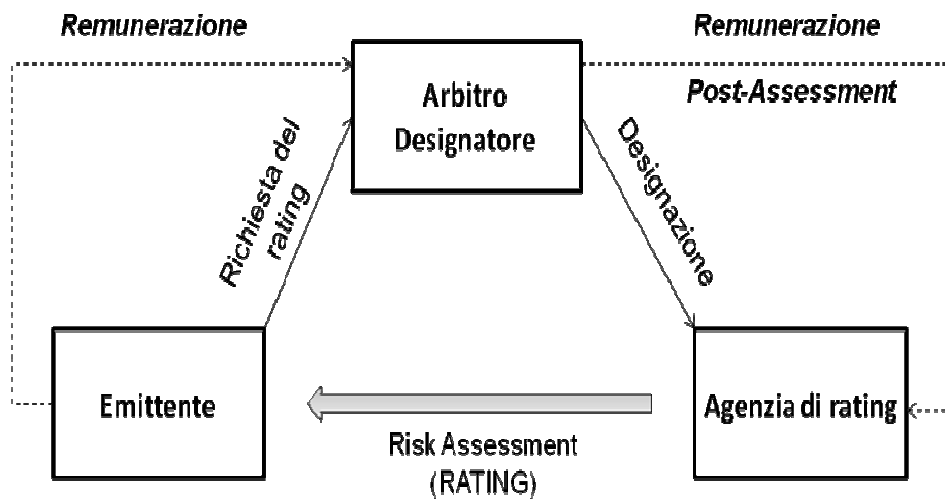
<sup>1</sup> Il valore aggiunto dell’attività delle Agenzie risiede infatti nell’elaborazione di informazioni difficilmente catturabili da algoritmi matematici e faticosamente reperibili sul mercato dagli investitori. Il mercato del rating, del resto, ha senso solo laddove le valutazioni da parte delle CRA incorporano proprio quelle informazioni cosiddette “private” relative all’emittente e “rilevanti” per gli investitori, ovvero idonee ad orientare le loro scelte di investimento.

Alla luce dello schema proposto e come illustrato dal modello introdotto nella seconda parte della tesi, quello del rating può essere utilmente considerato un mercato bilaterale, ove le tre Agenzie globali – Moody's, S&P e Fitch – costituiscono la piattaforma in grado di mettere in relazione due soggetti (*issuer* ed *investor*). In particolare, esse svolgono una funzione di *agent* al servizio dei due *principal* operanti sui due lati del mercato (*common agency*). Le CRA, 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.

Al di là di una struttura fortemente concentrata (le tre CRA globali detengono una quota di mercato congiunta prossima al 94%), la questione fondamentale è legata quindi all'architettura del modello attuale. I due *principal* hanno, infatti, obiettivi diversi e parzialmente configgenti: gli emittenti sono interessati ad ottenere rating sempre più alti allo scopo di finanziare i propri progetti a costi minori; gli investitori richiedono invece valutazioni affidabili, tempestive, corrette ed indipendenti circa il merito di credito dell'*issuer* effettuate attraverso l'analisi di informazioni private sullo stesso. Di conseguenza, le CRA ricevono continuamente incentivi non allineati dai due versanti della piattaforma. E poiché il modello di *business* attualmente applicato è quello "*issuers-pay*", gli incentivi monetari provengono esclusivamente dal lato degli emittenti, i quali sono in una posizione migliore per "influenzare" il comportamento delle CRA.

La presente ricerca, secondo una prospettiva di *law and economics*, propone una soluzione di *policy* tesa a modificare sostanzialmente la condizione rappresentata, “spezzando” il più forte *binomio* tra gli emittenti e l’Agenzia e ricomponendo così una situazione di equidistanza tra le CRA e i due “lati” della piattaforma. In tal modo, si interviene sull’aspetto istituzionale del mercato, senza modificare l’ormai consolidato modello di *business issuers-pay*, introducendo una figura che intermedia la relazione tra la domanda e l’offerta di rating (qui definita di “arbitro designatore”).

**Figura 3 – Il ruolo dell’arbitro designatore nel mercato del rating**



Nel meccanismo rappresentato, l’*issuer* si rivolge all’arbitro designatore al fine di ottenere il rating. Questi designa 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. L’arbitro si occupa altresì del trasferimento della remunerazione monetaria all’Agenzia interessata, così come del 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.

Questo sistema sarebbe potenzialmente idoneo a ripristinare la centralità del ruolo del capitale reputazionale. Mentre, infatti, nel sistema attuale si assiste ad un *trade-off* tra incentivi monetari, che si traducono 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 dal modello proposto nel paragrafo 2.2. della tesi.

L'internalizzazione degli *agency cost* e l'eliminazione del rischio di collusione tra le Agenzie ed emittenti, 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), in una maggiore possibilità di finanziamento (con un costo del capitale minore) dei progetti imprenditoriali sui mercati finanziari e in un aumento della ricchezza ivi generata.