

*Dipartimento di Scienze Politiche*

*Corso di Laurea in Relazioni Internazionali*

*Cattedra di Geografia economica*

**I “GIUDIZI” VINCOLANO L’ECONOMIA GLOBALE? ANALISI  
GEOECONOMICA DELLE AGENZIE DI RATING**

**RELATORE**

**Prof. Alfonso Giordano**

**CANDIDATO**

**Jessica Orsini**

**Matr. 614162**

**CORRELATORE**

**Prof. Leonardo Morlino**

**ANNO ACCADEMICO 2011/2012**

<b>INTRODUZIONE .....</b>	<b>5</b>
<b>I. UNA RAPPRESENTAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO.....</b>	<b>8</b>
1.1 <i>L'economia dei servizi finanziari .....</i>	8
1.2 <i>Gli attori del sistema finanziario .....</i>	14
1.3 <i>I rischi del sistema finanziario.....</i>	17
1.3.1. <i>Il rischio di credito.....</i>	19
1.3.2. <i>Il rischio sistemico.....</i>	20
<b>II. LA GEOGRAFIA DELLE AGENZIE DI RATING .....</b>	<b>23</b>
2.1 <i>Il valore dell'informazione .....</i>	23
2.2 <i>Il rating .....</i>	30
2.2.1. <i>Sovereign credit rating .....</i>	36
2.3 <i>Il processo di emissione del rating .....</i>	37
2.4 <i>Le tre agenzie globali: la storia.....</i>	41
2.4.1. <i>Moody's .....</i>	43
2.4.2. <i>Standard&amp;Poor's .....</i>	44
2.4.3. <i>Fitch.....</i>	45
2.5 <i>La global finance e il suo spazio finanziario: implicazioni geografiche</i>	46
2.5.1. <i>Competizione o cooperazione fra le città globali.....</i>	50
2.6 <i>La geografia delle agenzie di rating: variabili geo-economiche che inducono alla localizzazione.....</i>	52
2.6.1. <i>La path dependence .....</i>	56

2.7.	<i>La dimensione nazionale delle agenzie di rating</i> .....	59
<b>III.</b>	<b>LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME: IL RUOLO GIOCATO DALLE</b>	
	<b>AGENZIE DI RATING</b> .....	<b>64</b>
3.1	<i>Il capitalismo finanziario: un sistema instabile</i> .....	65
3.1.1.	Gli specialisti delle crisi: Keynes e Minsky .....	67
3.2	<i>Il caso dei subprime: prodromi, sviluppi e conseguenze</i> .....	71
3.2.1	I fallimenti del Paese guida .....	72
3.2.2	L'ingegneria finanziaria .....	77
3.3	<i>Il ruolo delle agenzie di rating nella crisi globale</i> .....	87
3.4	<i>Critica al mondo del rating</i> .....	91
3.4.1	Il mercato del rating: un mercato chiuso.....	97
3.4.1.1	Pro e contro della concorrenza nell'industria del <i>rating</i> .....	104
3.4.2	L' <i>issuer pay</i> ed il conflitto di interesse che ne deriva.....	108
3.4.2.1	Cambiare il modello di remunerazione? .....	112
3.4.3	Unsolicited ratings .....	115
3.4.4	Dunque? .....	117
<b>IV.</b>	<b>LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI IN EUROPA TRA SPREAD E</b>	
	<b>DOWNGRADE</b> .....	<b>119</b>
4.1	<i>Rischio paese e spread</i> .....	120
4.2	<i>Rating e spread</i> .....	122

4.3	<i>Rating ed effetto contagio. Tutti gli stati dell'eurozona si meritavano il downgrade?</i> .....	126
4.3.1	<i>“Quel rating l'Italia non lo meritava”, l'opinione di Alexander Kockerbeck.</i> .....	138
	<b>CONCLUSIONI</b> .....	<b>143</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>149</b>

## INTRODUZIONE

Nate come società specializzate nella valutazione di azioni d'impresa ferroviarie nella seconda metà dell'Ottocento, Moody's, Standard & Poor's e Fitch ottengono un ruolo da protagoniste nel sistema finanziario mondiale solo dopo lo sviluppo delle tecnologie di telecomunicazione, nella seconda metà del Ventesimo secolo.<sup>1</sup> Secondo il Fondo Monetario Internazionale le agenzie di *rating* forniscono informazioni standardizzate sul merito creditizio di un soggetto debitore, ovvero sulla sua capacità relativa di rimborsare un determinato debito alle scadenze prefissate.<sup>2</sup> Così facendo, esse riducono le asimmetrie informative tra investitori ed emittenti, favorendo l'incontro tra domanda e offerta di titoli e influenzando il tasso d'interesse sulle obbligazioni emesse. Il *rating*, dunque, sarebbe una sorta di "bussola" della *financial industry*.

Nonostante ciò, dopo lo scoppio della crisi dei mutui *sub-prime*, la credibilità delle principali agenzie di *rating* ha iniziato a deteriorarsi. Infatti, una cospicua parte della letteratura scientifica in materia attribuisce alle "Big Three" responsabilità oggettive e soggettive dell'attuale condizione economica mondiale.

Il presente elaborato, in aderenza a quanto detto, nasce dallo studio delle contraddizioni e dei conflitti che le più importanti agenzie di *rating* al mondo hanno posto in essere nel mercato finanziario. Peraltro, la disamina non

---

<sup>1</sup> M. PAGANIN, *Basilea 2. Le variabili rilevanti nel rating esterno*, Le Fonti, Milano, 2008, p. 87.

<sup>2</sup> IMF, "The uses and abuses of sovereign credit ratings", *IMF Global Financial Stability Report*, ottobre 2010, p. 86.

si limita alla narrazione descrittiva dei predetti contrasti, bensì si tenterà, nel corso di tale lavoro, di inquadrare il tema delle agenzie di *rating* in una prospettiva d'analisi geoeconomica. Tale quadro di riferimento teorico è necessario per rispondere a quegli interrogativi dai quali la disamina trae spunto. Pertanto, l'obiettivo di questa trattazione è di verificare l'esistenza di nessi geografici e territoriali tra i giudizi di *rating* e gli stati nazionali, al fine di comprendere se tali valutazioni siano in grado di vincolare l'andamento dell'economia globale.

Il lavoro in oggetto si struttura in quattro capitoli, ciascuno dei quali tratta specificatamente un argomento diverso. Il primo può definirsi come “capitolo strumentale”, poiché procura gli elementi euristici per analizzare scientificamente la tematica. Si compie, infatti, una rappresentazione del sistema finanziario attraverso la descrizione dell'importanza che questo ha assunto nell'ultimo decennio, gli attori che lo compongono e i rischi che sono generati al suo interno.

Il secondo capitolo, da un lato approfondisce il tema dell'importanza informativa nel contesto economico-finanziario, attraverso la descrizione del processo di emissione di *rating* e l'indagine storica delle agenzie più importanti di tal mercato. Dall'altro, illustra i principali modelli teorici della geografia economica in raffronto con la materia della finanza globale, al fine di mettere in luce le motivazioni della localizzazione geografica delle agenzie e i nessi geografici tra e i centri finanziari delle cosiddette “città globali”.

Anche il capitolo terzo è strutturato essenzialmente in due parti. Nella prima si ripercorrono le tappe fondamentali e le cause scatenanti della crisi dei

mutui *sub-prime*. Nella seconda, invece, si fornisce un'interpretazione del ruolo svolto da Moody's, Standard & Poor's e Fitch in tal evento economico negativo, focalizzando l'attenzione su i principali conflitti e le contraddizioni che qualificano, oramai da anni, tali istituzioni del *rating*.

Infine, l'ultimo capitolo è dedicato al tema della crisi dei debiti sovrani in Europa. In quest'ultima parte si studiano le ricadute nell'economia reale che l'attività di *rating* potrebbe produrre nell'ambito dell'eurozona, attraverso l'analisi dell'andamento dello *spread* e del famigerato "effetto contagio".

Questo lavoro vuole contribuire a fornire delle risposte e, al tempo stesso, degli spunti di riflessione sulle relazioni che intercorrono tra il mondo della finanza e quello dell'economia reale. Infatti, benché il sistema finanziario dia l'impressione di essere sempre più astratto e lontano dalla realtà, le speculazioni che avvengono al suo interno sono state capaci di generare una contrazione dell'attività economica globale paragonabile a quella della Grande depressione. Pertanto, s'intende scoprire se esistono ricadute spaziali e territoriali dell'attività finanziaria e di quella di *rating*.

**UNA RAPPRESENTAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO**

Il sistema finanziario è una infrastruttura complessa chiamata ad allocare risorse e rischi tra gli operatori di un sistema economico. Pertanto, trattandosi di un elemento complesso, solo tramite la spiegazione degli elementi che lo compongono, si arriva a sottolineare e comprendere l'importanza della funzione che esso svolge. In tal capitolo, quindi, si richiamano le nozioni principali relative al sistema finanziario, con l'intento di fornire un quadro chiaro ed esplicativo, per mezzo di un approccio descrittivo e sistematico, dell'industria finanziaria.

Il primo passo da compiere è anzitutto quello di definire ed esporre i concetti basilari, facendo riferimento ai soggetti che operano all'interno di tal sistema. In aggiunta, nel presente capitolo, attraverso l'analisi empirica fornita dai dati numerici, s'intende evidenziare l'enorme crescita e diffusione del comparto finanziario. In altri termini, nel capitolo primo sono descritti i fattori strutturali atti a sorreggere lo studio e l'analisi geo-economica delle agenzie di *rating*.

**1.1 L'economia dei servizi finanziari**

La letteratura economica, riferita al comparto finanziario, indica l'attuale fase del sistema economico con l'espressione "economia del terziario", "terziarizzazione dell'economia", "economia dei servizi",

“economia postindustriale”.<sup>3</sup> Genericamente il sistema finanziario è concepibile come: “L’insieme complesso e sistematico dei rapporti di debito e di credito mediante i quali si trasferiscono fondi (cioè potere d’acquisto) da un operatore all’altro”.<sup>4</sup> Tale trasferimento di fondi è basato su strumenti quali depositi, obbligazioni, titoli pubblici, ecc. Siffatti strumenti sono chiamati “attività finanziarie”. Dal punto di vista strettamente economico, le attività finanziarie si definiscono come: “ un rapporto contrattuale nel quale entrambe le prestazioni delle parti in causa sono denominate in moneta e scadono in tempi diversi”.<sup>5</sup> In altri termini, l’attività finanziaria prevede una cessione di potere d’acquisto contro una o più prestazioni future di segno opposto. Con riferimento a questo processo si utilizzano depositi bancari, obbligazioni, mutui bancari e tutti gli altri strumenti che compongono il sistema finanziario. Secondo l’economista Enrico Cotta Ramusino, il mercato finanziario è il luogo ove avviene la negoziazione tra strumenti finanziari e dove si eseguono i trasferimenti tra le unità in disavanzo e quelle in avanzo.<sup>6</sup> Infine, in Italia la nozione di strumento finanziario è stata introdotta nel 1993 dal Decreto Eurosim ed ha sostituito l’espressione di valore mobiliare non ritenuta più adeguata al contesto finanziario moderno.

L’analisi sociale, differentemente da quella economica, tutt’oggi riscontra difficoltà a classificare e definire la *financial industry*. Negli ultimi decenni del ventesimo secolo, il sistema economico mondiale è stato travolto da rivoluzionarie trasformazioni, le quali hanno influenzato il rapporto tra

---

<sup>3</sup>M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell’economia finanziaria*, Celid, Torino, 2010, p. 33.

<sup>4</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Il Mulino, Bologna, 2008, p. 15.

<sup>5</sup> *Ivi*, p. 17.

<sup>6</sup> E. C. RAMUSINO, *Sistema finanziario e mercati finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 1999, p. 52.

l'economia reale e quella finanziaria. Nella prospettiva della teoria dei "tre settori", alcuni studiosi, come Sven Illeris, attribuiscono all'economia un'evoluzione verso il settore dei servizi. Tale "terziarizzazione" dell'economia crea evidenti difficoltà di classificazioni, anche a causa della vastità dei servizi offerti dal comparto finanziario. Ad esempio, si pensi al settore bancario e alla molteplicità di funzioni svolte. Si può partire dalla semplice erogazione di moneta, per mezzo dell'uso degli sportelli bancomat, giungendo sino all'erogazione del credito alle imprese o ai servizi di gestione dei patrimoni. Messa in evidenza la difficoltà di classificazioni, ciò che va rilevato, invece, è che l'industria finanziaria deve essere probabilmente immaginata come un settore terziario in posizione emergente, sia dal lato dell'erogazione di risorse economiche, che dal lato dell'investimento in situazioni di surplus di liquidità.<sup>7</sup>

Mettendo da parte, al momento, classificazioni e definizioni, ci s'interroga in merito all'importanza che gli Stati attribuiscono all'andamento dei mercati finanziari. Perché l'interesse politico e sociale delle nazioni e delle organizzazioni regionali è costantemente rivolto al sistema finanziario mondiale? Qual è l'importanza in termini numerici di tale comparto dell'economia globale? In realtà, l'attenzione rivolta dai leader politici alla *financial industry* è molto giustificata. Purtroppo o per fortuna, secondo i punti di vista, i mercati finanziari decretano la salute economica di un paese. Perciò, è più che giusto che le agende politiche ne siano condizionate e influenzate. Nei due decenni che hanno preceduto lo scoppio della crisi, l'industria finanziaria ha vissuto una fase di grande prosperità e sviluppo. Si pensi che

---

<sup>7</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, cit., p.37.

quotidianamente il volume delle transizioni concluse sui mercati finanziari, superi notevolmente il valore degli scambi commerciali. La “finanza” non funge più da supporto all’economia reale, bensì ha conquistato una valenza strategica. Semmai è l’economia reale, destinata al mondo della produzione e degli scambi commerciali, che assume sempre più un ruolo “marginale” nel panorama economico. È possibile dunque affermare che l’industria dei servizi finanziari oggi giorno rappresenta un cambiamento strutturale nei sistemi economici dei paesi sviluppati.<sup>8</sup> Basti pensare che l’industria finanziaria nella metà del diciannovesimo secolo costituiva l’1,5% del PIL statunitense, ma dal 1960 il valore del comparto finanziario è cresciuto sensibilmente, fino a costituire l’8,3% del PIL nel 2006.<sup>9</sup> Inoltre, il comparto finanziario possiede grandi potenzialità d’influenza del mercato del lavoro, come dimostra il 12% di crescita attesa del tasso di occupazione nel 2018 sempre negli Stati Uniti<sup>10</sup>.

Il grafico che segue raffigura la crescita dei servizi finanziari negli Stati Uniti rapportata al prodotto interno lordo, dal 1980 al 2000:

---

<sup>8</sup> *Ivi*, p. 9.

<sup>9</sup> D. HUNKAR, *The Long-Term Ramifications Of High Volume Stock Trading In The U.S.*, 2011. Internet: <http://seekingalpha.com/article/312482-the-long-term-ramifications-of-high-volume-stock-trading-in-the-u-s>, (consultato in data 14 settembre 2012).

<sup>10</sup> T. PHILIPPON, *The future of the financial industry*, 2008. Internet: <http://sternfinance.blogspot.it/2008/10/future-of-financial-industry-thomas.html>, (consultato in data 14 settembre 2012).

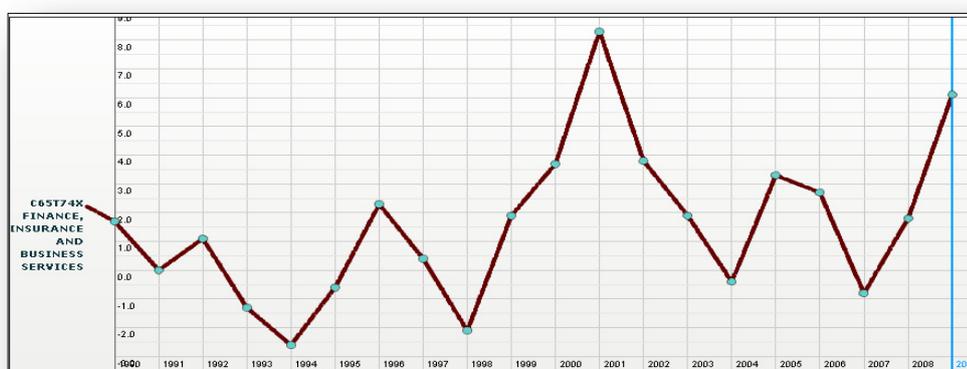
**Grafico 1.** L'uso dei servizi finanziari.



Fonte: Thomas Philippon, *The future of the financial industry*, Stern on finance. Internet: <http://sternfinance.blogspot.it/2008/10/future-of-financial-industry-thomas.html>, consultato in data 14 settembre 2012).

Un ulteriore prova della crescita dei servizi finanziari è fornita dall'analisi dei dati dell'istituto statistico dell'OECD. Il grafico successivo mostra la serie storica degli ultimi dieci anni del settore finanziario statunitense. Anche per mezzo di tale grafico si giunge alla medesima conclusione: l'uso dei servizi finanziari e conseguentemente la crescita dell'economia finanziaria sono in aumento.

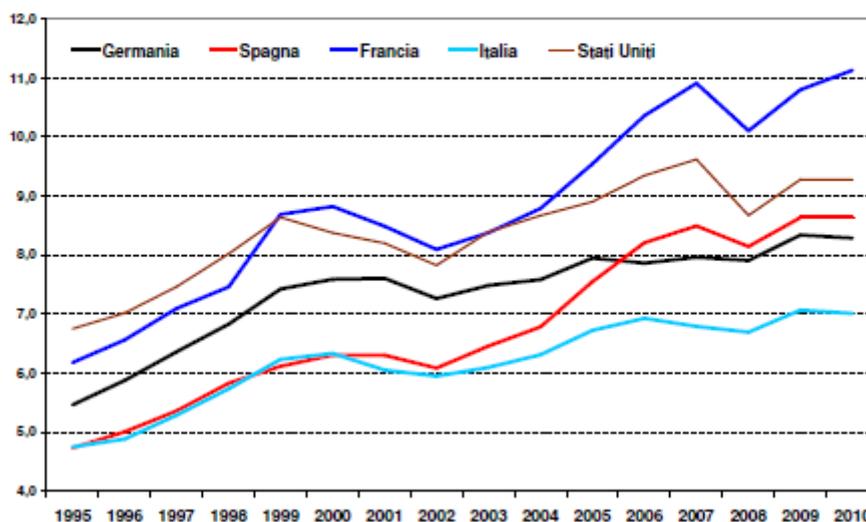
**Grafico 2.** Il comparto dei servizi finanziari.



Fonte: OECD.Stat Extracts, Finance, insurance and business service of U.S. Internet: <http://stats.oecd.org>, (consultato in data: 17 settembre 2012).

Finora ci si è limitati a constatare l'espansione dei servizi finanziari esclusivamente con riferimento all'economia statunitense. Al fine di rafforzare maggiormente l'ipotesi secondo la quale l'industria finanziaria ha un ruolo strategico nell'economia globale, si riporta di seguito un nuovo grafico, prodotto dal Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria della Banca d'Italia nel 2012.

**Grafico 3.** L'attività finanziaria in rapporto al PIL.



Fonte: L. BARTILORO, M. BOFONDI, G. GOBBI, *Banche, risparmio e crisi finanziaria*, Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria della Banca d'Italia, 2012, p. 4.

La figura tre mostra, in un intervallo che va dal 1995 al 2010, l'aumento del peso della finanza in rapporto al PIL di Germania, Spagna, Francia, Italia e Stati Uniti.

In conclusione, dalla seconda metà del ventesimo secolo, l'economia finanziaria ha subito grandi mutamenti, prodotti talvolta da interventi legislativi rilevanti, talaltra da innovazioni nel campo delle tecnologie informatiche. Tali mutamenti hanno coinvolto le economie capitalistiche avanzate, operando in maniera rivoluzionaria, modificando l'importanza attribuita all'economia reale,

condizionando le agende politiche e, inevitabilmente, creando riflessi geografici di grande rilievo.

## 1.2. *Gli attori del sistema finanziario*

Il mondo analizzato in tale elaborato è quello nel quale operano numerosi agenti economici. In accordo con l'obiettivo del primo capitolo, chiarificatore ed esplicativo del sistema finanziario, il passo successivo da compiere consiste nel descrivere gli agenti e le funzioni del sistema finanziario.

La contabilità finanziaria non studia gli attori economici singolarmente, ma li raggruppa in categorie omogenee i cui elementi essenziali possono essere così sintetizzati. Si badi che tal elenco presuppone un sistema chiuso, cioè senza rapporti con altri paesi; l'elenco si complicherebbe eccessivamente se introducesse anche il concetto di "operatore estero", fallendo l'obiettivo esplicativo che si propone.

- **Le autorità.** Le autorità di vigilanza sono quei soggetti economici che sovrintendono il funzionamento del circuito economico-finanziario, occupando una posizione di superiorità rispetto agli altri agenti. Esse hanno il compito di assicurare il rispetto delle regolamentazioni e del funzionamento del mercato.<sup>11</sup>
- **Gli utenti finali.** Gli operatori che intrattengono rapporti con il sistema finanziario sono: le famiglie da un lato, le imprese e il settore pubblico dall'altro.

---

<sup>11</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p. 13.

Le famiglie alimentano i flussi finanziari acquisendo varie forme di credito presso banche, altri intermediari, fondi comuni, titoli azionari e obbligazioni. In questo modo costituiscono la loro ricchezza e parimenti trasferiscono potere d'acquisto ad altri operatori.<sup>12</sup>

Tradizionalmente le famiglie rappresentavano un settore finanziario in avanzo e, in quanto tale, esprimevano sul mercato un'offerta di capitali che era riallocata per mezzo dei diversi strumenti finanziari. Per esempio, negli anni '70, in Italia, ha avuto luogo un processo di "bancarizzazione" dei flussi di risparmio. Il quale si ridusse notevolmente a causa dell'aumento progressivo del debito pubblico e del prezzo dell'energia (crisi petrolifera internazionale 1973), unito al rallentamento del tasso di crescita reale e alla fine dell'ordine monetario di Bretton Woods. Infatti, all'inizio degli anni '80, il flusso di risparmio delle famiglie favorì l'offerta dei titoli del Tesoro e diede il via al processo della "titolarizzazione" del risparmio.<sup>13</sup>

Le imprese e il settore pubblico ricevono finanziamenti tramite gli intermediari, sottoforma di prestiti, e tramite i mercati, sottoforma di azioni e obbligazioni.<sup>14</sup>

Una peculiarità del "caso italiano", con riferimento alle imprese private, è costituita dal fatto che il loro finanziamento è

---

<sup>12</sup> *Ivi*, p. 14.

<sup>13</sup> E. C. RAMUSINO, *Sistema finanziario e mercati finanziari*, cit., p. 17.

<sup>14</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p. 14.

debolmente collegato con il processo di investimento diretto da parte delle famiglie. Il collegamento tra i risparmiatori italiani e il finanziamento delle imprese si realizza prevalentemente tramite l'interposizione degli intermediari finanziari.<sup>15</sup>

Una caratteristica italiana, con riferimento, questa volta, al settore pubblico, consiste nell'esistenza di un mercato "dominante" di titoli di stato, come afferma Ramusino. Tale modello si è affermato nella seconda metà degli anni '80, ed è stato il principale motore di sviluppo del mercato finanziario italiano, da un lato e il limite strutturale che ha caratterizzato la convivenza della finanza italiana con il sistema europeo, dall'altro lato.<sup>16</sup>

- **Le infrastrutture.** Le attività finanziarie producono i loro effetti con l'ausilio d'infrastrutture tecnologiche. Ogni giorno nel mondo avvengono milioni di operazioni riguardanti lo scambio di titoli o ai pagamenti. Le sofisticate reti tecnologiche sono parti essenziali del sistema finanziario, ma anche una delle cause fondamentali di intervento regolamentare.<sup>17</sup>

Il risultato complessivo dell'azione dei vari agenti, per mezzo degli strumenti finanziari, si definisce come processo d'intermediazione.

---

<sup>15</sup> E. C. RAMUSINO, *Sistema finanziario e mercati finanziari*, cit., p. 26.

<sup>16</sup> *Ivi*, pp. 21-27.

<sup>17</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p. 17.

### 1.3. *I rischi del sistema finanziario*

Il concetto di rischio è insito in ogni forma di attività economica. Quotidianamente ogni individuo corre dei rischi; il rischio di perdere il lavoro, di ammalarsi, di dissipare il proprio capitale, in tutto o in parte, così come le aziende corrono il rischio di fallire. In campo finanziario il rischio assume un'importanza particolare, poiché le attività finanziarie sono proiettate nel futuro e quindi presentano tipologie di rischi collegate alla variabilità di alcune condizioni.

Frank Knight, noto economista e fondatore della Chicago School of Economics, introdusse, nel 1921, la contrapposizione tra rischio e incertezza. In condizioni di rischio è possibile elaborare probabilità o fare previsioni in merito alle decisioni economiche prese; invece, in condizioni d'incertezza le informazioni disponibili non rendono possibile tali capacità.<sup>18</sup> Pertanto le situazioni rischiose sono suscettibili di quantificazioni oggettive e possono essere oggetto d'interventi, aventi l'obiettivo di annullare o, ridurre i rischi.

Esistono diversi tipi di rischi finanziari, i quali possono essere ricondotti alle categorie seguenti:

1. **rischio di credito**, riferito alla mancata prestazione (totale o parziale) del debitore nei confronti del creditore;<sup>19</sup>
2. **rischio di controparte**, riferito all'adempimento della controparte nelle operazioni di pagamento e di regolamentazione di titoli;<sup>20</sup>
3. **rischio monetario**, riferito alla possibile erosione del potere d'acquisto di attività finanziarie;<sup>21</sup>

---

<sup>18</sup> F.H. KNIGHT, *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, Boston, 1921, p. 66.

<sup>19</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p. 66.

<sup>20</sup> *Ibidem*.

<sup>21</sup> *Ibidem*.

4. **rischio di mercato**, riferito alle variazioni di valore delle attività finanziarie causate per effetto dei mutamenti del mercato azionario;<sup>22</sup>
5. **rischio di liquidità**, riferito all'equilibrio fra entrate e uscite finanziarie degli intermediari;<sup>23</sup>
6. **rischio di insolvenza**, riferito alla possibile esistenza di passività finanziarie negli intermediari;<sup>24</sup>
7. **rischio operativo**, inteso come rischio d'impresa, si riferisce alla possibilità che i ricavi risultino insufficienti a coprire i costi di un'impresa ed a fornire un'adeguata remunerazione. Oppure inteso come rischio prodotto da malfunzionamenti di carattere organizzativo o dei controlli interni;<sup>25</sup>
8. **rischio sistemico**, riferito al sistema bancario e al sistema finanziario nel suo complesso. Tale rischio interessa il funzionamento dei mercati e l'intero sistema degli intermediari finanziari.<sup>26</sup>

In tal elaborato ci si occuperà solo di due delle otto categorie: il rischio di credito e il rischio sistemico. Poiché il fine del capitolo è di porre solide basi per affrontare l'argomento principale delle agenzie di rating, analizzare ogni singola categoria potrebbe indurre fuori tema, invece, è senz'altro più utile limitare il campo d'indagine agli elementi necessari.

---

<sup>22</sup> *Ibidem.*

<sup>23</sup> *Ibidem.*

<sup>24</sup> *Ibidem.*

<sup>25</sup> *Ibidem.*

<sup>26</sup> *Ibidem.*

### 1.3.1. Il rischio di credito

La nozione di rischio di credito è perlopiù intuitiva, giacché può prodursi nelle relazioni economiche quotidiane tra i vari attori e non necessariamente nel mondo della finanza speculativa. Rappresenta quella situazione nella quale il debitore non adempie in tutto o in parte ai suoi impegni relativi al pagamento.

Tutte le attività finanziarie presentano una probabilità maggiore di zero dell'esistenza di tale rischio, per quanto piccola essa sia.<sup>27</sup> Tuttavia, fanno eccezione i debiti di uno stato che, si badi bene, sono denominati nella valuta del paese stesso. Queste operazioni finanziarie sono chiamate “*risk-free*”. Poiché, essendo lo stato sovrano il debitore, potrà battere moneta ed estinguere il debito. In tali condizioni lo stato sarà sempre capace di rimborsare il prestito, ma andrà incontro a una nuova tipologia di rischio, quello monetario. Infatti, la capacità di battere moneta è correlata al pericolo della perdita di potere d'acquisto; in sostanza la moneta può perdere il proprio valore. Invece, quando i debiti sono contratti in valuta estera, nell'ambito dei rapporti internazionali e riguardano gli stati sovrani, le operazioni non sono esenti da rischio, si pensi ai casi di *default* che si sono verificati in Argentina o nel Sud-Est asiatico e che hanno lasciato sul lastrico intere popolazioni in credito. In conclusione, si parla di rischio sovrano, quando si fa riferimento esclusivamente al debito dello stato, invece, di rischio paese, riferendosi a una situazione di più ampia portata.<sup>28</sup>

---

<sup>27</sup> *Ivi*, p. 67.

<sup>28</sup> *Ivi*, p. 69.

L'elemento cruciale, che fa da corollario al concetto di rischio di credito, è la valutazione del merito di credito, cioè la probabilità che l'emittente ripaghi gli impegni finanziari assunti. In un mondo caratterizzato da asimmetrie informative, è necessario minimizzare i rischi di selezione avversa e di *moral hazard*. Con il primo concetto, si suole far riferimento alla possibilità di scegliere debitori inadempienti, con il secondo, ci si riferisce alla possibilità che il debitore, una volta ottenuto il prestito, metta in atto condotte rischiose, senza preoccupazione dell'obbligo di risarcimento del debito contratto.<sup>29</sup> In tale contesto operano le agenzie di rating, le quali hanno il compito di fornire delle valutazioni puntuali e indipendenti sul merito di credito degli enti.

### 1.3.2. Il rischio sistemico

Il rischio sistemico può essere definito come “la probabilità che si accumulino perdite in conseguenza di un evento, che mette in moto una serie di perdite a catena all'interno di istituzioni, che formano il sistema finanziario.”<sup>30</sup>

La Banca dei regolamenti internazionali definisce il rischio sistemico come la probabilità che l'inadempienza di alcuni pagamenti possa generare altre inadempienze, provocando gravi difficoltà finanziarie.

Il rischio sistemico è paragonabile ad un effetto-domino o se si preferisce a una reazione a catena, in cui i vari soggetti sono travolti consecutivamente. Crisi di questo genere si sono verificate anche negli anni più

---

<sup>29</sup> *Ibidem*.

<sup>30</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p.79.

recenti, colpendo interi paesi o intere regioni geografiche. Si pensi alle crisi finanziarie che hanno colpito il Sud-Est asiatico, la Russia e l'America Latina a cavallo del nuovo millennio. Nulla è però paragonabile alle perdite subite dalle principali banche internazionali nel 2007 e nel 2008, che hanno causato un vero e proprio “contagio finanziario”.

Il Fondo Monetario Internazionale, in una pubblicazione del 2010, *Understanding Financial Interconnectedness*, analizza pregi e difetti della globalizzazione finanziaria. In particolare, si evidenzia come la presenza d'interconnessioni nel sistema abbia velocizzato sia la produzione finanziaria, sia la possibilità di propagazione del rischio sistemico, lungo le cosiddette “fault lines”.<sup>31</sup>

Il rischio sistemico si connette principalmente a tre aspetti dell'economia finanziaria. In primo luogo, si ricollega alla fragilità di singoli istituti finanziari, molto spesso determinata da mancanze monetarie. In secondo luogo, tale rischio evidenzia i nessi di carattere sistematico che contraddistinguono l'intero sistema finanziario. In terzo luogo, rinvia all'importanza delle asimmetrie informative che interferiscono nell'andamento dei mercati. In generale, la prevenzione dal rischio sistemico è affidata alla regolamentazione prodotta dalle banche centrali dei singoli paesi e delle unioni regionali.<sup>32</sup>

Molto spesso la letteratura economica tratta il concetto di “contagio finanziario” indicando fenomeni diversi tra loro. Infatti, è possibile parlare di

---

<sup>31</sup> R. MOGHADAM, J. VINALS, *Understanding Financial Interconnectedness*, Strategy, Policy and Review Department of International Monetary Fund, 2010, p.3.

<sup>32</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p.79.

contagio finanziario quando la crisi utilizza come canale di trasmissione il mercato interbancario o, nel caso delle cosiddette “corse agli sportelli” (*bank runs*) o, quando il valore di una categoria di titoli precipita vertiginosamente. Nel primo caso, l’idea è che una crisi, avente luogo in una singola banca, per mezzo del mercato interbancario, si propaghi e si trasformi in una crisi generale del sistema bancario, a causa della “piramidalità” delle transazioni interbancarie.<sup>33</sup> Invece, il caso della “corsa agli sportelli” è una forma particolare di contagio, che accade quando il pubblico ha dubbi sulla capacità delle banche a onorare i propri impegni e decide, quindi, di ritirare i propri fondi depositati in precedenza. In realtà, nessuna banca è capace di fronteggiare una richiesta generalizzata di rimborso in tempi immediati e la corsa agli sportelli si trasforma in una “profezia che si auto avvera”.<sup>34</sup> Evitare che il panico si propaghi è l’unica arma di cui gli Stati godono in codesti casi.

Le banche centrali hanno il compito di garantire l’ordine in tutti i comparti dell’economia evitando che si formino quelle particolari condizioni di stress e panico che caratterizzano i fenomeni di rischio sistemico.

---

<sup>33</sup> D. ZIGLIANI, *Crisi interbancarie ed analisi del sistema finanziario*, Edizioni Simple, Macerata, 2005, p.36.

<sup>34</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p. 80.

## II

### LA GEOGRAFIA DELLE AGENZIE DI RATING

La secondo capitolo si compone di due parti principali. Nei primi quattro paragrafi si analizzano il concetto del “bene informazione”, il *rating*, il processo di emissione di questo stesso e la storia delle agenzie di *rating* più importanti al mondo.

Nella seconda parte, concernente gli ultimi tre paragrafi, si espongono le teorie principali della geografia economica applicate alla finanza globale e alle agenzie di *rating*. In tali paragrafi si cerca di mettere in luce le relazioni territoriali che intercorrono tra le agenzie e i luoghi geografici, per mezzo di modelli geo-economici che i più importanti studiosi di geografia economica, hanno elaborato.

#### 2.1. *Il valore dell'informazione*

La difficoltà nel reperire informazioni è uno dei problemi che maggiormente colpiscono l'evoluzione dei mercati. In un panorama sempre più variegato di prodotti, talvolta le informazioni mancano del tutto, talaltra sono di fatto accessibili, però accade che gli strumenti adeguati e le competenze necessarie per dare corrette interpretazioni siano insufficienti. Con riferimento al mondo della speculazione finanziaria, spesso accade che gli emittenti dispongono di un vantaggio informativo rispetto agli investitori, creando disparità nel rapporto contrattuale. Inoltre, ciò che è certo è che solo l'emittente sarà pienamente a conoscenza del proprio profilo di rischio. L'investitore,

invece, potrà solo emettere congetture e supposizioni sul grado di solvibilità dell'emittente. Tale condizione ha consolidato una funzione essenziale attribuita agli intermediari: la funzione di *rating*.

Il termine *rating* indica: “Una valutazione dell’idoneità di un emittente a provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi a una o più emissioni di titoli di debito”.<sup>35</sup> Oppure, s’intende: “Una misurazione sintetica, ancorché soggettiva, del merito di credito relativo degli emittenti”.<sup>36</sup>

In quest’ottica la funzione di *rating*, esercitata dalle agenzie e dagli intermediari, ha come obiettivo ultimo l’eliminazione delle asimmetrie informative riguardanti i flussi di reddito, che derivano da attività finanziarie.<sup>37</sup>

L’approccio prevalente all’attività di *rating*, almeno fino agli anni sessanta, era influenzato dal pensiero economico neoclassico, che aderiva, fra l’altro, al paradigma *walrasiano*, teoria economica che analizza la problematica dell’ottima allocazione di risorse finanziarie. In un mondo *à la Walras*, le ipotesi iniziali prevedono mercati perfettamente concorrenziali, perfetta omogeneità e disponibilità delle informazioni. Secondo tale modello, le agenzie di *rating* o genericamente gli intermediari finanziari, esisterebbero solo per eventuali oneri minori. La loro presenza sarebbe giustificata da temporanee imperfezioni del mercato, le quali, una volta venute meno, predisporrebbero la scomparsa degli intermediari stessi. È necessario aggiungere che, gli

---

<sup>35</sup> N. LINCIANO, *L’impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating: il caso italiano. Quaderni di finanza*, Consob, Roma, 2004, p. 6.

<sup>36</sup> M. MICU, E. M. REMOLONA, P. D. WOOLDRIDGE, “L’impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap”, *BRI Rassegna trimestrale*, giugno 2004, p.57.

<sup>37</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Bologna, 2009, pp. 75-78.

intermediari finanziari hanno subito per lungo periodo una sorta di ostracismo da parte delle teorie neoclassiche, considerandoli come degli “epifenomeni” della finanza.<sup>38</sup> Se fosse vera l’ipotesi di efficienza perfetta dei mercati finanziari, in base alla quale tutti gli attori avrebbero pieno accesso alle informazioni e, conseguentemente, tutte le informazioni relative al rischio di credito sarebbero già incorporate nei prezzi degli strumenti finanziari scambiati, le agenzie e gli intermediari produrrebbero esclusivamente informazioni aggiuntive. Per di più, secondo tale teoria, l’attività di *rating* delle agenzie giungerebbe a ridurre l’efficienza del mercato, poiché produrrebbe servizi costosi privi di benefici tangibili. In realtà, le ipotesi *walrasiane* si scontrano con le difficoltà degli attori di reperire notizie sui progetti d’investimento delle imprese e titoli di stato. Inoltre, l’inefficienza informativa può avere delle ripercussioni negative sul mercato finanziario, com’è stato ampiamente dimostrato dalla crisi dei mutui *subprime* (si veda capitolo successivo). Per analizzare, quindi, più realisticamente il funzionamento della *financial industry* e la presenza delle agenzie di *rating* al suo interno, è necessario attribuire il giusto valore al concetto di informazione in ambito economico.

Nel 1961, in *The Journal of Political Economy*, George J. Stigler attribuì all’informazione dignità di bene economico, rilevando il concetto che l’informazione è una risorsa costosa e come tale andava trattata. Inoltre, Stigler affermò che i consumatori non sono tutti perfettamente informati e pertanto sarebbero disposti a sostenere il costo dell’informazione.<sup>39</sup> È proprio in

---

<sup>38</sup> M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, cit., p. 238.

<sup>39</sup> STIGLER G.J., “The Economics of Information”, *The Journal of Political Economy*, giugno 1961, Vol.69, n.3, pp. 213-225. Internet:

conformità a tale assunto che scaturisce l'ipotesi dell'eterogeneità di diffusione del bene o, più semplicemente, distribuzione asimmetrica dell'informazione.

La disinformazione, ostacolando una chiara valutazione del rischio di credito, influisce negativamente nei rapporti creditizi. Poiché colui che investirà nel rapporto creditizio cercherà d'incrementare il proprio premio di rischio, per mezzo di un tasso d'interesse più elevato rispetto al costo reale del finanziamento. L'attività delle agenzie di *rating*, riducendo i costi di raccolta ed elaborazione dati, consente di effettuare distinzioni tra i debitori con merito di credito elevato e debitori con merito di credito basso, riducendo l'incertezza dei rapporti creditizi e permettendo di applicare, un tasso d'interesse che tenga conto dell'effettivo merito di credito del debitore.<sup>40</sup> Inoltre, la condivisione d'informazioni riduce i tassi d'interesse e i tassi di *default* allo stesso tempo, creando ricadute positive sul mercato finanziario. Da un lato, la diffusione di *ratings* consente un più ampio accesso al mercato agli emittenti che erano esclusi. Poiché gli investitori non essendo in condizione di conoscere il rischio non stipulavano rapporti creditizi o, richiedevano tassi d'interesse non proporzionali al rischio di credito. Dall'altro, l'attività di osservazione, segnalazione e monitoraggio che precede l'emissione dei *ratings*, rende gli emittenti consapevoli di essere osservati e, quindi, disincentiva comportamenti opportunistici e fenomeni di *moral hazard*.<sup>41</sup>

Tra i fattori dell'industria finanziaria la risorsa "informazione" è divenuta oramai una risorsa "strategica". La dipendenza dal bene informativo è

---

<http://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/stigler.pdf>, (consultato in data 13 novembre 2012).

<sup>40</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p.83.

<sup>41</sup> *Ivi*, p. 10.

maturata grazie alla crescente disponibilità delle tecnologie di comunicazione, le quali assicurano la diffusione e circolazione delle informazioni finanziarie in tempi reali.<sup>42</sup> La “rivoluzione informatica” degli anni recenti ha contribuito a plasmare una nuova realtà, agendo con effetti dirompenti sul comparto finanziario e la sua geografia. L’utilizzo di strumentazioni telematiche ha slegato, su larga scala, gli operatori dalle grandi città finanziarie. I fattori “distanza” e “luogo fisico” sono stati, in qualche misura, emarginati. L’effetto preminente di tale rivoluzione è stato proprio quello di modificare la rappresentazione sociale della distanza e del tempo, di attenuare l’entità dello spazio territoriale per sfumare i “confini” dei grandi centri finanziari, senza tuttavia abatterli, come ipotizza Danilo Zolo collegandosi all’analisi di Ian Clark in *“Globalization and Fragmentation: International Relations in the Twentieth Century”*.<sup>43</sup> Se in passato l’accesso all’informazione era condizionato da elementi spazio-temporali, con lo sviluppo della tecnologia delle interconnessioni digitali, lo scenario internazionale è cambiato radicalmente. Basti pensare che la conclusione di un’operazione finanziaria sia dipendente dal grado di disponibilità d’informazioni, con riferimento ai titoli, alla situazione di mercato, alla controparte e, soprattutto, alla valutazione razionale dei rischi di credito.

*Il confronto internazionale tra mercato e mercato e tra grandi operatori della intermediazione finanziaria si gioca per lo più sul terreno della maggior capacità e possibilità di utilizzare le potenzialità dei sistemi telematici. Dalla concentrazione territoriale delle tecnologie dell’informatica deriva un’articolata composizione*

---

<sup>42</sup> R. DALE, “Towards the Millennium. The economic revolution has begun”, *The Time*, 13 marzo 1995, p. 44.

<sup>43</sup> D. ZOLO, *Globalizzazione. Una mappa dei problemi*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2009, pp. 5-25.

*dell'economia finanziaria, dove coesistono e si contrappongono sistemi a tecnologia evoluta e sistemi invece ancora connotati da un grado non elevato di attrezzatura informatica.*<sup>44</sup>

L'espansione spaziale operata dalle tecnologie di circuito elettronico, il quotidiano attraversamento delle frontiere nazionali di flussi di moneta e di capitali, la progressiva *deregulation* finanziaria e la maggiore libertà di contrattazione hanno prodotto un nuovo "spazio finanziario", il quale si presenta come un'area contraddistinta da un numero esiguo di nodi principali e una vasta quantità di flussi in grado di trasportare le informazioni in tempi reali.<sup>45</sup> Richard O'Brien, nel 1992, ha decretato la "fine della geografia", nel senso che la rivoluzione telematica e la globalizzazione dei mercati, originati dalla diminuzione del costo dei trasporti e dall'aumento progressivo della velocità d'informazione, sono riuscite a creare un unico spazio geografico, nel quale le distanze fisiche sono state abolite e non costituiscono più alcun vincolo allo svolgimento delle attività finanziarie; così la "fine della geografia", secondo O'Brien, e altri, quali, Howard Wachtel e Kenichi Ohmae, descrive un sistema unico, globale, indistinto dove ogni tentativo di localizzazione della finanza non ha più alcuna valenza.<sup>46</sup>

Nonostante le rivelazioni quantitative confermino la crescita progressiva dei volumi di transazioni finanziarie, provenienti da ogni parte del mondo non si può per nulla di parlare di "fine della geografia". La rivoluzione informatica e le dinamiche della globalizzazione finanziaria, che hanno

---

<sup>44</sup> M. G. LUCIA, *La geografia finanziaria. Mercati e territorio*, Pàtron Editore, Bologna, 1999, p. 26.

<sup>45</sup> *Ivi*, p. 12.

<sup>46</sup> R. O'BRIEN, *Global financial integration: The end of geography*, Pinter, London, 1992, p. 100.

investito i mercati e gli intermediari, hanno trasformato, anzi complicato e non di certo cancellato la geografia finanziaria. La globalizzazione ha prodotto un'intensificazione dei fenomeni di agglomerazione selettiva, modificando le dinamiche di organizzazione territoriale e creando nuove connessioni tra finanza e "territorio". Lungi dall'essere abolita, l'analisi geografica è una chiave interpretativa fondamentale per comprendere le dinamiche della *financial industry* e, in particolar modo, dell'economia dell'informazione e del ruolo attribuito alle agenzie di *rating*.

*La geografia economica descrive e interpreta le forme territoriali dei mercati e dell'industria dei servizi finanziari, indagando i complessi termini della coesistenza/contrapposizione tra globale e locale, tra i processi di agglomerazione selettiva di funzioni in aree metropolitane e dinamiche di localizzazione diffusa di attività e servizi.*<sup>47</sup>

In conclusione, l'economia postindustriale è segnata da diversi processi, quali: l'internazionalizzazione, la globalizzazione, la terziarizzazione e la crescente e pervasiva diffusione dell'informazione economica.<sup>48</sup> In questa nuova realtà, consolidatasi principalmente negli anni 90', il paradigma dei mercati finanziari perfetti, secondo cui i prezzi abbattano tutte le incertezze informative, potrebbe risultare insufficiente. In un contesto dove l'informazione assume valenza strategica, coloro che la interpretano e la diffondono assumono altrettanta importanza e risonanza. L'avvento della "rivoluzione telematica" e l'abbattimento delle barriere spazio-temporali, utilizzando la terminologia popperiana, hanno generato numerose conseguenze inintenzionali. In una fase storica di continuo accrescimento dei flussi

---

<sup>47</sup> M. G. LUCIA, *La geografia finanziaria. Mercati e territorio*, cit., p. 15.

<sup>48</sup> R. DALE, "Towards the Millennium. The economic revolution has begun", cit., p. 43.

d'informazione, le agenzie di *rating*, dato il loro ruolo informativo, hanno un compito di grande responsabilità verso gli operatori finanziari.

*L'affermazione di sistemi finanziari sempre più orientati ai mercati viene concretamente agevolata dalla presenza di soggetti istituzionalmente specializzati nella valutazione del merito di credito degli emittenti che divulgano, secondo prestabilite modalità, il risultato delle loro analisi.*<sup>49</sup>

## 2.2. Il rating

Secondo la definizione di Standard&Poor's il *rating* si definisce come “un’opinione sul merito di credito complessivo del debitore (*issuer rating*) oppure sul merito di credito del debitore con riferimento a una particolare obbligazione finanziaria (*issue rating*), valutato sulla base di alcuni fattori di rischio rilevanti”<sup>50</sup>. Per Moody's il *rating* è, invece, “un’opinione sulla capacità futura di un emittente di adempiere le scadenze prestabilite al pagamento del capitale e degli interessi relativi a una specifica obbligazione”.<sup>51</sup> Peraltro, il *rating* emesso da Fitch è definibile come “ un’opinione in merito alla relativa capacità di un’entità di far fronte agli impegni finanziari, quali interessi, dividendi, rimborso di capitale, crediti assicurativi e obbligazioni”.<sup>52</sup>

Le definizioni delle tre grandi agenzie sono certamente simili, poiché lo scopo del *rating* percorre un’unica via. Idealisticamente, l’esistenza di giudizi di *rating* dovrebbe aumentare l’efficienza del mercato dei capitali, grazie alla

---

<sup>49</sup> E. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., p. 236.

<sup>50</sup> STANDARD & POOR'S FINANCIAL SERVICE LLC (S&P), *Guide to Credit Rating Essentials. What are credit ratings and how do they work?*, 2011, p. 5.

<sup>51</sup> MOODY'S INVESTITORS SERVICE, *Moody's Rating Symbols & Definitions*, 2007, p. 3.

<sup>52</sup> FITCH RATINGS, *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*, 2012, p. 6. Internet:[http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf), (consultato in data 16 dicembre 2012).

divulgazione di opinioni affidabili, tempestive, corrette e indipendenti sulla probabilità che un emittente sarà in grado di ripagare sia il capitale sia gli interessi dello strumento al quale è stato attribuito il *rating*.<sup>53</sup>

Il lavoro di sintesi informativa, sia qualitativo sia quantitativo, eseguito dalle agenzie di *rating* si esprime attraverso un semplice valore alfanumerico, consentendo anche agli investitori meno esperti di comparare il rischio di credito dei diversi strumenti finanziari. Infatti, se Henry Poor, per mezzo del quale nacque S&P, fu il primo a fornire valutazioni sulle *performance* delle aziende statunitensi, John Moody, a sua volta, fu il primo a valutare le stesse per mezzo di codici alfanumerici.

La comparabilità dei giudizi emessi dalle agenzie è una delle qualità più importanti del *rating*, poiché risponde al suo scopo principale. Fornire agli investitori e agli altri componenti del mercato finanziario un'informazione chiara e comparabile. Per tale motivo le agenzie adottano dei sistemi di classificazione semplici e di rapida consultazione. Le scale dei *rating* delle tre grandi agenzie, le cui tabelle sono riportate alle pagine successive, sono tradizionalmente suddivise in due sezioni: vi sono i *rating* classificabili come *investment grade* e quelli classificabili come *speculative grade*. Per gli emittenti è importante che la valutazione rientri nella prima categoria, poiché questa indica un livello relativamente basso di rischio per gli investitori. La seconda categoria non soltanto, indica un livello di rischio di credito più alto, ma include anche, come nel caso delle scale di *rating* di Standard&Poor's e Fitch, una valutazione di *default* in corso.

---

<sup>53</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 85.

Al fine di rendere quanto più esaustiva l'analisi concettuale del *rating*, altre due caratteristiche necessitano di essere messe in luce: la possibilità di *rerating* e la valutazione su richiesta.

La prima caratteristica scaturisce dall'assunto che un *rating*, riguardante titoli o aziende o enti sovrani, non può considerarsi definitivo. Tutti i giudizi, infatti, sono sottoposti a revisione e gli eventuali cambiamenti possono avvenire in qualsiasi momento, se mutano le condizioni sostanziali.<sup>54</sup> Inoltre, con i termini *rating watch* e *rating outlook* si suole far riferimento a quelle indicazioni che accompagnano la valutazione alfanumerica e che forniscono previsioni sull'evoluzione del *rating* nel tempo. Il *rating watch*, o *credit watch*, è un'indicazione che tipicamente si concretizza nel breve periodo e segnala l'elevata probabilità del cambio del *rating*. Il *rating watch* può segnalare un cambio "positivo" del *rating*, in questo caso un *upgrade*, oppure "negativo", quindi un probabile *downgrade*, o "in evoluzione" qualora sia ugualmente possibile un aumento, un abbassamento o un mantenimento dello stesso punteggio.<sup>55</sup> Si tratta di un periodo "di guardia" dove sono raccolte ulteriori informazioni che sono in grado di modificare il giudizio emesso. Il *rating outlook* indica la direzione verso cui può variare un *rating*, però, in un orizzonte temporale di uno o due anni. Tale indicazione riflette un trend finanziario che non è talmente tanto maturo da provocare un cambio di *rating*, ma che potrebbe farlo se tale trend continuasse. Anche in questo caso si può

---

<sup>54</sup> E. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, Isedi, Milano, 2011, p. 250.

<sup>55</sup> FITCH RATINGS, *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*, 2012, p. 54. Internet: [http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf), (consultato in data 16 dicembre 2012).

parlare di *outlook* positivo, negativo o in evoluzione, ma ciò non implica che la variazione sia inevitabile.<sup>56</sup>

L'attribuzione del *rating* avviene solo su richiesta. Tale altra caratteristica è giustificata dal fatto che un processo di valutazione non sarebbe pienamente compiuto senza la piena collaborazione dell'impresa interessata, poiché è quest'ultima che fornisce l'accesso all'agenzia di *rating* a tutte le informazioni necessarie. Pertanto sarà a carico dell'emittente il pagamento del servizio offerto dall'agenzia. Tale struttura lascia ipotizzare dei possibili conflitti d'interesse, questo fenomeno è comunemente chiamato "*shopping rating*" e sarà analizzato in seguito nel corso di tal elaborato.

I *rating* possono riguardare sia enti, aziende o singole obbligazioni emesse. In generale, i principali prodotti delle agenzie di *rating* sono sei:

- *bond rating*: concerne la valutazione del merito di credito riguardante prestiti obbligazionari;
- *sovereign credit rating*: concerne quello che è comunemente chiamato *rating* sovrano. L'importanza di tale categoria impone un'analisi maggiormente approfondita che si rimanda al successivo sottoparagrafo;
- *issuer rating*: concerne la valutazione del merito di credito dell'emittente, cioè colui il quale pone in essere una o più obbligazioni;
- *bank financial strength rating*: concerne la valutazione relativa alla solidità finanziaria delle banche;

---

<sup>56</sup> *Ibidem.*

- *claim-paying ability rating*: concerne la valutazione relativa alla solidità finanziaria delle compagnie assicurative;
- *bank loan rating*: concerne la valutazione relativa ai prestiti bancari;

**Tabella 1.** Le scale di *rating* di Fitch e Standard&Poor's.

		Fitch Ratings	Standard&Poor's
Investment grade			
<b>AAA</b>		rischio di credito estremamente basso	capacità di rimborso del debito molto alta
<b>AAA</b>	<b>AA+</b>	richio di credito molto basso; capacità di rimborso solida	capacità di rimborso del debito molto alta, di poco inferiore a AA
	<b>AA</b>		
	<b>AA-</b>		
<b>A</b>	<b>A+</b>	aspettativa bassa di rischio di credito; adeguata capacità di rimborso	elevata capacità di rimborso del debito ma influenzabile da eventuali cambiamenti della situazione economica e finanziaria
	<b>A</b>		
	<b>A-</b>		
<b>BBB</b>	<b>BB+</b>	capacità di rimborso adeguata ma soggetta a cambiamenti collegati al ciclo economico	adeguata capacità di rimborso del debito, con più alta probabilità di indebolimento in presenza di condizioni economiche e finanziarie sfavorevoli
	<b>BB</b>		
	<b>BB-</b>		
Speculative grade			
<b>BB</b>	<b>BB+</b>	possibilità di rischio di credito soprattutto se la situazione economica non è sfavorevole	nel breve periodo non esiste pericolo di capacità di insolvenza, la quale tuttavia dipende da eventuali mutamenti a livello economico e finanziario
	<b>BB</b>		
	<b>BB-</b>		
<b>B</b>	<b>B+</b>	significativo rischio di credito pur essendoci un lieve margine di garanzia	condizioni economiche e finanziarie avverse potrebbero quasi annullare la capacità di rimborso
	<b>B</b>		
	<b>B-</b>		
<b>CCC, CC e C</b>		forte possibilità di insolvenza	CC indica un alto grado di speculazione; C riservato ai titoli per cui non sono stati pagati interessi
<b>DDD, DD e D</b>		titoli altamente speculativi	D per i titoli in stato di insolvenza (S&P)
I segni + e - possono essere aggiunti ai rating compresi tra AA e B, per indicare la posizione relativa del titolo all'interno della classe di rating			

Fonte: *Scale di rating*, da: <http://www.finanzaonline.com/837365d1201615525-ratings-e-rischi> (consultato in data 19 novembre 2012).

**Tabella 2.** La scala di *rating* di Moody's.

		<b>Moody's</b>
		<b>Investment grade</b>
<b>Aaa</b>		bassissimo grado di rischio dell'investimento
<b>Aaa</b>	<b>Aa1</b>	bassissimo grado di rischio dell'investimento ma con garanzie per il pagamento degli interessi inferiore a quelle della classe superiore
	<b>Aa2</b>	
	<b>Aa3</b>	
<b>A</b>	<b>A1</b>	adeguati elementi di garanzia per il pagamento degli interessi e del capitale alla scadenza, che però, possono deteriorarsi nel futuro
	<b>A2</b>	
	<b>A3</b>	
<b>Baa</b>	<b>Baa1</b>	adeguate possibilità di pagamento degli interessi del rimborso del capitale, tuttavia influenzabile da fattori esogeni
	<b>Baa2</b>	
	<b>Baa3</b>	
		<b>Speculative grade</b>
<b>Ba</b>	<b>Ba1</b>	copertura degli interessi e del capitale insoddisfazione, titoli con caratteristiche leggermente speculative
	<b>Ba2</b>	
	<b>Ba3</b>	
<b>B</b>	<b>B1</b>	investimento non sicuro; poche garanzie di pagamento quota interesse e quota capitale
	<b>B2</b>	
	<b>B3</b>	
<b>Caa</b>	<b>Caa1</b>	possibili condizioni di insolvenza
	<b>Caa2</b>	
	<b>Caa3</b>	
<b>Ca e C</b>		scarsissima possibilità di pagamento degli interessi e di rimborso della quota capitale
<p>Ai rating compresi tra Aa e Caa è aggiunto un numero (1, 2 o 3) per indicare il posizionamento, rispettivamente, superiore, mediano e inferiore rispetto alla categoria di appartenenza</p>		

Fonte: *Scale di rating*, da: <http://www.finanzaonline.com/837365d1201615525-ratings-e-rischi> (consultato in data 19 novembre 2012).

### 2.2.1. Sovereign credit rating

Il *Sovereign credit rating* è una stima della probabilità che uno stato sovrano non sarà in grado di adempiere alle sue obbligazioni.<sup>57</sup> Per Standard&Poor's il *sovereign credit rating* riflette la futura capacità e volontà di pagamento, in tempo, dei debiti obbligazionari da parte dei governi sovrani.<sup>58</sup> È una tipologia di valutazione finanziaria che copre un'area molto vasta e in continua espansione. Basti pensare che, nel 2008, S&P ha assegnato il proprio 118esimo *rating* sovrano.

Il titoli di stato rappresentano circa il 40% dei *bonds* prodotti globalmente, dunque rappresentano un importante classe di *asset* che gli investitori acquisiscono nel mondo. Secondo S&P, è quindi fondamentale fornire dei parametri di riferimento che aiutino, in maniera diretta, gli investitori nel prendere le proprie decisioni e, in maniera indiretta, il mercato finanziario. Poiché la liberalizzazione del mercato finanziario e le forze della globalizzazione economica necessitano di tali strumenti di valutazione, al fine di rendere quanto più ampio possibile l'accesso al mondo della finanza.<sup>59</sup>

Esistono due tipologie di *rating* sovrano: quello relativo alle emissioni di strumenti di debito in valuta estera e quello relativo alle emissioni di strumenti di debito in valuta nazionale.

Tale categoria di giudizio finanziario produce, inoltre, due semplici conseguenze. In primo luogo, facilita l'accesso dei governi al mercato dei capitali finanziari, proprio come, in generale, il concetto *rating* consente un

---

<sup>57</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 87.

<sup>58</sup> STANDARD & POOR'S RATING DIRECT, *Sovereign Credit Ratings: A Primer*, 2008, p. 2.

<sup>59</sup> STANDARD & POOR'S, *Ratings Direct on the Global Credit Portal*, 2013, p. 2.

avvicinamento dell'investitore "comune" al mondo della finanza. In secondo luogo, produce il cosiddetto *country ceiling effect*. Essendo che, il *rating* sovrano influenza i *rating* emessi su strumenti di debito prodotti da enti locali o da imprese localizzate nel territorio. Il *rating* di tali enti locali o imprese, non potrà essere generalmente superiore al *rating* sovrano del paese stesso. La valutazione emessa, dunque, assumerà il significato di "tetto" per il *rating* delle imprese residenti. In altre parole, un'impresa emittente non potrà aspirare ad una valutazione superiore a quella del proprio paese di residenza. Per tale ragione acquisterà una grande importanza, non solo per gli investitori ma anche per le imprese, la valutazione del rischio paese effettuata dalle agenzie.

Infine, nell'emissione di un *rating* sovrano vengono considerati molti fattori, i quali riguardano il domino economico, sociale e politico. Richard Cantor e Frank Packer, analizzando i *ratings* sovrani emessi da Standard&Poor's e Moody's, considerano 8 fattori come determinanti del rischio sovrano: reddito pro capite, inflazione, bilancia dei pagamenti, indebitamento, grado di sviluppo economico, crescita del PIL e storia dei fallimenti.<sup>60</sup> Cantor e Packer mostrano anche che i *rating* sovrani hanno un'influenza considerevole nel determinare il premio di rischio associato agli strumenti di debito emessi dagli stati.

### 2.3. *Il processo di emissione del rating*

All'assegnazione di un *rating* si giunge mediante un *iter* che può essere suddiviso nelle seguenti fasi:

---

<sup>60</sup> R. CANTOR, F. PACKER, "Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings", *Frbny Economic Policy Review*, ottobre 1996, pp. 37-53.

- a. richiesta da parte dell'emittente;
- b. raccolta dati e analisi;
- c. emissione del *rating* e pubblicazione;
- d. monitoraggio dell'evoluzione del *rating*.

a. Richiesta da parte dell'emittente. Il processo che consente di emettere un giudizio di *rating* deve necessariamente prendere spunto dal soggetto emittente e, come ribadito nel secondo paragrafo, necessita di una stretta collaborazione tra i *raters* e il soggetto che viene valutato. A seguito della richiesta effettuata, il soggetto emittente dovrà rispondere a dei precisi obblighi, quali la disponibilità a fornire qualsiasi tipo di informazione richiesta e l'accettazione incondizionata di qualsiasi revisione del *rating*, una volta che questo sia stato accettato e pubblicato. Oltre i doveri esistono anche i diritti in capo al soggetto richiedente il *rating*. Si tratta di diritti di riservatezza che l'agenzia e i suoi analisti devono mantenere riguardo le notizie di cui vengono in possesso.<sup>61</sup> Tale fase iniziale dell'*iter* viene formalizzata per mezzo di un'istanza formale che include una dichiarazione circa gli obblighi del soggetto richiedente e dell'agenzia.

b. Raccolta dati e analisi. Tale seconda fase ha inizio con un incontro tra i membri della direzione generale del soggetto valutato e i rappresentanti dell'agenzia di *rating*, i quali sono le medesime persone che compongono il *team* di analisti che si occuperà di emettere il giudizio.<sup>62</sup> La squadra di analisti è selezionata da il *Managing Director*, competente per il settore, che in particolar modo, all'interno di tale *pool* di esperti, sceglie un

---

<sup>61</sup> E. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., p.252.

<sup>62</sup> *Ibidem*.

analista principale e uno di *back-up*. A loro spetta il compito di raccogliere le informazioni, le quali sono piuttosto differenti. Si tratta di schede informative delle autorità di regolamentazione, bilanci, *budget* previsionali, analisi macro economiche, valutazioni non riguardanti l'ambito economico, nonché risposte specifiche alle domande degli analisti.

c. Emissione del *rating* e pubblicazione. Una volta che le informazioni sono state raccolte, gli analisti le valutano e producono un *dossier* che non è alla base dell'elaborazione del *rating*, ma anche degli eventuali futuri *rerating*.<sup>63</sup> Tale *dossier* sarà distribuito e discusso all'interno del comitato di *rating* insieme alla proposta di *rating* del team di analisti. Il comitato di *rating* ha una funzione decisionale e su di lui ricade anche la responsabilità decisionale del *rating*. Il comitato può direttamente approvare la valutazione proposta dagli analisti o comunque decidere di reconsiderarla, apportando modifiche. In qualunque caso, la decisione è adottata all'unanimità e concerne il punteggio finale da assegnare all'emittente e la sua nota esplicativa.

Il comitato è composto da: il *Managing Director*, l'analista principale, l'analista di *back-up*, gli eventuali analisti di sostegno e coloro i quali abbiano competenze specifiche pertinenti alla decisione da prendere. Una volta presa la decisione incombe sull'agenzia l'obbligo di notifica. L'agenzia notificherà in via confidenziale, al soggetto valutato il *rating* assegnatogli; in questa fase l'agenzia rilascerà anche una bozza del comunicato stampa, nel quale è presentato il giudizio, e le relative motivazioni. A questo punto sulla base della risposta del soggetto valutato si prospettano scenari diversi. In altre parole, alla fine del processo e dopo aver preso conoscenza del giudizio, il soggetto

---

<sup>63</sup> *Ivi*, p. 253.

deciderà se accettare o meno il *rating*, oppure se chiedere una riesamina del giudizio ottenuto, arrecando nuovi elementi informativi.

Qualora l'emittente scegliesse di rifiutare e non pubblicare il *rating* ottenuto, esso non potrebbe sfruttarlo in alcun modo, né l'agenzia potrebbe decidere autonomamente di pubblicarlo. L'agenzia rimarrebbe legata all'obbligo di confidenzialità sottoscritto durante la prima fase del processo e il *rating* rimarrebbe segreto tra le parti.

Se, invece, l'emittente optasse per l'accettazione del *rating*, allora, l'agenzia provvederebbe alla sua pubblicazione e massima diffusione dello stesso attraverso le principali pubblicazioni finanziarie mondiali e le reti telematiche, al fine di renderlo un criterio utile per le scelte degli investitori.

d. Monitoraggio dell'evoluzione del *rating*. Il rischio di credito sotteso all'acquisto di un titolo immesso nel mercato finanziario raramente rimane identico. Per questo motivo ogni giudizio emesso viene riesaminato almeno una volta l'anno.<sup>64</sup> In altre parole, è posta in essere una costante sorveglianza del rischio di credito da parte dell'agenzia, che, potenzialmente, potrebbe condurre a delle variazioni sul giudizio emesso. Tale attività di monitoraggio sarebbe impensabile senza il dialogo continuo che gli analisti intrattengono con il soggetto valutato. Soprattutto gli incontri con l'alta direzione dell'emittente sono fondamentali per analizzare sviluppi e variazioni del rischio di credito.

---

<sup>64</sup> *Ivi*, p. 254

Al termine della revisione di un giudizio sarà sempre il comitato di *rating* a decidere se dovrà esserci una variazione dello stesso o meno.<sup>65</sup> Inoltre, qualora si verificano eventi particolari, l'agenzia può decidere di sottoporre un *rating* a revisioni speciali, inserendolo in apposite "liste di sorveglianza". Per esempio, Moody's riporta tutti gli emittenti sottoposti a "sorveglianza speciale" all'interno del *Corporate Reports service's watchlist*.

Il processo di monitoraggio, come ogni altra fase, avviene sempre per l'obbligo fondamentale che le agenzie devono soddisfare. Ovvero, garantire in ogni momento la precisione del giudizio emesso, essendo gli informatori principali sul rischio di credito.

#### 2.4 *Le tre agenzie globali: la storia*

La globalizzazione finanziaria e commerciale ha contribuito a modificare ed ampliare la copertura geografica delle imprese che producono *rating*. Tale sviluppo dipende sia dall'aumento delle quote di mercato delle tre grandi agenzie globali, sia dall'incremento di operatività di quelle nazionali. Sebbene la Commissione di Basilea segnali l'esistenza di 150 agenzie di *rating* in tutto il mondo, in realtà, tale settore è dotato di una struttura fortemente concentrata e dominata da un esiguo numero di agenzie. Il mercato del *rating* si contraddistingue per essere un sistema "quasi-monopolistico" caratterizzato da tre operatori globali.<sup>66</sup> Standard & Poor's e Moody's Investors Services, società private di origine statunitense, definite dal Dipartimento di Giustizia degli Stati Uniti, nel 1998, *partner monopoly*, detengono insieme l'80% della

---

<sup>65</sup> *Ibidem*.

<sup>66</sup> L. J. WHITE, *The credit rating industry: an industrial organization analysis*, Stern School of Business New York University, 2001, pp. 6-40. Internet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=267083](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083), (consultato in data 3 gennaio 2013).

quota globale del mercato. Considerando che, Fitch Investors Service è il terzo *player* mondiale, di dimensioni inferiori ai primi due, si stima che oltre il 90% dei ricavi complessivi provenienti dalla *rating industry*, offerti su scala mondiale, faccia capo a questi tre attori.<sup>67</sup> La loro operatività è mondiale e la loro copertura geografica molto più ampia del mercato statunitense dal quale provengono; per tali ragioni sono denominate come “agenzie globali”.<sup>68</sup>

Il comparto del *rating* è tuttavia abitato da differenti agenzie. Oltre quelle citate ve ne sono molte altre di dimensioni minori, che operano in nicchie di mercato o che sono controllate da agenzie più grandi. In un indagine condotta dalla Commissione di Basilea nel 2000, s’identificano tre categorie principali di agenzie<sup>69</sup>:

- le agenzie nazionali, che operano su scala nazionale e utilizzano prevalentemente metodi statistici per le valutazioni del merito di credito;
- le agenzie regionali, che operano in uno spazio più ampio rispetto alle prime e nell’ambito di una specifica regione geografica;
- le agenzie globali, la cui attività si sviluppa su scala mondiale.

Nonostante il proliferare, specie nell’ultimo decennio, di nuove agenzie oltre quelle globali, il mercato del *rating* rimane comunque un quasi - monopolio. Tale tipologia di mercato attribuisce alle agenzie un potere che viene messo sott’accusa dal mondo politico, soprattutto in Europa, e si pensa

---

<sup>67</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, Pavia University Press, Pavia, 2011, p. 186.

<sup>68</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 31.

<sup>69</sup> *Ivi*, p. 32.

che l'ingresso di nuove agenzie nel mercato possa contribuire a contenere l'importanza dei soggetti operanti. Tali argomentazioni, che saranno approfondite successivamente e che appaiono fondate logicamente, non possono oscurare alcune specificità del settore, le quali sono in grado di spiegare la sua concentrazione e la scarsità di attori presenti.

Le agenzie globali beneficiano di evidenti economie di scale e vantaggi strategici, che consentono loro di essere i *leaders* incontrastati nel settore. Si tratta della disponibilità di risorse umane e di un patrimonio informativo accumulato in campo economico, che, nel tempo, sono divenuti elementi chiave per detenere una posizione predominante. Inoltre, il prestigio delle agenzie globali tende ad accrescersi nel tempo proporzionalmente all'estensione dell'attività svolta, creando una barriera all'entrata per le potenziali agenzie emergenti. Quindi nuovi attori si trovano di fronte ostacoli difficilmente superabili. In aggiunta, i loro *rating* non godono della stessa reputazione e credibilità di quelli delle agenzie globali, perpetuandosi una situazione di dominio degli operatori esistenti e di bassa fiducia verso quelli emergenti.<sup>70</sup>

#### 2.4.1. Moody's

Il padre fondatore di Moody's è Jonh Moody, talentuoso giornalista ed imprenditore, il quale fu in grado d'interpretare le nuove esigenze informative degli attori finanziari. Nel 1900 John Moody & Company pubblica il *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*. Tale manuale forniva informazioni e statistiche su azioni ed obbligazioni di istituzioni finanziarie,

---

<sup>70</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., pp. 188-189.

agenzie governative ed imprese e solo dopo due anni era già conosciuto in tutti gli Stati Uniti. Nel 1909, il volume *Moody's Analyses of Railroad Investments* descriveva i principi analitici che l'agenzia utilizzava per valutare imprese ferroviarie e, nel 1913, il manuale allarga la propria cerchia anche alle imprese del settore industriale, trasformando lo strumento del *rating* in un fattore essenziale del mercato dei capitali. Un anno dopo *Moody's Investor Service* fu incorporata e continuò la sua ascesa, espandendosi sul mercato obbligazionario statunitense e superando brillantemente la Grande Depressione del 1929.<sup>71</sup>

Oggi Moody's è uno dei leader mondiali nel mercato del *rating*, fornisce dati e strumenti analitici, pubblica ricerche e commenti riguardanti oltre 9.300 clienti e 2.400 istituzioni al mondo. Moody's attribuisce il *rating* a più di 100 stati sovrani e 29.000 emittenti di finanza pubblica. Si annoverano tra la sua clientela investitori istituzionali, imprese, emittenti pubblici, banche d'investimento ed intermediari finanziari. Infine, ha localizzato uffici in tutti i centri economici e finanziari globali, vantando un organico di circa 3.000 persone in tutto il mondo.<sup>72</sup>

#### 2.4.2. Standard&Poor's

Le origini di Standard&Poor's risalgono al lontano 1860, quando Henry Varnum Poor, fondatore di S&P, pubblicò *History of Railroads and Canals in the United States*; opera precorritrice degli odierni articoli di analisi azionaria. Nel 1906, nacque lo Standard Statistic Bureau con l'intento di fornire dati e informazioni finanziarie, che normalmente non erano disponibili

---

<sup>71</sup> MOODY'S INVESTITOR SERVICE, *Moody's History: A Century of Market Leadership*. Internet: <http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>, (consultato in data 5 dicembre 2012).

<sup>72</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 27.

alle imprese statunitensi. Dopo dieci anni, nel 1916, l'attività di *rating* entra a far parte del lavoro svolto dall'ufficio statistico. Nel 1941, nacque Standard&Poor's, grazie alla fusione tra Standard Statistic Bureau e Poor's Publishing, che sin da subito cercò di garantire la riuscita della sua missione e cioè: tutelare il "diritto alla conoscenza" fornendo *rating*, indici, valutazioni di rischio e dati. Infine, nel 1966, Standard&Poor's fu acquisita dal gruppo editoriale McGraw-Hill.<sup>73</sup>

Si stima che, ad oggi, oltre \$1,5 miliardi di attività d'investimento sono collegate agli indici pubblicati da S&P e più di \$5 miliardi hanno come parametro di riferimento (*benchmark*) i giudizi di S&P. Inoltre, solo nel 2007 Standard&Poor's Rating Service ha pubblicato più di 510.000 giudizi di *rating* e abbia valutato anche l'ammontare del debito pari a \$32 miliardi di 100 paesi. Il suo organico si compone di circa 8.500 dipendenti localizzati in 23 paesi nel mondo e vanta anche l'affiliazione di agenzie localizzate in Cina, Indonesia e Malesia. È a tutti gli effetti un "agenzia di *rating* globale".<sup>74</sup>

#### 2.4.3. Fitch

Il 24 dicembre 1913 John Knowles Fitch fondò con il nome di Fich Publishing Company, un'azienda che pubblicava statistiche finanziarie e che ben presto divenne leader in tal settore, anche attraverso la pubblicazione di due manuali *Fitch Bond Book* e *Fitch Stock and Bond Manual*. A partire dal 1924, la Fitch Ratings introdusse la scala di *rating* per esprimere le proprie valutazioni, tale scala va tutt'oggi da una valutazione di tipo "AAA" a una di

---

<sup>73</sup>STANDARD&POOR'S, *A History of Standard&Poor's*. Internet: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>, (consultato in data 5 dicembre 2012).

<sup>74</sup>G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 28.

tipo “D”. Nel 1997 l’agenzia è stata acquisita da una *holding* anglofrancese, che aveva precedentemente acquisito IBCA, agenzia di *rating* londinese. Tale fusione ha rappresentato il primo passo verso la trasformazione di Fitch Ratings in un’agenzia di stampo globale. Le acquisizioni di Duff & Phelps Credit Rating e di Thomson BankWatch, avvenute nel 2000, ad opera di Fitch Ratings, non sono state nient’altro che la realizzazione dell’obiettivo di copertura globale delle istituzioni finanziarie da parte di Fitch.<sup>75</sup>

Ad oggi Fitch Ratings rappresenta il terzo *player* del mercato mondiale del *rating*, a fianco di S&P e Moody’s; il suo organico conta oltre 2.900 dipendenti e 49 uffici sparsi nel mondo e le due sedi principali si trovano a New York e nella City di Londra.<sup>76</sup>

## 2.5. *La global finance e il suo spazio finanziario: implicazioni geografiche*

L’espressione “finanza globale” riassume fenomeni complessi, come la libertà di contrattazione o libertà di movimento di capitali, che hanno plasmato l’economia finanziaria, al punto tale da coinvolgere i singoli mercati nazionali in un sistema transnazionale, cioè, per l’appunto, il “sistema globale della finanza”.

“Un servizio si definisce globale, quando può essere offerto in tutto il mondo, indipendentemente dalla considerazione dei confini politici e del contesto nazionale in cui viene prodotto”.<sup>77</sup> Tale definizione è essenziale, poiché consente di fare delle distinzioni rispetto ai concetti di “economia finanziaria internazionale” o “sistema finanziario multinazionale”. La

---

<sup>75</sup>FITCH RATINGS, *Fitch Ratings. About us.* Internet: <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp> (consultato in data 5 dicembre 2012).

<sup>76</sup>G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 29-30.

<sup>77</sup>R. O’BRIEN, *Global financial integration: The end of geography*, cit., p. 40.

globalizzazione finanziaria può considerarsi semplicemente come la degna evoluzione del fenomeno di apertura multinazionale, sviluppatosi nel corso degli anni Sessanta e Settanta. Infatti, una cosa è riferirsi ai rapporti finanziari con proiezione internazionale o multinazionale, altra cosa è intendere, invece, la *deregulation* dei mercati; uno spazio finanziario aperto ai rapporti transnazionali che operano su scala mondiale, e per tale ragione in una dimensione “globale”, avente gradi di libertà e assenza di vincoli nazionali.<sup>78</sup>

L'esistenza di uno spazio finanziario globale provoca numerose conseguenze, tra le quali molteplici hanno una valenza geografica. Analizzare la geografia della finanza globale significa analizzare il contesto geo-economico nel quale le agenzie di *rating* sono situate e le conseguenze territoriali che sono state prodotte.

Anzitutto, il peculiare rapporto tra sistema economico, territorio e stato nazionale sembrerebbe essere stato messo in discussione dalla presenza di servizi finanziari sempre più incentivati da una logica transnazionale, nella quale il ruolo tradizionalmente assegnato alla politica monetaria dei singoli stati-nazione è oramai pregiudicato, cosicché uno spazio geopolitico non è più pensabile sulla base dei parametri della valuta comune, del sistema giuridico e delle istituzioni monetarie. Lo scenario internazionale degli anni '90 ha mostrato numerosi segni di disgregazione del rapporto tra economia finanziaria e stato-nazione, ma, al tempo stesso, ha prodotto nuove entità geografiche che operano secondo le regole della finanza globale.

Tra i processi che descrivono lo spazio finanziario di cui si tratta, si deve far riferimento a quelli che descrivono l'organizzazione del territorio

---

<sup>78</sup> M. G. LUCIA, *La geografia finanziaria. Mercati e territorio*, cit., pp. 28-30.

come un “*réseaux de réseaux*” formato da alcuni nodi operativi cruciali, che forniscono il punto d’unione per le transazioni finanziarie. La crescente espansione delle tecnologie informatiche non ha semplicemente comportato una “smaterializzazione” della finanza, ma anche intensi fenomeni di concentrazione geografica.<sup>79</sup> Similmente al modello “*hub&spoke*”, che descrive la rete dei trasporti basata su *network* logistici, i quali fungono da centri nevralgici di diffusione dei flussi di merci e persone, il modello “*réseaux de réseaux*” si compie secondo una logica centripeta.<sup>80</sup> Un numero esiguo di centri finanziari che sono in grado di offrire ogni tipo di prestazione finanziaria.

È necessario evidenziare che la presenza di pochi nuclei finanziari, soggetti ai processi di agglomerazione, non precludono la diffusione dei servizi finanziari. In realtà, si tratta di una “agglomerazione selettiva delle funzioni”, come definisce la Prof.ssa Lucia, che conferisce ai nuclei finanziari, quasi sempre localizzati nei centri urbani denominati “città globali”, il ruolo di controllo e di orientamento del sistema economico mondiale.<sup>81</sup> Lo sviluppo delle telecomunicazioni ha consentito una valorizzazione delle metropoli, per quanto concerne le attività più qualificare e che richiedono un elevato livello di professionalizzazione, senza tuttavia negare i fattori di espansione delle prestazioni di servizi finanziari non altamente qualificati, che sono sempre più diffusi e dislocati nei territori.

Negli anni '80, circa il 40% delle più note banche mondiali e più del 20% delle più grandi società finanziarie erano localizzate negli Stati Uniti,

---

<sup>79</sup> *Ivi*, pp. 33-35.

<sup>80</sup> G. DEMATTEIS, C. LANZA, F. NANO, A. VANOLO, *Geografia dell'economia mondiale*, UTET, Torino, 2010, pp. 180-182.

<sup>81</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, cit., p. 57.

Regno Unito e Giappone. Tale tendenza non solo è rimasta invariata, appare sempre più avvalorata dagli attuali fenomeni di agglomerazione che investono le città a “vocazione finanziaria”.<sup>82</sup>

Inoltre, nel contesto dei centri finanziari, il tema dell’agglomerazione presenta ulteriori approfondimenti da sviluppare, poiché la concentrazione delle attività finanziarie non è distribuita in modo omogeneo sull’intero territorio cittadino, ma riguarda solo alcune aree urbane accuratamente selezionate.<sup>83</sup> Si tratta delle “città nella città”, concetto definito da Jean Labasse, nel 1974, in “*L’espace financier. Une analyse géographique*”, intesa come un’area altamente limitata nella quale le attività di informazione, valutazione e di elaborazione di decisioni strategiche non possono avvalersi di strumenti informatici, ma necessitano di specializzate strutture localizzate in spazi selezionati del territorio urbano.

Saskia Sassen postula la presenza di una biforcazione spaziale: da un lato le città globali, intese come luoghi di comando dell’organizzazione dell’economia mondiale; dall’altro, il resto del mondo, inteso come luogo di diffusione di servizi che non hanno valenza strategica e decisionale. Londra, New York e Tokyo, la cosiddetta triade, sono i casi emblematici di una nuova realtà finanziaria e territoriale. Un tempo le grandi città erano caratterizzate dalla presenza dell’industria, oggi quest’ultima può essere dislocata ovunque, secondo le logiche della razionalizzazione del costo dei fattori primi. Tali sistemi urbani, invece, sono configurati come luoghi privilegiati di gestione della finanza mondiale, una sorta di “direttorio globale”.<sup>84</sup> In altri termini, le

---

<sup>82</sup> M. G. LUCIA, *La geografia finanziaria. Mercati e territorio*, cit., pp. 36-37.

<sup>83</sup> *Ibidem*.

<sup>84</sup> S. SASSEN, “Locating cities on global circuits”, *Environment&Urbanization*, aprile 2002, Vol. 14, n. 1, pp. 13-30.

attività produttive sono sempre più diffuse nello spazio geografico, mentre gli strumenti di supporto del sistema economico sono sempre più concentrati in un numero ristretto di città globali.<sup>85</sup>

Alla luce di tale separazione funzionale dello spazio geografico, le ragioni che sono alla base di una tal logica centripeta hanno tutte valenza geo-economica. Poiché, per quanto possano essere elevate le opportunità che la rivoluzione informatica ha offerto al mondo, risulta dimostrato che il radicamento in uno specifico luogo fisico dei centri finanziari, in questo caso le città globali, o per meglio dire ciò che Sassen chiama “quartiere degli affari”, sono fondamentali per la produzione di vantaggi collettivi o, le cosiddette, “economie di agglomerazione”.<sup>86</sup> Nell’epoca della globalizzazione la geografia dell’industria finanziaria continua ad essere caratterizzata da insediamenti, localizzazioni territoriali e funzioni privilegiate. Si pensi alla *city* di Londra o Wall Street, centri finanziari nei quali le istituzioni finanziarie sono localizzate e, perlopiù, interconnesse tramite relazioni sociali non mediate dalle telecomunicazioni. I rapporti personali possono essere agevolati, ma non sostituiti dai servizi di comunicazione; poiché le relazioni sociali agevolano la discussione, la valutazione, la comparazione di *performance*, lo scambio di informazioni e l’innovazione altamente specializzata.<sup>87</sup> Tali ricadute positive hanno luogo perché la *global finance* rappresenta un modello economico agglomerato e diffuso al tempo stesso.

#### 2.5.1. Competizione o cooperazione fra le città globali

---

<sup>85</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell’economia finanziaria*, cit., p. 58.

<sup>86</sup> S. SASSEN, *The global cities. New York, London, Tokyo*, Princeton University Press, Princeton, 1991, pp. 106-108.

<sup>87</sup> M. G. LUCIA, *La geografia finanziaria. Mercati e territorio*, cit., p. 36.

Le città globali sono marcate da una particolare attitudine a corrispondere alla richiesta di servizi finanziari, dalla capacità di cattura dei flussi di capitali, nonché, dalla grandezza del volume di affari denominati in valuta estera rispetto quella nazionale.<sup>88</sup>

La presenza delle maggiori *corporations* su scala mondiale, così come i più grandi ed autorevoli mercati azionari ascrivono città come Londra, New York e Tokyo nel medesimo ordine globale. A partire dagli inizi del ventesimo secolo si sono verificati momenti di competizione e frizioni nelle reti della finanza globale, ma si è sempre trattato di fasi talmente tanto irrilevanti da suggerire a Sassen ed altri studiosi un'immagine, per rappresentare le relazioni tra le città globali, cioè l'immagine di una "catena della produzione della finanza".<sup>89</sup>

La letteratura internazionale, che analizza non soltanto il settore finanziario, si riferisce a questo genere di fenomeni, utilizzando l'espressione "*global commodity chain*". Le relazioni che si sviluppano all'interno del ciclo economico mondiale non possono essere qualificate come semplici rapporti di *input-output*. Il concetto di *global commodity chain* richiama l'immagine di una moltitudine di ramificazioni, all'interno delle quali i servizi finanziari permettono il funzionamento di tutto il sistema.<sup>90</sup> L'economia finanziaria non s'instaura sulla competizione, bensì sulla diversificazione e specializzazione, le quali contribuiscono a creare nuove forme di cooperazione globale.<sup>91</sup>

---

<sup>88</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, cit., p. 69.

<sup>89</sup> S. SASSEN, "Locating cities on global circuits", cit., p. 27.

<sup>90</sup> G. DEMATTEIS, C. LANZA, F. NANO, A. VANOLO, *Geografia dell'economia mondiale*, cit., p. 165.

<sup>91</sup> S. SASSEN, "Locating cities on global circuits", cit., p. 27.

In conseguenza, i processi territoriali sono plasmati sulla base delle esigenze delle relazioni finanziarie tra le città globali, configurando reti di sistemi urbani transnazionali, che lasciano in disparte i tradizionali confini politici stato-nazione. In questo senso, la teoria di Christaller non è più sufficiente a spiegare la natura di tali relazioni e le conseguenze che si producono a livello dei luoghi d'insediamento dell'industria finanziaria.

La città non è più un'entità definita e circoscritta, ma diventa una città-rete, motore dello sviluppo economico. In altri termini, diviene un insieme di nodi che svolgono differenti funzioni urbane e che, soprattutto, producono un modello di reti interconnesse.

Basti pensare che l'asse più importante di questa nuova geografia, nella quale la nozione di *city-ness* (connessione tra città globali), è quello che collega i principali centri finanziari internazionali, ovvero: New York, Londra, Tokyo, Parigi, Francoforte, Chicago, Zurigo, Amsterdam, Sydney, Toronto, Hong Kong. Inoltre, iniziano ad affacciarsi a tale contesto anche città come Seul, Singapore, San Paolo, Città del Messico, Mumbai e Buenos Aires.

In conclusione, i *network* dei centri finanziari, localizzati nelle città globali, sono costituiti da relazioni di interdipendenza, complementarità e cooperazione, piuttosto che rivalità.<sup>92</sup>

2.6. *La geografia delle agenzie di rating: variabili geo-economiche che inducono alla localizzazione.*

Gran parte della storia dell'economia è stata condizionata dal parametro essenziale della "distanza", il quale era utilizzato per giudicare la valenza

---

<sup>92</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, cit., pp. 71-74.

territoriale delle attività economiche. Tale parametro è stato utilizzato per valutare la rendita di suoli agricoli, la valenza degli insediamenti industriali, per vagliare le localizzazioni più vantaggiose di stabilimenti commerciali ed urbani. Da sempre il fattore “distanza” ha influito nelle attività economiche reali.

L’analisi posta in essere in tale elaborato cambia uno dei soggetti principali di tal ragionamento, sostituendo l’attività economica reale con quella “astratta” o, che dir si voglia, “virtuale” del mondo finanziario. Il mondo dei servizi finanziari, del quale le agenzie di *rating* sono le protagoniste, in quale posizione si colloca rispetto al fattore “distanza”? Quali sono le relazioni spaziali che intercorrono fra le agenzie di *rating* e le strutture territoriali?

La principale caratteristica del mercato finanziario, differentemente dal mercato dell’economia reale, è la sua liquidità.

Il capitale fisico, appartenente all’economia reale, è costituito, per esempio, da impianti, da macchinari e da immobili, utilizzati per la produzione di beni e per la loro vendita. Nonostante l’avvento della globalizzazione economica, i vincoli sociali dettati dalla prossimità assoggettano ancora il capitale fisico.

Contraddistinto da una totale liquidità è, invece, il capitale finanziario. Il quale, anche grazie alla globalizzazione, la rivoluzione telematica e l’assenza di vincoli regolamentari adeguati, secondo Olivier Crevoisier, si contraddistingue per una grande mobilità e volatilità.<sup>93</sup> Crevoisier postula la presenza di un sistema finanziario basato su un contesto di “*liquidité/mobilité*”

---

<sup>93</sup> OLIVIER CREVOISIER, THIERRY THEURILLAT, *Les territoires de l’industrie financière : quelles suites à la crise de 2008-2009 ?*, Maison d’analyse des processus sociaux, Neuchâtel, 2011, pp. 4-6.

del mercato della borsa e del panorama transnazionale dei circuiti d'investimento.<sup>94</sup>

L'avvento di un sistema finanziario caratterizzato dalla “smaterializzazione”, conduce all'ipotesi che la prossimità non è più una variabile indipendente, per la fruizione dei servizi finanziari. Tuttavia, come Sassen insegna (si faccia riferimento al precedente paragrafo), in alcune circostanze l'azzeramento della distanza è ineludibile. Nei casi in cui i servizi sono altamente specializzati e non possono essere trasferiti per mezzo di tecnologie a basso costo, gli attori privilegiano quelle localizzazioni, che sono in grado di offrire i vantaggi tratti da economie di agglomerazioni e di urbanizzazione.<sup>95</sup>

Le agenzie di *rating* non sfuggono a tale modello della geografia economica e localizzano i propri uffici in quelle aree finanziarie che producono vantaggi strategici. Si tratta delle città globali o, per meglio dire, dei “quartieri degli affari”. Organizzazioni territoriali dotate di specifiche esternalità spaziali, che le agenzie di *rating*, producendo servizi finanziari altamente specializzati, sfruttano strategicamente.

I vantaggi tratti dalle agenzie di *rating*, che scelgono di localizzare le proprie strutture nei centri finanziari, sono numerosi.

Anzitutto, il vantaggio per le agenzie e per tutti gli istituti finanziari di accedere a servizi d'eccellenza, come la consulenza legale altamente qualificata in campo finanziario. Ad esempio, nella *city* londinese sono situati gli studi legali più importanti d'Europa.

---

<sup>94</sup> *Ivi*, pp. 3-4.

<sup>95</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, cit., p. 42.

In secondo luogo, il valore aggiunto che detengono tali aree concerne le risorse umane. Nei centri finanziari il mercato del lavoro è altamente settoriale, gli agenti di tale mercato saranno altamente specializzati nel campo finanziario e perciò dotati di conoscenze e di informazioni utili, per cogliere al meglio le opportunità che la finanza internazionale offre.

Altrettanto rilevante è la presenza di istituzioni o di altri principali attori del sistema, che, insieme alle agenzie, creano una rete privilegiata, dalla quale è possibile ottenere informazioni non diffuse pubblicamente.

David J. Porteous sostiene l'importanza dell'accessibilità e dell'affidabilità dell'informazione prodotta in un determinato territorio, per spiegare i processi di concentrazione dei servizi finanziari.<sup>96</sup> In un'ottica geografica, si attesta una correlazione positiva tra la diminuzione della distanza e l'incremento della qualità informativa. Essendo l'informazione uno dei principali agenti, che inducono le agenzie di *rating* a seguire il modello "dell'accentramento selettivo", è vantaggioso distinguere l'informazione standardizzata o codificata, da quella non standardizzata o non codificata.<sup>97</sup> La prima è chiamata anche *hard data*, ovvero quel tipo di informazione che è possibile diffondere attraverso le tecnologie di comunicazione; internet ne è un classico esempio. La seconda, invece, si designa come *soft data*, cioè l'informazione localizzata che non può essere diramata attraverso i mezzi di comunicazione. Si tratta di informazioni che circolano solo per mezzo delle relazioni sociali, rendendo nota la credibilità, l'affidabilità, la reputazione e le opinioni che circolano tra gli operatori del settore delle istituzioni finanziarie.

---

<sup>96</sup> D. J. PORTEUS, *The geography of finance: spatial dimensions of intermediary behavior*, Aldershot, Avebury, 1995, pp. 283-285.

<sup>97</sup> *Ibidem*.

Alla luce di tali riflessioni, il concetto di *information hinterland* costituisce un altro valido strumento, per capire i processi che guidano i vertici delle agenzie di *rating*, a localizzare i propri uffici nei centri finanziari. Secondo Porteous, per *information hinterland* s'intende " la regione per la quale un particolare *core city*, fornisce il miglior punto di accesso per l'utilizzazione efficace dei flussi di informazione"<sup>98</sup>. All'interno dell'*hinterland* è possibile accedere più rapidamente e supportando costi inferiori al flusso di informazioni. Il costo dell'informazione è funzione delle caratteristiche economiche e sociali dell' *hinterland*. Il potenziale profitto del sistema finanziario dipende in gran parte dall'affidabilità e dall'accessibilità delle informazioni che produce. Parimenti, la quantità e la qualità delle informazioni presenti nell' *hinterland*, sono i fattori chiave che attraggono le agenzie di *rating* e che le inducono a creare dei legami territoriali.<sup>99</sup>

Moody's, Standard & Poor's e Fitch sono le più importanti agenzie di *rating* al mondo e detengono più del 90% del mercato del *rating*. Tali agenzie intrattengono una chiara relazione con lo spazio geografico, valida per le più importanti istituzioni finanziarie. Esse diramano i propri uffici e punti nevralgici nelle città globali economicamente e politicamente influenti e dotate di rilevanti *information hinterland*, in termini qualitativi e quantitativi.

### 2.6.1. La *path dependence*

---

<sup>98</sup> D. J. PORTEUS, *The geography of finance: spatial dimensions of intermediary behavior*, cit., pp. 283-285.

<sup>99</sup> Z. X.B. Simon, L. Zhang, D.T. Wang, *Determining factors of the development of a national financial center: the case of China*, Department of Geography and International Centre for China Development Studies, The University of Hong Kong, Hong Kong, 2004, pp. 577-592.

La nozione di *path dependence* è stata impiegata da autorevoli studiosi per spiegare la localizzazione geografica dei servizi e delle attività finanziarie.

Il filone di studi che utilizza questo concetto affonda le proprie radici nel campo della storia naturale, precisamente si tratta degli studi sull'evoluzione della specie. Il concetto è stato in seguito estrapolato dalla dimensione naturale ed è stato utilizzato per quella sociale, grazie soprattutto al supporto offerto dagli studi pionieristici di Brian Arthur. In sintesi, Arthur afferma che gli utenti rimangono legati alle tecnologie antiche, anche se l'evoluzione scientifica presenta loro strumenti tecnologici più efficienti. L'esempio chiarificatore della concezione di Arthur è il caso della tastiera Qwerty. La tastiera Qwerty nasce nel 1860 circa, per essere utilizzata nelle macchine da scrivere. Nonostante oggi esistano tastiere che potrebbero aumentare la velocità della scrittura, questa tipologia di tastiera è ancora la più diffusa, essendo stata addirittura trasferita nelle tastiere dei *personal computer* e negli odierni *smartphone*.

Lo storico dell'economia Paul David ha rielaborato gli studi di Arthur, rendendoli utili per la scienza economica, elaborando la "teoria della dipendenza dal percorso". Tale teoria è basata sull'assunto che: "Gli eventi storici possono avere conseguenze rilevanti alle quali le azioni intenzionali degli agenti economici non possono essere in grado di contrapporsi pienamente".<sup>100</sup> In altri termini, alla storia è attribuita un'importanza così rilevante, che l'agire economico può difficilmente modificarla.<sup>101</sup>

Grazie agli avanzamenti concettuali di Porteous, l'accezione economica di *path dependence* è oggi usata anche nel campo della

---

<sup>100</sup> M. NOVARESE, *Mercato, impresa e imprenditore nel lavoro di Hayek*, Università del Piemonte orientale, 1999, p. 12.

<sup>101</sup> M. G. LUCIA, *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, cit., p. 43.

localizzazione dei servizi finanziari. In “*Geography of Finance: Spatial Dimension of Intermediary*” si dimostra, attraverso indagini empiriche, che la localizzazione in determinate aree delle attività economiche è collegata a eventi contingenti, che si consolidano progressivamente e rimangono nel medesimo ambiente geografico per lungo tempo.<sup>102</sup> Questo significa che la scelta di collocare le agenzie di *rating* e i più importanti istituti finanziari nelle città globali si è consolidata nel tempo attraverso processi di “causazione cumulativa”. In tal senso, la *path dependence* è una chiave di lettura per comprendere i processi di agglomerazione selettiva che hanno generato imponenti centri finanziari.

Charles Kindleberger, partendo dal dodicesimo secolo, analizza lo sviluppo storico dell’accentramento delle attività creditizie. Dalla sua analisi si evince che l’agglomerazione dei servizi finanziari, si è sviluppata nelle aree, dove erano presenti talune condizioni necessarie. Si fa riferimento, in particolar modo, alla domanda di finanziamento per le guerre, per la crescita dell’industria e per la costruzione di opere pubbliche. Londra, New York e Milano sono casi esemplari dell’accumulazione di fattori storici, che hanno causato la localizzazione dei centri finanziari in specifiche località.<sup>103</sup>

Le risorse del *milieu* di New York, nella quale sono collocati i nuclei dirigenziali delle agenzie di *rating* globali, si sono sedimentate nel corso dell’evoluzione storica e sono risorse potenziali che le agenzie sfruttano per mantenere la loro posizione di forza nel mercato del *rating*.

---

<sup>102</sup> *Ibidem*.

<sup>103</sup> C. YEE, *The Formation of American Financial Centers*, 2006. Internet: <http://web.williams.edu/Economics/Honors/2006/ColinYeeThesisMay9th06.pdf> (consultato in data 30 dicembre 2012).

## 2.7. *La dimensione nazionale delle agenzie di rating*

L'industria del *rating*, com'è stato evidenziato più volte, è dominata dalla presenza delle agenzie globali, tuttavia le esigenze regolamentari e quelle informative degli investitori hanno stimolato la nascita di agenzie nazionali. Sino agli anni '80, nessuna di queste agenzie minori era meritevole di particolare attenzione, peraltro, all'epoca, la più parte delle agenzie nazionali era proprietà di quelle globali.

È solo dopo la metà degli anni '80 che nei mercati finanziari si assiste alla proliferazione d'importanti agenzie nazionali di *rating*. Si tratta della nascita di agenzie di provenienza perlopiù asiatica. L'Europa, contrariamente all'Asia, è rimasta fortemente indietro nella corsa del mercato del *rating*. In particolare, lo sviluppo di agenzie di *rating* nelle zone asiatiche è stato influenzato dalla crisi finanziaria del 1997, che ha messo in luce l'esigenza per l'Asia di sviluppare i propri mercati interni, come antidoto contro crolli finanziari di tale portata.<sup>104</sup>

Sebbene la loro costituzione sia relativamente recente, il numero dei *rating* emessi è cresciuto rapidamente negli ultimi anni e inizia a essere recepito favorevolmente dagli investitori.

Un segnale fondamentale, circa il valore d'attribuire a tale tipologia di agenzie concerne il riconoscimento come NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*), attribuito nel 2007 alle principali agenzie giapponesi. Tale *status* è rilasciato dalla SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*), l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori. La SEC attribuisce il riconoscimento di NRSRO a quelle agenzie i cui

---

<sup>104</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 45-49.

*rating* sono ritenuti affidabili, in conformità a propri criteri di valutazione. Tale riconoscimento possiede un enorme valore, poiché in sua assenza le agenzie non possono operare nei mercati statunitensi, in altre parole quelli più importanti al mondo.

Le più importanti agenzie nazionali hanno sede in Giappone, Cina, Corea del Sud, Malesia e in India. Si tratta di: Japan Credit Rating Agency (JRC), Japan Rating & Investment Information (R&I) e Mikuni, in Giappone. In Cina: Dagong, Xinhua Far East Credit Rating e TRC. Nella Corea del Sud le principali sono: Korea Investment Service (KIS), Korea Rating (KR), National Information & Credit Evaluation (NICE) e Seoul Credit Rating & Information (SCI). In Malesia sono due le più importanti: Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC) e Rating Agency Malaysia (RAM). Infine, in India: Investment Information and Credit Rating Agency (ICRA), Credit Rating Information Service of India (CRISIL) e Credit Analysis & Research (CARE).<sup>105</sup>

Un'associazione degna di nota è l'ACRAA (*Association of Credit Rating Agencies in Asia*), fondata il 14 settembre 2001 dalle agenzie di *rating* asiatiche con la collaborazione della Banca Asiatica di Sviluppo. Tale associazione nasce per fornire un supporto alle agenzie nazionali asiatiche, per promuovere lo scambio d'idee, per promuovere lo sviluppo del mercato del *rating* asiatico e per stabilire pratiche e norme comuni di condotta tra le suddette agenzie. Nel 2007, Giovanni Ferri censiva venticinque agenzie nazionali asiatiche, delle quali diciannove erano in affari da circa dieci anni, ma tutte erano e sono tuttora aderenti all'ACRAA, essendo tale associazione un

---

<sup>105</sup> *Ibidem.*

punto di riferimento per il mercato del *rating* asiatico. Inoltre, la Commissione *Best Practices* dell'ACRAA, tra le sue iniziative più importanti, ha elaborato la cosiddetta "*Best Practices Checklist*", una lista suddivisa in quattro capitoli principali ed esplicitata in trenta punti, che riguardano norme di condotta che ogni agenzia aderente all'Associazione deve rispettare. Per di più, tale commissione richiede alle agenzie di dichiarare la propria posizione e quale sia il livello dei propri *standard* paragonato a ognuno dei punti della lista. I quattro capitoli principali sono<sup>106</sup>:

- a. qualità e integrità del processo di *rating*<sup>107</sup>;
- b. indipendenza dell'agenzia e come evitare i conflitti di interesse<sup>108</sup>;
- c. responsabilità dell'agenzia nei confronti del pubblico d'investitori, emittenti e regolatori<sup>109</sup>;
- d. Esplicitazione del codice di condotta e di comunicazione con i partecipanti al mercato<sup>110</sup>.

---

<sup>106</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 50-59.

<sup>107</sup> I punti contenuti nel primo capitolo sono: 1) specificazione e descrizione dei criteri del processo di *rating*; 2) revisione dei *rating* pubblicata ed esplicita e processo di appello; 3) politica del ritiro del *rating*; 4) politica di pubblicizzazione dei *rating* non accettati; 5) politica di sorveglianza; 6) politica sul codice etico dell'agenzia di *rating* e del suo personale; 7) validità dei *rating*; 8) pubblicazione sulle limitazioni di rigore del *rating*, adeguatezza delle informazioni e valuta; 9) assicurazione o garanzia dei *rating*; 10) politica sull'ufficiale di *compliance*; 11) separazione del compenso degli analisti dagli introiti ricevuti da parte degli emittenti.

<sup>108</sup> I punti contenuti nel secondo capitolo sono: 12) esplicitazione della politica di dipendenza da terzi; 13) esplicitazione degli interessi; 14) separazione degli affari; 15) esplicitazione della natura generale degli accordi di commissione con i riceventi il *rating*; 16) esplicitazione degli introiti non riferiti al *rating*, percepiti da soggetti riceventi il *rating*; 17) politica commerciale dei dipendenti dell'agenzia; 18) politica sui dipendenti direttamente coinvolti nell'avvio del processo di *rating*, o partecipanti a discussioni riguardanti commissioni o pagamenti da soggetti riceventi il *rating*.

<sup>109</sup> I punti contenuti nel terzo capitolo sono: 19) proprietà dell'agenzia; 20) management e struttura del CDA; 21) costituzione del comitato di *rating*; 22) esplicitazione di cosa significhino i *rating* assegnati dall'agenzia; 23) politica sui tempi di comunicazione dei *rating*; 24) linee guida sulla motivazione del *rating* riguardo la tempistica; 25) linee guida sulla motivazione del *rating* riguardo il contenuto; 26) pubblicazione di statistiche sui *default* e sulla transizione del *rating*; 27) specificazione delle modalità e pubblicazione di una politica riguardante *rating* non richiesti; 28) politica per preservare la confidenzialità delle informazioni privilegiate.

Il Ministero delle Finanze giapponese (MOF), nel 1984, ha posto l'accento sulla necessità del rispetto del principio d'indipendenza da parte delle agenzie di *rating* nazionali. Infatti, un elemento che necessita di essere messo in luce concerne proprio l'indipendenza di tal categoria di agenzie. Poiché, diversamente dalle agenzie globali, la nascita di queste, di stampo nazionale, è avvenuta in seguito all'esplicita richiesta delle istituzioni finanziarie governative.

Inoltre, la struttura proprietaria delle agenzie nazionali è composta da numerose partecipazioni azionarie di banche d'investimento, compagnie assicurative ed istituti finanziari governativi. Il caso delle agenzie giapponesi JCR e R&I ne è un esempio. Una situazione di tal genere pone potenziali conflitti d'interesse che le agenzie dovrebbero allontanare, assicurando l'integrità e l'indipendenza nel processo di emissione del *rating*.

In conclusione, le agenzie nazionali, sebbene siano state costituite recentemente, hanno guadagnato considerevole spazio nel mercato globale del *rating*. Tuttavia, ancora allo stato attuale, le agenzie globali hanno enormi vantaggi comparati rispetto a quelle nazionali. Tali agenzie hanno una reputazione consolidata nel corso del tempo e costruita grazie ad enormi risorse umane e finanziarie, che non può essere tralasciata e che le rende *leaders* incontrastate del mercato del *rating*. D'altro canto la presenza delle agenzie nazionali, seppur in misura limitata, contribuisca a innalzare il livello di concorrenzialità presente all'interno di tal mercato. In un ambiente dove le informazioni sono costose e difficilmente diffuse, risorse aggiuntive

---

<sup>110</sup> I punti contenuti nel quarto capitolo sono: 29) pubblicazione del codice di condotta dell'agenzia; 30) esistenza di una funzione o di un gruppo nell'organizzazione responsabile di informare i partecipanti al mercato e il pubblico su domande, preoccupazioni, o proteste che l'agenzia riceva.

concorrono a migliorare l'attuale condizione della finanza globale, che si contraddistingue per l'elevato livello di opacità informativa. Le agenzie nazionali, dunque, possono essere un fattore di promozione e sviluppo del sistema del *rating*.

### III

## LA CRISI DEI MUTUI SUBPRIME: IL RUOLO GIOCATO DALLE AGENZIE DI RATING

La crisi dei mercati, esplosa nel 2007 e tuttora in corso, ha colpito una grossa fetta dei protagonisti della scena finanziaria. Ciascuno degli attori coinvolti, seguendo un copione già sperimentato di cui la storia del capitalismo ne è piena, si è fortemente impegnato nell'attribuire la responsabilità degli eventi accaduti, all'esterno del proprio perimetro di competenza.<sup>111</sup> I sostenitori di tale prospettiva incolpano della catastrofe finanziaria alcune “mele marce” del sistema. Qualcuno ha attribuito la colpa alla finanza innovativa, qualcun altro alla *securitisation* e ai CDO, qualcun altro ancora, più semplicemente, ai mutuatari ad alto rischio d'insolvenza e alla bolla immobiliare. Tali argomentazioni costituiscono gli alibi esibiti da alcuni protagonisti della scena finanziaria e del mondo politico. Per anni le autorità di vigilanza hanno ignorato l'affermarsi di un nuovo sistema finanziario pericolosamente fragile e incline al crollo. Gli argini normativi e regolamentari non esistevano al momento della crisi e tutt'oggi i regolatori politici a livello internazionale, comunitario e statunitense fanno un'enorme fatica a disciplinare il mercato e gli intermediari finanziari, al fine di gestire una crisi che, purtroppo, non è ancora finita.

Il capitolo ripercorre l'attuale crisi alla luce di molteplici elementi: le teorie economiche dei più importanti pensatori, le scelte politiche e normative e

---

<sup>111</sup> E. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., p. 431.

le tecniche finanziarie. Infine, si analizzerà il ruolo “giocato” dalle agenzie di *rating* globali nell’ambito della crisi del 2008 e nell’ambito dei problemi strutturali di queste stesse.

### 3.1 *Il capitalismo finanziario: un sistema instabile*

L’economia aspira a essere una scienza, costituita da modelli matematici e fattori di oggettività. Tuttavia, alle spalle di tale scientificità esiste una realtà viaria costituita da opinioni e politiche contrastanti, in particolar modo quando si affronta il tema della crisi.

Gran parte dei teorici dell’economia hanno cercato di avvalorare, attraverso i loro studi, l’ipotesi di efficienza dei mercati. La fiducia nella stabilità dei mercati è stata da sempre un importante corollario. Ad esempio, Adam Smith, attraverso la metafora della “mano invisibile”, cercava di dimostrare che il sistema economico, nonostante si costituisse sulla base di scelte economiche che spesso divergono, riusciva in ogni caso a ristabilire ordine ed equilibrio. Parimenti Louis Bachelier o i fautori del *laissez-faire* dell’Università di Chicago, nel secondo dopo guerra, hanno sviluppato modelli matematici per certificare l’estrema razionalità ed efficienza dei mercati.<sup>112</sup>

In realtà, numerosi economisti, dai primi anni Ottanta, hanno criticato duramente il mito dell’efficienza dei mercati. Uno dei critici più vigorosi è stato Yale Robert Shiller che, per mezzo di numerose prove empiriche, ha dimostrato l’assenza di equilibrio dei prezzi delle attività finanziarie. Inoltre, il campo di studi che maggiormente negli ultimi anni si è dedicato al tema dell’inefficienza finanziaria, è stato quello della “finanza comportamentale”, di cui lo stesso Shiller fece parte. Gli studi in campo di finanza comportamentale

---

<sup>112</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, Feltrinelli Editore, Milano, 2010, pp. 52-55.

hanno prodotto spiegazioni interessanti sul modo di formazione delle bolle finanziarie. Ad esempio, la *feed back theory* suggerisce che gli investitori, in situazioni di aumento dei prezzi, si lasciano trascinare dall'entusiasmo generale, provocando un incremento aggiuntivo di questi e contribuendo a gonfiare la bolla speculativa. Un meccanismo del genere si autoalimenta e alla fine provoca l'irrazionalità dei prezzi del mercato finanziario. I prezzi, slegati da ogni legame razionale, giungono al momento di massima espansione, che è immediatamente seguito dal crollo totale del mercato. Ogni limite ragionevole non è considerato in situazioni di tale portata, sia nella fase ascendente sia in quella discendente dei prezzi. Gli investitori, che partecipano in maniera speculativa alle bolle del mercato finanziario, in alcuni casi, riescono a ricavare enormi fortune da tali situazioni paradossali. In altri casi, invece, rimangono intrappolati in un sistema illusorio, perdendo tutto.<sup>113</sup>

Gli studi di Shiller e del filone di finanza comportamentale sostengono che il capitalismo finanziario non è un sistema razionale e autoregolato, bensì un sistema assoggettato "dall'euforia irrazionale" dei suoi attori. In altri termini, si tratta di un sistema incredibilmente labile.<sup>114</sup>

Per anni, l'economia ortodossa ha instancabilmente esposto le prove dell'impeccabilità del capitalismo finanziario. In realtà, la storia e l'attuale condizione economica globale, sono la dimostrazione empirica che il paradigma dell'efficienza dei mercati è falsificabile. È necessario, dunque, collegare la crisi scoppiata nel 2007 agli studi prodotti dagli "specialisti" delle crisi economiche. Keynes, Minsky, Friedman e Schumpeter, sono solo alcuni dei più importanti autori nel campo dell'economia delle crisi, essendo

---

<sup>113</sup> *Ivi*, p. 57.

<sup>114</sup> *Ibidem*.

quest'ultima definita come lo studio delle cause e delle modalità dei fallimenti del mercato.<sup>115</sup>

### 3.1.1. Gli specialisti delle crisi: Keynes e Minsky

L'opera più famosa di John Maynard Keynes è la “Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta”, pubblicata per la prima volta nel 1936. Keynes fu l'economista più importante emerso dalla Grande Depressione e l'unico che analizzò la crisi da una prospettiva completamente diversa; quella dell'occupazione.

I livelli di occupazione sono essenziali per la determinazione della domanda aggregata. In tempo di crisi finanziaria, se le imprese tagliano i salari e riducono i posti di lavoro, gli individui riducono la domanda di consumi. Si sviluppa, all'interno del ciclo economico, quello che Keynes ha chiamato “paradosso della parsimonia”. Un processo che si autoalimenta e che induce l'economia verso un “equilibrio di sottoccupazione”. In altri termini, si tratta della fase che precede la recessione economica di un paese e che contraddistinse l'epoca della Grande depressione.

La soluzione prodotta da Keynes prevedeva l'ingresso in campo del potere governativo, il quale aveva il compito di subentrare al settore privato e sostenere la domanda aggregata, evitando la spirale negativa dei consumi.

Milton Friedman fu il fondatore della scuola monetarista e il principale oppositore economico di Keynes. Secondo Friedman la crisi degli anni trenta non fu provocata dal crollo della domanda aggregata, come, invece, sosteneva

---

<sup>115</sup> *Ivi*, p. 53.

Keynes. Bensì, questa fu una conseguenza diretta della brusca diminuzione di moneta e riserve bancarie.

Per Friedman, fu il crollo dell'offerta di moneta da parte delle banche, passato alla storia come "Grande contrazione", che causò la recessione. Le operazioni di *deficit spending*, suggerite da Keynes, le quali prevedevano l'intervento del governo nell'economia, per Friedman non erano la cura adeguata alla crisi dell'epoca. La scuola monetarista, di cui Friedman fu il principale esponente, affermò che la Grande depressione sarebbe stata evitata se solo la Federal Reserve avesse supportato l'offerta di moneta durante i periodi più duri, piuttosto che operare in senso totalmente opposto, in altre parole restringendo il credito.<sup>116</sup>

Negli anni Settanta e Ottanta la visione monetarista divenne sempre più popolare e influente. Non tutti però abbandonarono le teorie neoclassiche. Hyman Minsky, professore di Economia presso l'Università di Washington a St. Louis, fu un vero e proprio discepolo di Keynes. In particolar modo, riprese e sostenne la tesi del "maestro" che riguardava il valore degli intermediari finanziari nel sistema economico. Questi, secondo Minsky, divenivano sempre più complessi e capaci di condizionare l'intera economia.

Minsky, nella sua analisi riguardante le crisi finanziarie, attribuisce, inoltre, al concetto di debito una valenza essenziale, essendo quest'ultimo considerato come un fattore d'incertezza che può mutare, accentuando la propria portata nel tempo. Oltre il concetto di debito, Minsky analizza i debitori, dividendoli in tre specifiche categorie, secondo il tipo di debito

---

<sup>116</sup> *Ivi*, p. 65.

contratto. Esistono, secondo Minsky, i mutuatari che ricorrono alla finanza coperta, i mutuatari che si avvalgono della finanza speculativa e, infine, quelli che fanno ricorso alla finanza Ponzi. I primi, sono coloro i quali riescono a pagare gli interessi e la totalità del debito contratto. I secondi, i mutuatari speculativi, sono coloro che attraverso il proprio reddito riescono a pagare gli interessi sul debito contratto, ma non rimborsano l'intero ammontare del capitale ottenuto in prestito. Gli ultimi, infine, sono i più instabili. Si tratta dei mutuatari che ricorrono alla finanza Ponzi. Essi sono contraddistinti dal fatto che non detengono un reddito che è capace né di pagare gli interessi, né di rimborsare il capitale ottenuto in prestito. Tali debitori hanno come unica possibilità quella di ipotecare le proprie finanze future, indebitandosi ulteriormente, e sperare in un aumento del valore delle proprie attività.<sup>117</sup>

Durante un boom speculativo, secondo Minsky, i debitori che utilizzano la finanza coperta diminuiscono, mentre si accrescono le altre due categorie. Inoltre, i primi, avendo liquidità, iniziano a far credito agli altri. Queste piramidi del debito sono molto instabili e un qualsiasi fattore esogeno, come il fallimento di un'impresa (si pensi al crollo di Lehman Brothers), la scoperta di una truffa, o uno scandalo politico, può distruggere tutto impoverendo l'intero sistema. Crollato il castello del debito, il credito si prosciuga e i debitori, a corto di liquidità, sono costretti a svendere i propri beni per onorare i debiti contratti. Tale corsa alla liquidazione ha come effetto una spirale al ribasso dei prezzi e non appena il livello della domanda aggregata scende al di sotto

---

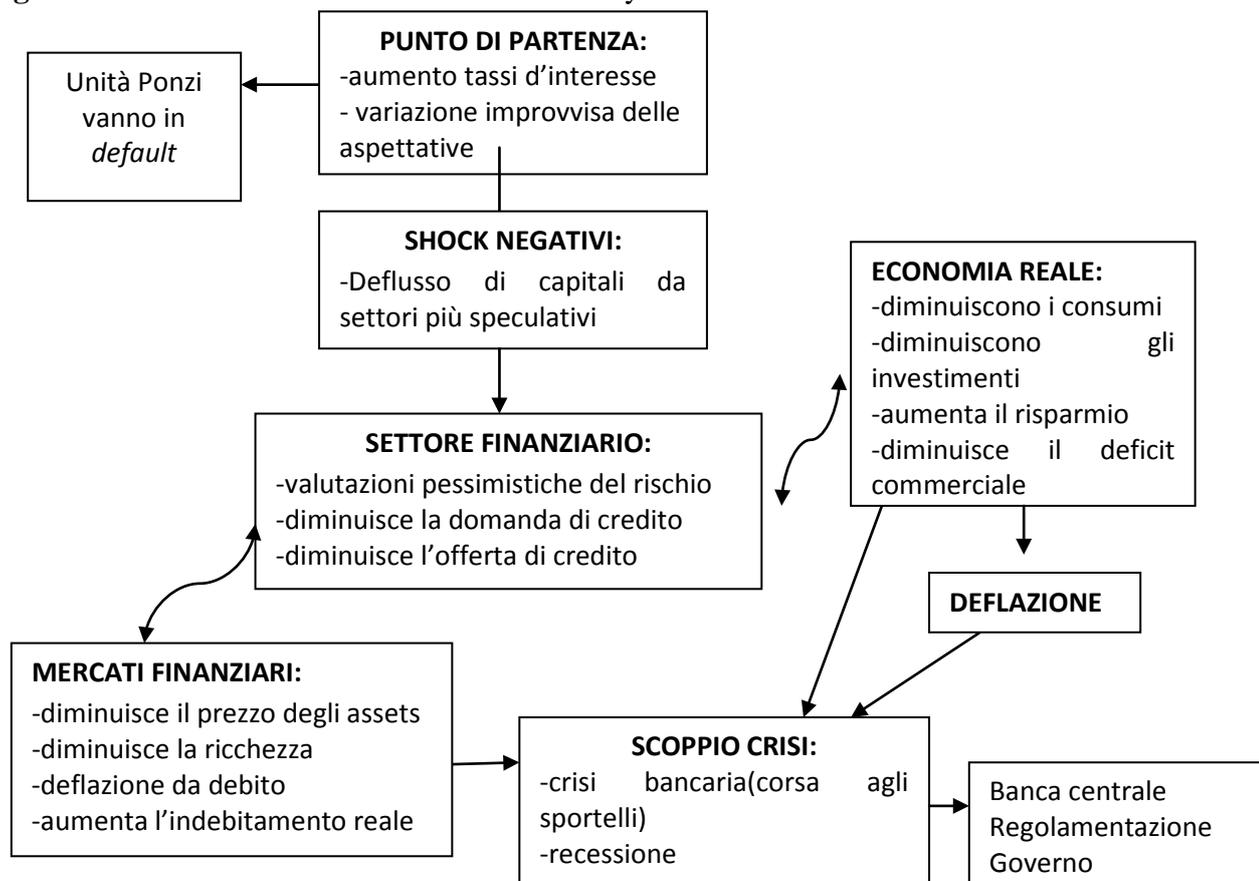
<sup>117</sup> *Ivi*, pp. 65-70.

dell'offerta, nel sistema economico s'instaura una spirale deflazionistica, che provoca un incremento del numero d'insolvenze e fallimenti.<sup>118</sup>

Minsky aveva colto un punto fondamentale: se gli attori di un sistema economico supportano le proprie azioni o attività indebitandosi, l'economia si espone a dei rischi. Quanto maggiore è il ricorso al debito, tanto più debole è il sistema finanziario.

Secondo Minsky, la risoluzione delle crisi finanziarie richiede una risoluzione del problema dell'indebitamento da parte di tutti gli attori economici: famiglie, imprese e banche. Se non si riduce il livello della leva finanziaria, i soggetti rischiano di affogare nei debiti.

**Figura 1.** L'instabilità finanziaria secondo Minsky.



Fonte: G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Bologna, 2009, p 151.

<sup>118</sup> *Ibidem.*

Friedman, Schumpeter e tutti gli economisti della scuola austriaca affermano, invece, un altro tipo di risoluzioni. La modulazione dell'offerta di moneta e i salvataggi delle più importanti istituzioni finanziarie e imprese, sono le mosse corrette da utilizzare in tempi di crisi. Nel 2007 e nel 2008, tale lezione promulgata dai monetaristi, è stata tradotta in pratica con il salvataggio di grandi imprese come Chrysler e General Motors, ma tali azioni non hanno fatto altro che spostare il problema da una parte all'altra dell'economia, secondo Nouriel Roubini, trasformando le perdite delle grandi aziende private in un onere per la società.

In realtà, il problema del nostro tempo è trovare la maniera giusta di compiere il lavoro auspicato sia da Keynes e Minsky, che dai monetaristi. Ogni scuola del pensiero economico fornisce un'interpretazione degli eventi che hanno generato l'attuale crisi economica e da ogni scuola del pensiero economico occorre attingere.

### *3.2 Il caso dei subprime: prodromi, sviluppi e conseguenze*

Una descrizione generica della corrente crisi finanziaria si potrebbe riassumere nel seguente modo: tra il 2005 e il 2006 negli Stati Uniti esplose la bolla speculativa nel mercato immobiliare. Molti degli individui che avevano contratto mutui ipotecari, in realtà, non potevano permetterselo, e alla fine sono stati debitori inadempienti. Tuttavia, tali mutui, chiamati *subprime*, essendo stati cartolarizzati, sono stati sparsi all'interno di tutto il sistema finanziario. Il sistema finanziario globale, che è stato infettato da tali mutui scadenti, non ha sopportato una tale "pandemia" ed è crollato, provocando perdite enormi.

Questa descrizione che incolpa l'ingegneria finanziaria del Ventesimo secolo, non è in realtà sufficiente. È sicuramente vero che la bolla immobiliare del 2007 è stata basata su prodotti della finanza strutturata di dubbia qualità, ma tale constatazione non è per niente l'unica autentica motivazione dello scoppio della crisi finanziaria. La lista degli attori responsabili dell'odierna condizione economica è piuttosto lunga. Inoltre, lo scoppio della crisi è stato il frutto di processi che si sono accumulati in numerosi anni e che necessariamente devono essere analizzati.

### 3.2.1 I fallimenti del Paese guida

Durante gli anni che hanno preceduto lo scoppio della crisi, il governo statunitense ha agito seguendo due principali elementi ispiratori. Da un lato, l'azione del governo ha posto al centro delle proprie politiche l'obiettivo prioritario della crescita economica. Dall'altro, gli Stati Uniti hanno modificato il sistema finanziario verso una maggiore liberalizzazione e deregolamentazione.<sup>119</sup>

Sul fronte della crescita economica del Paese, le politiche monetarie, implementate dal 2001, erano costituite da tassi d'interesse artificialmente ridotti, finalizzati a sostenere la domanda di consumi interni e far crescere il PIL nazionale.

Un esempio di tal politica è fornito dalla Fed, che dal 2001 ha tagliato i tassi d'interesse sui fondi federali. Oppure, sempre la Fed, dal 2004 al 2006, ha

---

<sup>119</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 12.

mantenuto i tassi d'interesse a lungo termine e quelli sui mutui pressoché invariati.<sup>120</sup>

La liquidità monetaria e i bassi tassi d'interesse, prodotti dalle politiche monetarie espansive, sono state la preconditione per il *boom* creditizio e immobiliare. Le famiglie americane, durante il primo decennio del Duemila, sono state fortemente incentivate verso l'investimento immobiliare, realizzando il sogno americano di essere proprietari di casa, per mezzo di una politica finanziaria discutibile, ma assolutamente chiara in termini di finalità economiche. Il sistema finanziario, quindi, è stato modellato sul fronte macroeconomico, per soddisfare gli obiettivi di crescita. In un contesto di questo genere, il potere governativo doveva fungere da contrappeso logico, per evitare, che politiche economiche "aggressive", minassero la stabilità finanziaria. Regolamentazione e vigilanza erano i compiti che il governo federale americano doveva eseguire diligentemente e con la massima cura, dato il rischio finanziario che si era assunto. Invece, alla fine degli anni 90', è stata posta in essere una regolamentazione sempre più permissiva del comparto finanziario, congiuntamente a delle funzioni di vigilanza del tutto insufficienti e discutibili.

A sostegno di quest'affermazione si elencano alcune argomentazioni, che palesano come l'impalcatura finanziaria sia stata erosa attraverso provvedimenti legislativi, che hanno massimizzato il livello di liberalizzazione finanziaria.

---

<sup>120</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit., p.47.

Nel 1999, è stato emanato il Financial Modernization Act che ha abrogato il Glass Stegall Act del 1933, il quale istituiva una netta separazione tra le attività svolte dalle banche d'investimento e il sistema d'intermediazione bancaria tradizionale e i rischi che, invece, tali settori comportavano. Non si può certo dire che l'assenza di una tal separazione dei servizi bancari abbia generato la crisi, d'altronde in nessuno dei paesi dell'Unione Europea è mai esistito un Glass Stegall Act. Tuttavia, le banche europee si sono sviluppate in una situazione di maggiore stabilità finanziaria. In generale, l'abrogazione del Glass Stegall Act è uno dei fattori, che sommandosi, hanno fatto vacillare la finanza, dapprima statunitense, e poi mondiale.<sup>121</sup>

Un ulteriore pilastro in tema di deregolamentazione è stato adottato nel 2000; il Commodity Futures Modernization Act. Il quale ha spalancato le porte alla crescita del mercato dei derivati “*over the counter*”. Si trattava di rendere gli strumenti finanziari negoziabili direttamente tra le parti, anziché essere posti all'interno di un mercato regolamentato. In un mercato regolamentato esistono dei vincoli di trasparenza da rispettare, le contrattazioni sono monitorate dalle autorità preposte alla vigilanza ed esiste un sistema di garanzie applicato a tutti gli operatori attivi. L'impostazione che il Congresso americano voleva stabilire approvando il Commodity Futures Modernization Act era totalmente opposta. Sostanzialmente si volevano sottrarre alla regolamentazione enormi segmenti del mercato dei derivati, tra i quali i celebri *credit default swaps*. Le innovazioni finanziarie erano rimesse completamente

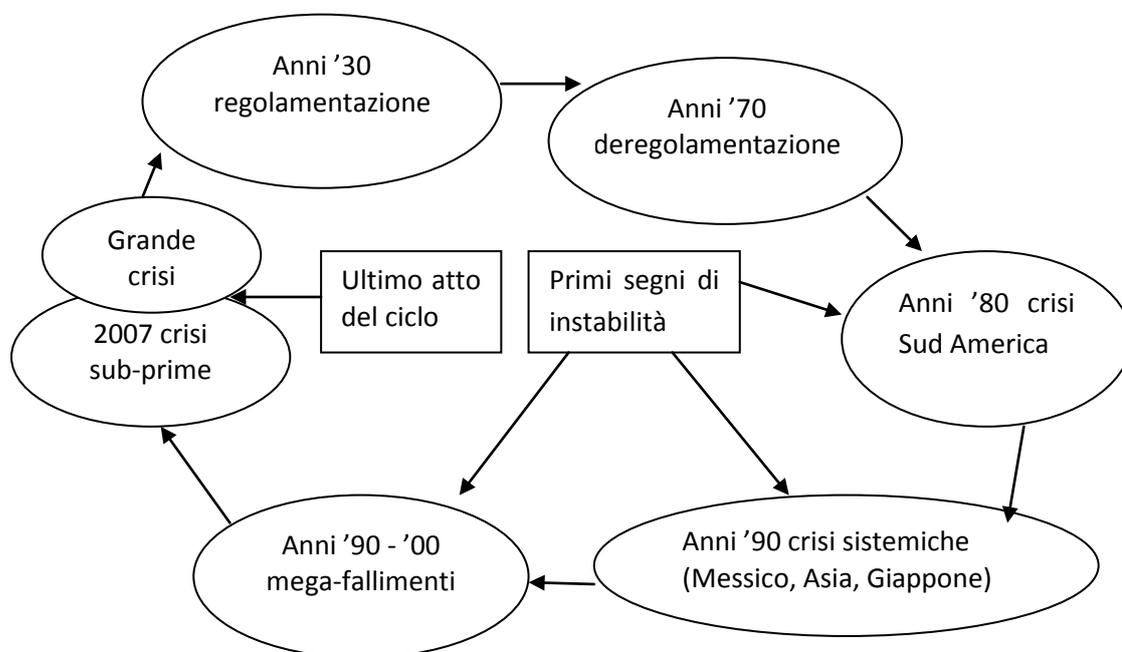
---

<sup>121</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 13.

nelle “mani” del mercato, libere di produrre ingenti profitti senza vincoli regolamentari.<sup>122</sup>

Gli effetti del Commodity Futures Modernization Act non tardarono ad arrivare. Basti pensare che la dimensione del mercato dei derivati finanziari, nel 2008, era pari a 20,4 trilioni di dollari. Circa 9 - 10 volte il prodotto interno lordo dell'Italia.<sup>123</sup>

**Figura 2.** Il ciclo economico-politico della finanza.



Fonte: G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Bologna, 2009, p 135.

I provvedimenti legislativi non sono stati gli unici strumenti attraverso i quali la finanza statunitense ha attuato un sistema deregolamentato.

<sup>122</sup> *Ivi*, p. 14.

<sup>123</sup> Si tratta di un valore pubblicato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e che fa riferimento al cosiddetto *gross market value*; inteso come il costo che ciascun operatore dovrebbe sostenere per smontare le operazioni in essere. Il *gross market value* è un indicatore piuttosto utile per comprendere i profili di rischio che gli operatori del mercato assumono. Un altro indicatore che aiuta a comprendere i profili di rischio del mercato è il *gross credit exposure*.

La vigilanza bancaria, negli Stati Uniti, è una funzione che spetta a Bank Holding Companies e al Securities and Exchange Commission (SEC). Il primo istituto è competente per gli intermediari finanziari, mentre al secondo compete la vigilanza delle banche d'investimento. Dal 2004, le banche d'investimento sono state assoggettate al Consolidated Supervised Entities, un programma di supervisione emanato dalla SEC. Tale programma prevedeva che le banche d'investimento potessero determinare i propri requisiti patrimoniali, per mezzo di modelli di calcolo sviluppati internamente. Tale impostazione era in perfetto accordo con i requisiti imposti alle banche dal Comitato di Basilea. Tuttavia, il corollario fondamentale di tale impostazione prescriveva che le autorità verificassero l'adeguatezza, in termini di rischi, dei modelli adottati dalle banche d'investimento. Proprio questo passaggio non è stato compiuto, consentendo alle banche d'investimento, passate alla storia come "epicentro" della crisi, di accumulare rischi insostenibili a fronte di riserve patrimoniali reali assolutamente inadeguate.<sup>124</sup>

Inoltre, le cinque maggiori banche d'investimento, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Bear Sterns, Lehman Brothers e Merrill Lynch, nel 2004, hanno esercitato una pressione non indifferente sulla SEC, nella speranza di mitigare le regole che ponevano un limite alla quantità di debiti che le banche potevano contrarre e ottenendo, per di più, un'esenzione che consentiva loro di attingere alle riserve in caso di perdite provocate dagli investimenti. La SEC il 28 aprile 2004 accolse le esenzioni richieste dalle banche e consentì, in tal modo, che quest'ultime ampliassero il loro potenziale di profitto.

---

<sup>124</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., pp. 13-14.

Mr. Goldschmid, uno dei commissari che approvarono le esenzioni le commentò nel seguente modo: “Sappiamo che questi sono dei grossi ragazzi”, (intendeva le banche d’investimento), “ma questo significa che se qualcosa va storto ci troveremo in un guaio di proporzioni enormi”.<sup>125</sup>

In effetti, fu proprio così.

### 3.2.2 L’ingegneria finanziaria

Il progresso tecnologico può essere considerato come il principale artefice dello sviluppo economico. Dal punto di vista dell’industrializzazione, basti pensare alla macchina a vapore oppure alle prime linee ferroviarie dell’Ottocento. Lo sviluppo tecnologico ha sempre prodotto conseguenze per il sistema economico.

Con riferimento al comparto finanziario, la medesima riflessione è parimenti valida. Per esempio, nel 1994, fu stato sviluppato il primo *browser* commerciale per internet. Si trattava, genericamente, di nuove infrastrutture per la rete, che influenzarono in maniera esponenziale il processo economico. Tali innovazioni informatiche produssero la cosiddetta “*new economy*” o altrimenti detta “era delle dot.com”. Il numero di nuove *start-up* della Silicon Valley, legate al mondo dell’innovazione tecnologica, dell’*high-tech* e di internet, crebbe vertiginosamente. Parimenti, gli investimenti nel campo dell’informazione tecnologica divennero elementi chiave nei piani strategici delle grandi aziende. Tra il 2001 e il 2002, lo scoppio della bolla speculativa, gli avvenimenti dell’11 settembre e la recessione fecero terminare l’euforia

---

<sup>125</sup> S. LABATON, “Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt”, *The New York Times*, 2 ottobre 2008.

speculativa, ma l'innovazione tecnologica delle "dot.com" aveva comunque condizionato l'andamento del mercato per numerosi anni.<sup>126</sup>

Il *boom* immobiliare del 2006 è stato edificato su un particolare settore di innovazioni; quello dei servizi finanziari. Si trattava di nuovi strumenti che avevano come obiettivo principale migliorare il sistema dei prestiti bancari.

Anzitutto, una prima innovazione riguardava il passaggio dal modello tradizionale "*originate and hold*", al modello "*originate and distribute*". Il primo, comportava l'erogazione del credito e, in un secondo momento, prevedeva la riscossione del capitale e degli interessi sul prestito. L'istituto di credito, in questo caso, manteneva la titolarità della transazione e gli attori coinvolti erano solo creditore e debitore. Il secondo modello, sviluppato durante gli anni 80', prevedeva, invece, l'erogazione del credito e il trasferimento dei rischi d'insolvenza a un ente esterno; una società veicolo, comunemente chiamata SPV (*special purpose vehicle*). Tale società, a sua volta, divideva in numerose *tranche* il credito originario, per mezzo di tecniche di finanza strutturata, ed emetteva obbligazioni o titoli che erano nuovamente immessi nel mercato, ossia venduti ad altri investitori.<sup>127</sup>

Letteralmente un'operazione di finanza strutturata comporta "la messa in *pool* di attività patrimoniali e la susseguente vendita agli investitori di titoli

---

<sup>126</sup>A. DINI, "Bolla new economy e dot.com", *Il Sole 24 Ore*. Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Tecnologia/B/Bolla-new-economy-e-dot-com.shtml?uuid=79af146c-8af1-11dd-953b-4eca81469376&DocRulesView=Libero> (consultato in data 10 gennaio 2013).

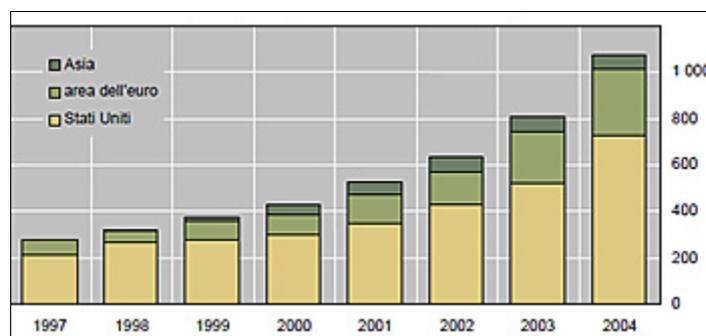
<sup>127</sup>N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit., pp. 80-86.

di credito suddivisi in *tranche* emessi a fronte dei flussi monetari generati dalle attività stesse”.<sup>128</sup>

Si tratta di una pratica che ha assunto un uso crescente nei mercati azionari, essendo utilizzata per il trasferimento del rischio di credito. In altri termini, s’indica un particolare settore finanziario nel quale il trasferimento del rischio è facilitato dalla creazione e dall’uso di prodotti finanziari attraverso la tecnica della *securitisation*.

Il grafico sottostante illustra la crescita dell’uso di prodotti di finanza strutturata dal 1997 al 2004, crescita che si è arrestata solo con l’avvento della crisi nel 2007.

**Grafico 4.** Emissioni totali di finanza strutturata



Fonte: JPMorgan Structured Finance Research. Da: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0506ita\\_f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0506ita_f.pdf).

La *securitisation*, cartolarizzazione in italiano, si definisce come “ una tecnica che consente la trasformazione di poste in bilancio normalmente non negoziabili, in strumenti cartolari o, più propriamente, in valori mobiliari negoziabili e dunque liquidabili sui mercati dei capitali”.<sup>129</sup>

<sup>128</sup> J. MITCHEL, I. FENDER, “Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating”, *BRI Rassegna trimestrale*, giugno 2005, p.73.

<sup>129</sup> *Ibidem*.

È una tecnica finanziaria nata negli anni Settanta negli Stati Uniti con lo scopo di smobilizzare i mutui ipotecari e soddisfare le esigenze di liquidità di quegli anni. Tale termine apparve per la prima volta nel 1977 nel Wall Street Journal, precisamente nella rubrica “*Heard of the street*”, per descrivere un’operazione compiuta da Bank of America e dalla Salomon Brothers. Erano anni in cui la cosiddetta “*baby boom generation*” aveva raggiunto l’età per acquistare delle proprietà immobiliari, provocando un incremento elevato della domanda di mutui sul mercato e, conseguentemente, una crescita dei prezzi degli immobili talmente tanto repentina che la Federal Reserve rilevò la mancanza di liquidità monetaria per finanziare la domanda crescente. Gli interventi per accrescere il livello di liquidità non tardarono ad arrivare e, alla fine degli anni Settanta, la Bank of America attuò le prime operazioni di cartolarizzazione.<sup>130</sup> Attraverso la cartolarizzazione, dagli anni ’90 al 2006, il mercato dei mutui ipotecari ha conosciuto la massima espansione. Il modello “eroga e distribuisce” ha incoraggiato lo squilibrio a favore dell’offerta di credito a scapito della valutazione delle garanzie di rientro del capitale; si trattava dei prestiti *subprime*. Ovvero, “mutui erogati a clienti che non fornivano sufficienti garanzie e che in condizioni normali non li avrebbero ottenuti”.<sup>131</sup> Inoltre, il guadagno delle banche consisteva nella commissione ottenuta dal mutuo rilasciato ed essendo che il rischio di credito era immediatamente ceduto ad altri soggetti, attraverso le società veicolo, tutti gli attori ottenevano ciò che desideravano. Coloro che volevano acquistare un immobile ottenevano il mutuo, i *broker* ipotecari guadagnavano lauti compensi e le banche d’investimento intascavano commissioni per l’assistenza fornita e,

---

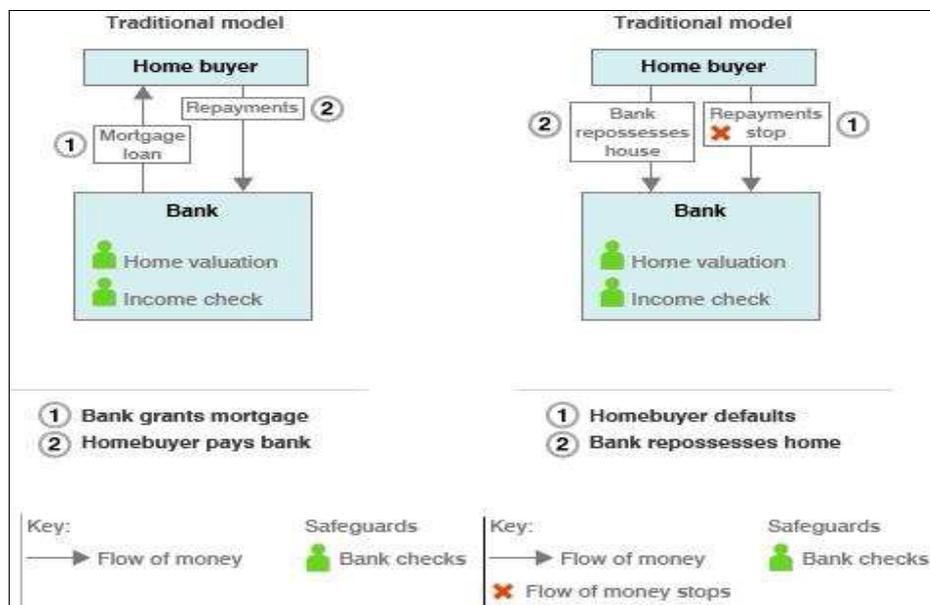
<sup>130</sup> E. MONTI, *Manuale di finanza per l’impresa*, cit., p. 358.

<sup>131</sup> COMMISSIONE EUROPEA - DG Mercato interno e servizi, “La crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti - Conseguenze per l’Europa?”, *FIN – FOCUS*, dicembre 2007, n. 4, pp. 1-5.

al tempo stesso, scaricavano agli investitori i rischi. In altri termini, ognuno dei soggetti in questione aveva l'incentivo a massimizzare le erogazioni ipotecarie, indipendentemente dal grado di relativa copertura.<sup>132</sup> Quanti più mutui erano concessi, maggiori erano i profitti. Un esempio, al fine di comprendere le conseguenze dell'assenza di valutazione delle garanzie, concerne la diffusione dei cosiddetti *liar loan* e "mutui Ninja". I primi, erano i mutuatari che mentivano sul reddito detenuto e che non fornivano alcune garanzie. I secondi, ancor peggio, erano coloro i quali non avevano né un reddito, né beni patrimoniali, né lavoro e che comunque ottenevano il credito desiderato.

Le successive due figure illustrano i due differenti circuiti dei mutui. Attraverso tali immagini è possibile notare come la scena cambi radicalmente.

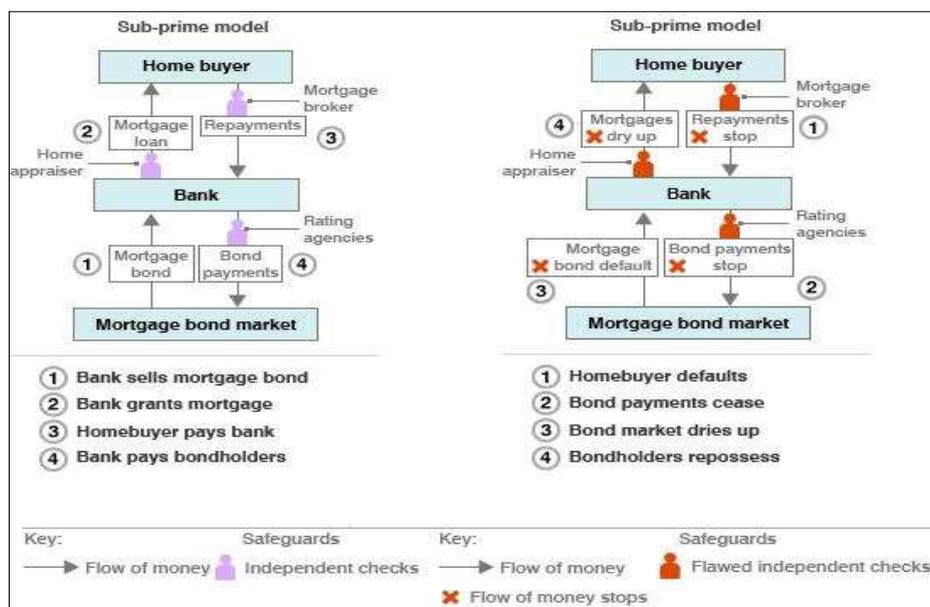
**Figura 3.** Il Sistema tradizionale dei mutui ipotecari.



Fonte: BBC - The downturn in facts and figures. Da: [http://www.dss.univpm.it/webfm\\_send/168](http://www.dss.univpm.it/webfm_send/168).

<sup>132</sup> F. MANCHEDA, *Dalla crisi dei mutui subprime alla grande crisi finanziaria*, Università degli Studi di Brescia, 2010. Internet: <http://www.eco.unibs.it/~palermo/PDF/pachora.pdf>, (consultato in data 15 gennaio 2013).

**Figura 4.** Il Sistema delle cartolarizzazioni nei mutui *subprime*.



Fonte: BBC - The downturn in facts and figures. Da: [http://www.dss.univpm.it/webfm\\_send/168](http://www.dss.univpm.it/webfm_send/168)

Pertanto, l'euforia creditizia non si è limitata elusivamente al mondo dei mutui ipotecari. Ogni tipo di prestito, carte di credito, prestiti agli studenti, finanziamenti industriali e commerciali, erano rilasciati dalle banche attraverso il canale della cartolarizzazione.

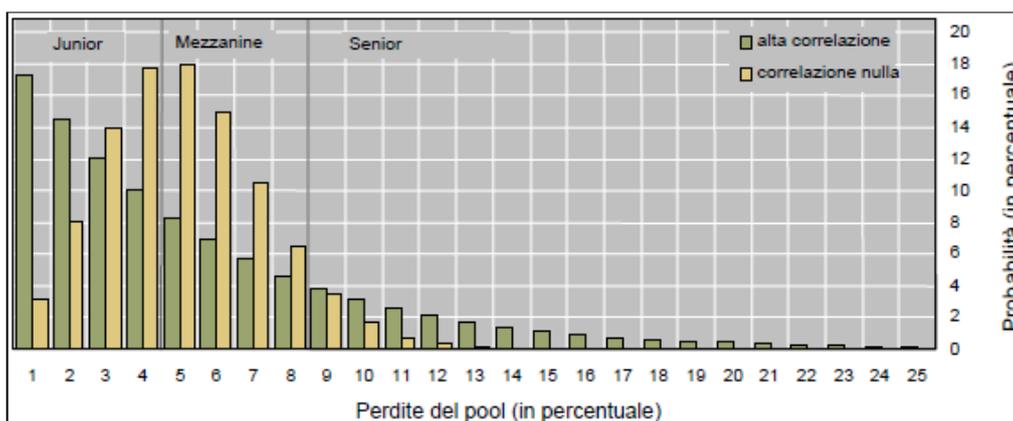
Le principali obbligazioni ottenute da tale processo e reimmesse nel mercato azionario sono tutt'oggi le seguenti: ABS (*asset banche securities*), CMO (*collateralized mortgage obligations*), CLO (*collateralized loan obligations*) e i celebri CDO (*collateralized debt obligations*).

Lo strumento finanziario che maggiormente ha contribuito allo sviluppo della crisi nel 2007 è per l'appunto il CDO. Si rende necessaria una descrizione del meccanismo finanziario del predetto titolo azionario.

Un aspetto fondamentale dei CDO è il frazionamento dei titoli in *tranche* con differenti classi di *rating*. Questo concetto costituisce il punto nevralgico della struttura dei derivati finanziari. È uno strumento derivato,

costituito da tre profili di rischio e rendimento: la *tranche equity*, la *tranche mediana* o mezzanino e la *tranche senior*. Gli acquirenti della parte *equity* sono coloro i quali ottengono rendimenti più alti, ma che al tempo stesso si assumono i rischi d'insolvenza più elevati. La *tranche* mezzanino è soggetta a delle perdite, seppur in misura minore di quelle della parte chiamata *equity*. Infine, la *tranche* di rango superiore, la *senior*, offre i rendimenti più bassi, ma presumibilmente rappresenta la parte più protetta del titolo dai rischi d'insolvenza. I prestiti *subprime*, rappresentavano la somma di tali *tranche* dei CDO o di quelle degli altri strumenti derivati, che s'ispirano alle medesime tecniche di cartolarizzazione. In altri termini, gli "ingegneri" finanziari di Wall Street non hanno fatto altro che garantire i prestiti *subprime* con delle azioni che all'esterno apparivano "sane" e sicure, ma che all'interno erano altamente "tossiche" e rischiose.<sup>133</sup>

**Figura 5.** Distribuzione delle perdite per tranche: raffronto fra alta e bassa correlazione.

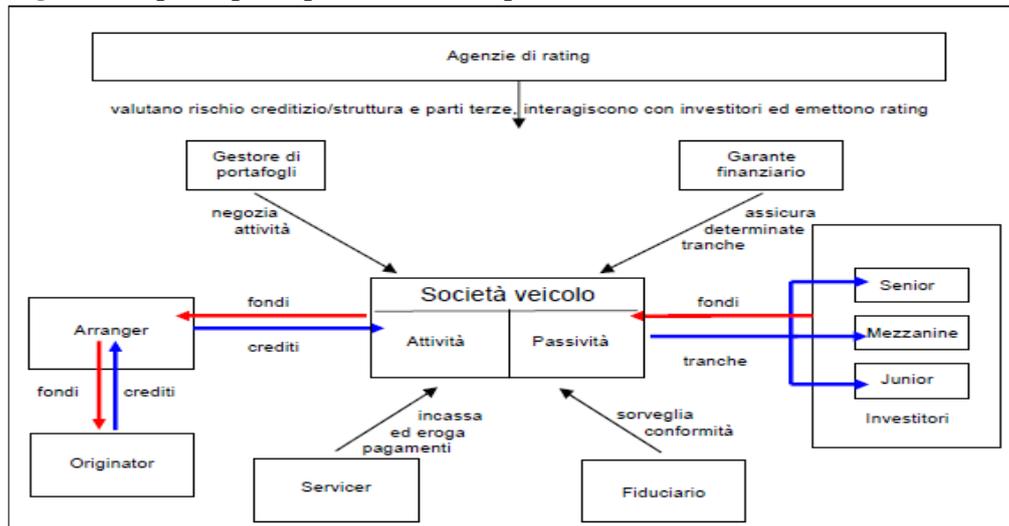


Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, 2005. Da: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0506ita\\_f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0506ita_f.pdf).

<sup>133</sup> J. MITCHEL, I. FENDER, "Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating", cit., pp.75-77.

La successiva figura illustra i numerosi soggetti coinvolti in operazioni di finanza strutturata, ponendo in evidenza la “creazione di valore” generato dalla frantumazione del rischio di credito, attraverso i derivati finanziari.

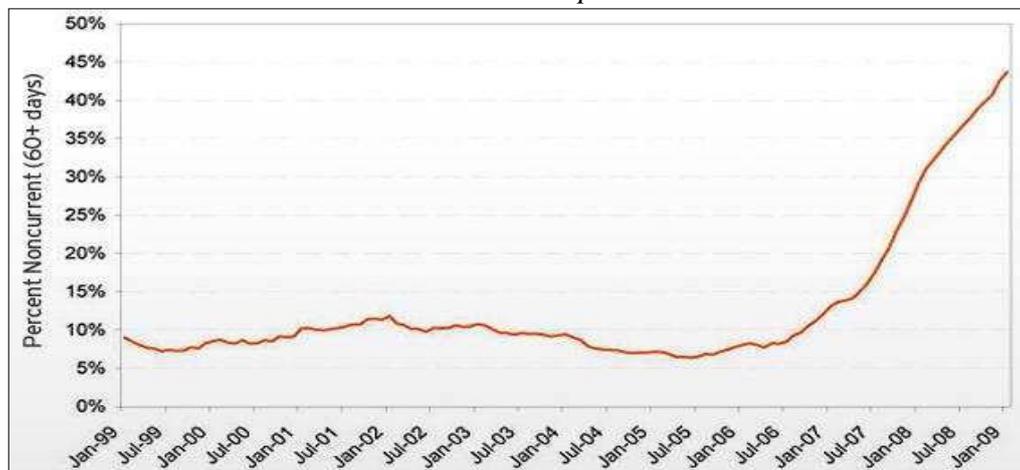
**Figura 6.** I principali operatori in un’operazione di finanza strutturata.



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, 2005. Da: [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0506ita\\_f.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0506ita_f.pdf).

Il 2004 e il 2005 furono caratterizzati dall'aumento prezzi del mercato immobiliare che si accompagnò a un aumento delle morosità sui mutui ipotecari. Le famiglie americane riscontravano sempre più difficoltà a onorare i propri debiti. L'insolvenza di questi ultimi fu artefice di una crisi di liquidità monetaria dell'intero sistema creditizio.

**Grafico 5.** Il tasso di morosità dei mutui *subprime*.



Fonte: T2 Partners, LLC. Da: [http://www.dss.univpm.it/webfm\\_send/168](http://www.dss.univpm.it/webfm_send/168).

Nel 2007, ormai si era diffusa la consapevolezza tra gli operatori finanziari che i titoli utilizzati nel mercato dei *subprime* erano altamente rischiosi. Le stime iniziali presentate da Bernanke, presidente della FED, nel 2007, stimavano potenziali perdite, qualora il mercato dei *subprime* fosse crollato, pari a 100 miliardi di dollari. Nonostante tale cifra non sia per nulla irrilevante, questa rappresentava solamente una minima parte dei rischi legati a tale modello speculativo. In effetti, mesi prima dello scoppio ufficiale della crisi, stime più concrete, hanno quadruplicato il rischio di perdite, valutando un ammontare di poco inferiore a 1000 miliardi di dollari. Si trattò solo di una questione di tempo prima che la crisi scoppiasse.<sup>134</sup> Il 15 settembre del 2008 una delle più importanti banche d'investimento fallì. Lehmann Brothers non era riuscita a disfarsi dei titoli "tossici" e questi causarono il suo fallimento, ma anche quello di Bear Stearns, e quello di oltre trecento società di credito immobiliare. Merrill Lynch sarebbe fallita se non fosse stata venduta a Bank of America. Infine, Goldman Sachs e Morgan Stanley si salvarono perché decisero di trasformarsi in *holding* bancarie, assoggettandosi alla sorveglianza della FED, ottenendo in cambio prestiti di emergenza.<sup>135</sup> Più di 1.800 obbligazioni strutturate subirono pesanti declassamenti da parte delle agenzie di *rating* globali, dopo che la crisi finanziaria si era ormai diffusa pure nei mercati europei e, soprattutto, solo dopo che gli investitori, non riuscendo più a disfarsi dei CDO e degli altri derivati, persero tutto.

La tabella nella pagina successiva mostra i declassamenti dei prodotti strutturati di Standard&Poor's nell'intervallo temporale dal 1° luglio al 31 agosto 2007. Solamente quest'agenzia declassò 1.693 prodotti nell'arco di un

---

<sup>134</sup> E. MONTI, *Manuale di finanza per l'impresa*, cit., p.440.

<sup>135</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit. p. 49.

mese, di cui 1.059 ottennero un giudizio finale considerato altamente speculativo. Ovvero in valore alfanumerico è un intervallo che va da B+ sino a D.

Quale fu il ruolo di Moody's, Standard&Poor's e Fitch in tutta questa vicenda? I loro declassamenti, nei confronti di titoli che hanno distrutto la finanza mondiale, non arrivarono decisamente in ritardo? Quali furono le loro responsabilità?

**Tabella 3.** I declassamenti dei prodotti strutturati (dal 1° luglio al 31 agosto 2007).

Rating iniziale	Rating finale																		TOTALE
	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	D	
AAA			5						3										8
AA+	12																		12
AA	6	26		1		3	1	1	1			2			2				43
AA-	1	3	5			2	7		1		1								20
A+		5	1	5			6	3	3		6	2		1	2			1	35
A		1	5	4	16		11	3	32	1	7	8		1	14	1			104
A-				1	5	3		5	13	18	10	13	9	5	31	12	12		137
BBB+					2	2	3		19	5	39	19		2	48	1	14		154
BBB						2	2	9		7	21	72	4	1	85	7	27		237
BBB-						1	2	6	1		22	48	23	7	133	30	66		339
BB+										1		19	5	10	63	4	80		182
BB									1	2	9		6	2	92	12	89		213
BB-											1				9	2	28		40
B+												1	2				10		13
B													1	2		12	98	3	116
B-																20	1		21
CCC																		19	19
D																			0
TOTALE	19	35	16	11	23	13	32	27	74	34	116	184	50	31	479	81	445	23	1693

Fonte: G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Bologna, 2009, p 145.

### 3.3 Il ruolo delle agenzie di rating nella crisi globale

Più volte è stato sottolineato che la crisi si poteva evitare, se non altro, come ripetuto da numerosi pareri autorevoli, era possibile scongiurare il dissesto finanziario, riportando perlopiù ferite meno gravi. Regolamentazione e vigilanza USA, luogo di nascita della crisi (come già osservato al paragrafo 2.1), non hanno prodotto risultati soddisfacenti per evitare la catastrofe. Anche altre tre “istituzioni” finanziarie hanno completamente fallito i compiti loro assegnati. Moody’s, Standard&Poor’s e Fitch, stante il loro ruolo tradizionale

di “controllori delegati” del mercato, hanno una responsabilità considerevole in tutta questa vicenda.<sup>136</sup>

I *rating* emessi dalle agenzie, sulla base degli “Accordi di Basilea”, detengono una valenza giudicata ragguardevole, ai fini della ponderazione dei rischi che gli investitori e le banche si assumono. Inoltre, il fattore di avere un’ottima reputazione, consolidatasi nella storia del settore del *rating*, fa in modo che gli attori economici si “fidino” e si “affidino” ai giudizi emessi dalle “*Big Three*”. È esattamente ciò che è successo durante la diffusione dei derivati finanziari. Il mondo finanziario si è “fidato” della valutazione estremamente positiva emessa da Moody’s, Fitch e S&P nei confronti di titoli posti nel mercato dalle banche d’investimento e che, dopo il 2007, la stampa finanziaria ha giudicato “tossici”.

L’operato delle tre agenzie ha costituito un punto cruciale per l’intensificazione e la propagazione della crisi. Anzitutto, per una semplice ragione: il giudizio era errato. “ I mutui immobiliari di qualità scadente sono stati trasformati in titoli negoziabili che le agenzie hanno valutato in modo totalmente slegato dall’effettivo merito creditizio”.<sup>137</sup>

Il secondo punto che pone sott’accusa le “*Big Three*” concerne gli eccessivi ritardi nel processo di *downgrade*. In altre parole, le agenzie non hanno modificato i *rating* emessi nei tempi che è possibile giudicare “ragionevoli”. Solo dal 2007, queste hanno cominciato a rivedere le valutazioni prodotte su alcuni CDO presenti nel mercato. La colpa di non aver corretto in tempo le valutazioni è palese quando si analizza il caso Lehman Brothers. I titoli della quarta banca d’investimento più importante al mondo erano stati

---

<sup>136</sup> J. MITCHEL, I. FENDER, “Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating”, cit., p. 79.

<sup>137</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 15.

valutati AAA dalle agenzie fino a poche ore prima del fallimento. Vale la pena di rammentare anche il caso di Fannie Mae e Freddie Mac, le agenzie semipubbliche che gestivano la gran parte dei mutui privati degli americani e che avevano accumulato debiti pari a cinque trilioni di dollari circa.<sup>138</sup> Il 6 settembre 2008, Fannie Mae e Freddie Mac chiesero al governo federale statunitense un intervento pubblico d’urgenza, che si rese concreto con la nazionalizzazione di quest’ultime e l’approvazione di un piano di salvataggio, il quale costò ai contribuenti americani 200 miliardi.<sup>139</sup> Anche in questo caso la valutazione era una tripla A.

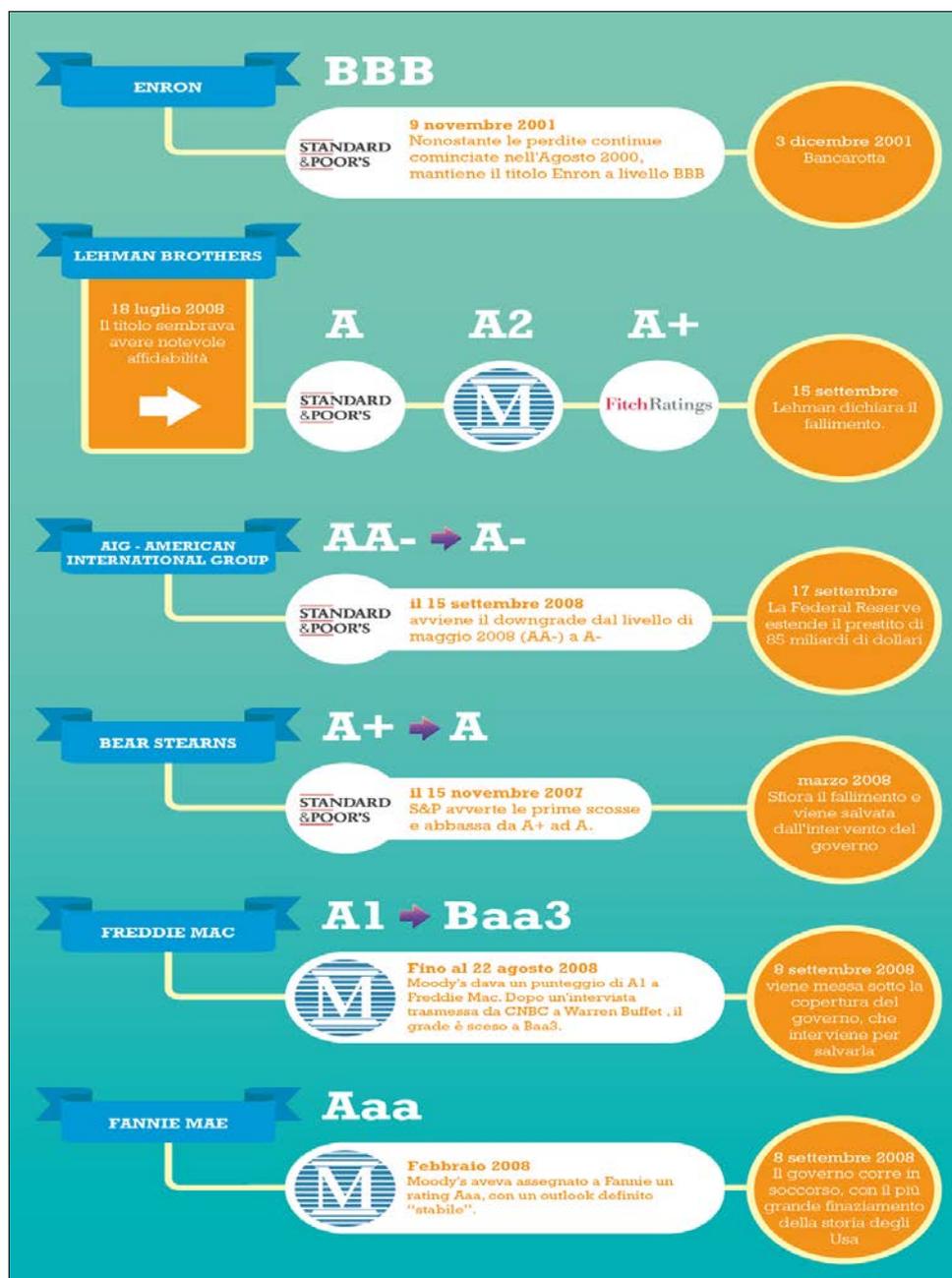
Inoltre, per completezza d’analisi, è possibile citare altri due grandi *flop*: il caso Enron nel 2001 e il caso Parmalat nel 2003. Due storie quasi identiche, due società considerate dalle agenzie “non speculative” e quindi giudicate positivamente. Anche queste in breve tempo dall’emissione degli ultimi *rating* andarono letteralmente in fumo, insieme ai soldi degli investitori, i quali, anche loro come quelli del 2008, si erano “fidati” dei *leader* mondiali nel campo del *rating*.

---

<sup>138</sup> E. BELTRAMINI, “Lehman Brothers, due anni dopo: la crisi continua”, *Limes – rivista italiana di geopolitica*. Internet: <http://temi.repubblica.it/limes/lehman-brothers-due-anni-dopo-la-crisi-continua/14640?printpage=undefined>, (consultato in data 18 gennaio 2013).

<sup>139</sup> L. VERONESE, “SCHEDA / Fannie Mae e Freddie Mac. Cosa sono?”, *Il Sole 24Ore*, 8 settembre 2008.

**Figura 7.** I clamorosi errori delle agenzie di rating.



Fonte: C. MANZO, D. RONZONI, *Da Parmalat a Lehman, quando l'agenzia di rating sbaglia tutto*, 2011. Da: <http://www.linkiesta.it/agenzie-rating>.

In terzo luogo, la valutazione positiva, in realtà errata, emessa per un periodo continuato dalla fine degli anni '90 sino al 2007, è responsabile del “contagio” dei mercati finanziari, contribuendo alla propagazione della crisi. Ciò si è realizzato perché da un lato, i titoli giudicati AAA sono stati acquistati dagli investitori internazionali, inquinando i mercati esteri. Dall'altro, i rating

positivi hanno contribuito indirettamente all'acquisto dei titoli "tossici" da parte di banche minori, che così facendo hanno ulteriormente diffuso i predetti titoli.<sup>140</sup>

Gli elementi appena esposti supportano la tesi della corresponsabilità delle tre grandi agenzie al dissesto finanziario del 2008. Tuttavia, questi sono considerati l'esternazione fattuale di caratteristiche strutturali interne alle agenzie, che, invece, sono rimaste nascoste agli occhi della maggior parte degli individui, uniche vittime della crisi. Si tratta di un *modus operandi* criticabile, detenuto dalle agenzie con buona pace delle autorità finanziarie internazionali. Tali pratiche e condotte possono essere annoverate a pieno titolo tra gli elementi d'accusa rivolti alle "Big Three".

#### 3.4 Critica al mondo del rating

I principali punti oggetto di critica sono:

- ❖ i modelli informativi delle agenzie di *rating*;
- ❖ *home bias effect*;
- ❖ dipendenza di alcune forme di regolamentazione;
- ❖ il *rating* prociclico;

Una prima critica mossa contro le agenzie, riguarda i modelli informativi utilizzati per emettere i giudizi. Durante il Financial Stability Forum del 2008, si è affermato che i modelli usati per valutare i prodotti della finanza derivata, fattori scatenati della crisi, erano costruiti su dati e informazioni discutibili. Dalla relazione prodotta durante il Forum si evince la scadente *performance* delle agenzie, attribuibile a un processo di raccolta e di

---

<sup>140</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p.15.

analisi delle informazioni qualitativamente scadente.<sup>141</sup> In altri termini, i sistemi d'analisi erano basati su dati economici che non corrispondevano alla realtà e che facevano riferimento a uno scenario economico caratterizzato da una crescita e da una volatilità contenuta dei prezzi azionari. D'altronde, né gli operatori, né le autorità regolatrici e vigilanti il mercato avevano mai approfondito lo studio delle metodologie usate, per giungere alle valutazioni espresse. I giudizi di *rating* uscivano da una sorta di “scatola nera”.<sup>142</sup> I fruitori finali di tali valutazioni si limitavano a utilizzare i risultati, senza pretesa di conoscere l'affidabilità dei *ratings*, strumenti dai quali dipendevano il rischio degli investimenti compiuti. La crisi ha cambiato totalmente tale prospettiva di valutazione dell'attività delle agenzie globali, esprimendo dubbi e necessità di chiarimento sulle metodologie, sulla professionalità e sulle competenze delle grandi aziende del *rating*.

“The Economist”, nel 2008, scriveva così:

*“Le agenzie hanno assegnato ratings alti a titoli strutturati basati sul debito subprime, utilizzando dati storici inadeguati e, in taluni casi, modelli non corretti. Nel momento in cui gli investitori si sono resi conto di tutto ciò, hanno perso fiducia più in generale nei ratings dei prodotti frutto dei processi di cartolarizzazione”.*<sup>143</sup>

Un tema altrettanto discusso è il cosiddetto *home effect bias*. Nel 1998, Marshall E. Blume ha analizzato la distribuzione dei *downgrade* effettuati dalle agenzie nell'intervallo temporale 1978-1995. I rilevamenti empirici informano,

---

<sup>141</sup> FINANCIAL STABILITY FORUM, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, aprile 2008, p. 36. Internet: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf), (consultato in data 2 gennaio 2013).

<sup>142</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 188.

<sup>143</sup> “Wall Street’s crisis”, *The Economist*, marzo 2008. Internet: <http://www.economist.com/node/10880718>, (consultato in data 15 dicembre 2012).

anzitutto, come le agenzie abbiano incrementato la severità dei propri giudizi nel tempo. Inoltre, si evidenzia la difformità per area geografica della distribuzione dei *rating*.<sup>144</sup> In altri termini, le più grandi agenzie (in particolar modo, lo studio di Blume nomina Moody's e S&P), sarebbero inclini a valutazioni più benevole verso emittenti statunitensi. Tuttavia, negli ultimi anni, anche a seguito dello scoppio della crisi, Moody's, S&P e Fitch hanno predisposto procedure interne sempre più complesse, volte a garantire l'omogeneità dei criteri di valutazione. Un esempio in tal senso concerne l'adozione di specifici comitati, chiamati in genere *Chief Credit Officer*, i quali hanno il compito di adottare le procedure di valutazione, i modelli comportamentali, i programmi di rotazione interna degli analisti e i responsabili delle commissioni.<sup>145</sup> Tali comitati certificano l'esistenza di sistemi interni alle agenzie, aventi l'obiettivo di fornire giudizi qualitativamente efficienti. Nonostante la presenza di tali procedure, i giudizi, come la crisi ha dimostrato, non sempre realizzano e soddisfano gli *standard* qualitativi previsti.

Con riferimento al terzo punto è molto probabile che gran parte dell'influenza delle agenzie dipenda dai meccanismi di regolamentazione. Nonostante la maggior parte del potere di mercato sia stato guadagnato attraverso la costruzione di una reputazione professionale, le agenzie avrebbero accresciuto i propri affari poiché esse vendono "licenze regolamentari".<sup>146</sup>

---

<sup>144</sup> M.E. BLUME, F. LIM, A. C. MACKINLAY, "The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality", *Journal of Finance*, 1998, 53, n. 3, p. 1389.

<sup>145</sup> N. LINCIANO, *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating: il caso italiano*. *Quaderni di finanza*, Consob, Roma, 2004, pp. 8-9.

<sup>146</sup> F. PARTNOY, *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, 1999, Vol. 77, pp. 619-712.

Secondo Frank Partnoy, il paradigma dominante del “capitale di reputazione”, che avrebbe consentito alle agenzie di prosperare sin dal 1990 è falsificabile, quando si fa riferimento a particolari mercati, i quali sono: il mercato dello *spread*, il mercato del *rating* e quello dei derivati finanziari. Ciò accade perché esiste una regolamentazione che incoraggia, o in alcuni casi, richiede esplicitamente agli investitori di acquistare solo quegli strumenti di debito, che abbiano ottenuto un *rating* considerato “*investment grade*” (si veda, il paragrafo 2.2) da parte di un’agenzia, avente lo *status* di NRSRO.<sup>147</sup> Tali regolamentazioni, non solo, pongono notevoli limitazioni in termini di concorrenza nel mercato del *rating*, (a tal riguardo, si veda il paragrafo successivo), ma rafforzano ciò che Partnoy sostiene. In altre parole, le agenzie non vendono solo informazioni, ma anche “preziosi diritti di proprietà associati all’ottemperanza alla regolamentazione”.<sup>148</sup>

Inoltre, a rafforzare il peso regolamentare sul mercato del *rating* è stato il “Nuovo accordo sul capitale”, noto come Basilea 2. La principale novità di Basilea 2 prevede e incoraggia, al tempo stesso, l’utilizzo di *rating*, chiamati esterni, se ottenuti da Moody’s, Standard&Poor’s e Fitch, interni, se assegnati direttamente dalle banche, con riferimento ai requisiti patrimoniali, cui queste stesse, sono soggette a fronte dei prestiti che concedono. Utilizzare giudizi soggettivi, emessi da imprese private, in tal caso Moody’s, Standard&Poor’s e Fitch, ai fini regolamentari condurrebbe a due conclusioni. Da un lato, si tratterebbe di accrescere, in generale, la “dipendenza” dal mercato del *rating*, dall’altro lato, si contribuirebbe, con regolamenti internazionali, a potenziare il monopolio naturale detenuto dalle “*Big Three*”. Dato il fatto, che il “Nuovo

---

<sup>147</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 111.

<sup>148</sup> *Ivi*, p. 110.

accordo sul capitale” richiama esplicitamente ed esclusivamente le tre agenzie globali nei casi di *rating* di tipo esterno.<sup>149</sup>

Infine, l’ultimo tema da analizzare concerne la prociclicità del *rating*. Con tale termine si allude che:

*l’evoluzione temporale dei giudizi delle agenzie tende a essere, come è naturale che sia, prociclica, nel senso che i rating degli emittenti tendono generalmente a migliorare in fasi di crescita economica e a peggiorare nel corso delle fasi recessive.*<sup>150</sup>

Tale caratteristica del *rating* potenzialmente rende più arde alcune fasi del ciclo economico, poiché, durante le fasi recessive, gli emittenti si troverebbero in difficoltà maggiori a causa del *downgrading* delle agenzie.

La crisi asiatica del 1997 è un esempio classico di prociclicità. Infatti, prima dell’esplosione della crisi, i *ratings* sovrani indicavano un’ottima “salute” economica dei paesi asiatici, peraltro giudicata eccessiva se posta in relazione a ciò che le altre variabili macroeconomiche indicavano. Era come se le agenzie assecondavano l’umore benevolo dei mercati orientali. Non appena la crisi scoppiò, però, i declassamenti giunsero ben presto e, soprattutto, divennero sempre più bassi, esacerbando il deterioramento delle condizioni economiche.<sup>151</sup>

Contrariamente a quanto dimostrato durante la crisi dei mercati asiatici, le agenzie affermano di fondare il proprio processo valutativo essendo il più

---

<sup>149</sup> A. SIRONI, “Le agenzie di rating sul banco degli imputati: colpevoli o innocenti?”, *Economia & Management*, 2012, n. 3, pp. 5-6.

<sup>150</sup> *Ivi*, p. 5.

<sup>151</sup> G. FERRI, L. LIU, J.E. STIGLITZ, “The procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from East Asian Crisis”, *Economic Notes*, 1999, vol. 28, n. 3, pp. 335- 354.

possibile “through the cycle”. Ovvero, costruendo i giudizi durante le diverse fasi del ciclo economico, attraverso un processo che miri a essere stabile nel tempo. Nonostante tali affermazioni, l’evidenza empirica dimostra come i declassamenti siano molto più frequenti e sensibili durante le congiunture economiche negative.<sup>152</sup>

La prociclicità dei giudizi è indubbiamente un problema che può generare effetti particolari nei mercati finanziari. Il tentativo delle agenzie di mantenere quanto più stabili possibili i propri *ratings* fa sì che queste stesse, anzitutto, arrivino “in ritardo” rispetto all’evoluzione delle condizioni economiche, com’è palesemente accaduto durante la crisi dei *subprime*. In secondo luogo, come accaduto nel 1997, le agenzie riallineano le valutazioni alla congiuntura economica attraverso forti declassamenti, incidendo, però, in maniera significativa e repentina sull’andamento delle crisi.

Infine, vale la pena di osservare che la prociclicità del *rating* può produrre effetti sui requisiti del capitale, così come previsto da Basilea 2. Infatti, se i giudizi di *ratings* sono associati ad una variazione al ribasso, la conseguenza che si produce è un incremento del requisito patrimoniale per le banche. In un ambiente dove i *ratings* e le fluttuazioni del ciclo economico si esasperano vicendevolmente, tale sistema regolamentare può aggravarne le conseguenze. È dunque possibile concludere che: “Se i sistemi di *rating* fossero orientati al lungo periodo e considerassero la possibilità di inversioni

---

<sup>152</sup> J. D. AMATO, C. H. FULMINE, *Are credit ratings procyclical?*, BIS Working Papers, Monetary and Economic Department, 2003, n. 129, p. 12. Internet: [http://www.oenb.at/en/img/wp\\_129\\_tcm16-15481.pdf](http://www.oenb.at/en/img/wp_129_tcm16-15481.pdf), (consultato in data 12 gennaio 2013).

del ciclo economico, sarebbero meno sensibili alle fluttuazioni del ciclo stesso, rendendo di fatto più stabili anche i requisiti di capitale”.<sup>153</sup>

In conclusione, come si è visto nel paragrafo precedente, la crisi ha coinvolto in modo profondo le agenzie, mettendo in discussione l’efficacia del loro operato. I giudizi sui titoli provenienti dalle cartolarizzazioni, rivelatisi inattendibili, hanno contribuito significativamente alla crescita della crisi. La revisione precipitosa, a partire dall’autunno del 2007, dei giudizi formulati in precedenza, ha rappresentato un ulteriore prova del malfunzionamento del meccanismo di *rating*. Peraltro, i problemi legati ai modelli informativi delle agenzie di *rating*, l’*home bias effect*, l’influenza regolamentare e il *rating* prociclico, non esauriscono le critiche, che autorevoli studiosi e, in generale, il mondo della finanza, rivolgono alle agenzie di *rating* globali. Il tema della concorrenza e accessibilità al mercato, in aggiunta a quello dello *shopping rating* costituiscono il principale terreno di scontro fra le agenzie e “i critici del mondo del *rating*”. Dunque, a causa dell’importanza degli argomenti, si è preferito scindere tali temi da quelli già trattati e attribuirgli un’analisi più approfondita, che segue nel successivo paragrafo.

#### 3.4.1 Il mercato del rating: un mercato chiuso.

Il mercato internazionale del *credit-rating* è un mercato chiuso, dominato da un numero esiguo d’imprese che, in caso di errore o insuccesso,

---

<sup>153</sup>A. SIRONI, “Addio Basilea 2”, *LA VOCE*, ottobre 2008. Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000686.html>, (consultato in data 10 gennaio 2013).

non risultano sostituibili con nuovi concorrenti o *competitors*.<sup>154</sup> Questa situazione è, oramai, vissuta con insofferenza dalle autorità terze rispetto gli Stati Uniti, che vedono i propri mercati finanziari essere influenzati significativamente dai giudizi di operatori, sui quali esistono modestissime possibilità di controllo. Non vi è dubbio che le agenzie globali, da un lato, godono di specificità del settore in grado di spiegare la difficoltà di accesso di nuovi operatori.<sup>155</sup> Dall'altro, però, le caratteristiche di tale monopolio naturale sono rafforzate in modo consapevole e intenzionale da specifici attori internazionali. Potrebbe esistere una determinata volontà di alcuni agenti nel mantenere il mercato del *rating* molto concentrato.

I meccanismi regolatori del *rating* sono esempi di strumenti che mantengono in vita tale monopolio naturale. In *primis*, è necessario citare il riconoscimento del *National Recognized Statistical Rating Organizations* (NRSRO). Poiché, dal 1975 la SEC richiede che qualsiasi oggetto finanziario, che abbia l'intenzione di essere quotato nel mercato statunitense debba ottenere un *rating* da un'agenzia riconosciuta come NRSRO. Il risultato di tale impostazione è stato il consolidamento del potere di mercato delle allora agenzie esistenti, Moody's, S&P, e Fitch, e lo sbarramento alle altre agenzie minori per l'ingresso del mercato del *rating*.

È esattamente ciò che Lawrence White, autorevole studioso e Professore presso la Stern School of Business, afferma: "In creating the

---

<sup>154</sup> M. PALMIERI, "Agenzie di rating e concorrenza", *LA VOCE*, maggio 2008. Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000432.html>, (consultato in data 10 gennaio 2013).

<sup>155</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 188.

NRSRO designation, the Securities and Exchange Commission had become a significant barrier to entry into the bond rating business in its own right”.<sup>156</sup>

Nonostante, dal 2003 fino ad oggi il numero delle agenzie, che hanno ottenuto lo *status*, sia giunto a dieci, l’industria del *rating* rimane dominata sempre dalle tre appena citate.

La tabella successiva mostra le dieci agenzie di rating che hanno il riconoscimento della SEC e, dunque, possono operare nel mercato statunitense.

**Tabella 4.** U.S. Nationally Recognized Statistical Rating Organizations.

Credit Rating Agency	Head Office	Rating Scope	Number of Sovereigns Rated	Business Model	Internet Home Page
A.M. Best Company, Inc.	United States	Global-Insurance	n.a.	Issuer-Pay	www.ambest.com
DBRS	Canada	Global-Corporates and Structured Finance	n.a.	Issuer-Pay	www.dbrs.com
Egan-Jones Rating Company	United States	Global-Corporates	n.a.	User-Pay	www.egan-jones.com
Fitch Ratings	United Kingdom and United States	Global-Full Spectrum	107	Issuer-Pay	www.fitchratings.com
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	Japan	Japanese-Full Spectrum	35	Issuer-Pay	www.jcr.co.jp
LACE Financial Corp.	United States	U.S. Corporates, Global Banks, & Sovereigns	59	User-Pay	www.lacefinancial.com
Moody's Investors Service	United States	Global-Full Spectrum	110	Issuer-Pay	www.moody's.com
Rating and Investment Information, Inc.	Japan	Japanese-Full Spectrum	46	Issuer-Pay	www.r-i.co.jp
Realpoint LLC	United States	U.S.-Structured Finance	n.a.	User-Pay	www.realpoint.com
Standard & Poor's (S&P)	United States	Global-Full Spectrum	125	Issuer-Pay	www.standardandpoors.com

Fonte: IMF, “The uses and abuses of sovereign credit ratings”, *IMF Global Financial Stability Report*, ottobre 2010, p. 87.

Inoltre, fino a poco tempo fa, esisteva un consenso sul concetto che la *reputation hypothesis* fosse sufficiente a garantire la qualità del servizio delle agenzie. Essendo che, le agenzie sono soggetti privati il loro primario interesse è emettere giudizi professionali e indipendenti. Pertanto, questo meccanismo appariva, un tempo, garanzia per gli investitori e induceva a ritenere che una regolamentazione minimale, come quella della NRSRO, fosse il giusto compromesso per il mercato del *rating*. In realtà, tale meccanismo di

<sup>156</sup>L. J. WHITE, “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, 2010, Vol. 24, n. 2, p. 217.

autoregolamentazione si era dimostrato incline ai fallimenti, ben prima dell'avvento della crisi del 2008 (a tal proposito, si veda il par. 3.3). Infatti, solo dopo il 2006, attraverso il *Credit Rating Reform Act*, siglato durante la presidenza Bush, furono fissati i criteri dell'attività di *rating*, le competenze, le regole di vigilanza e di trasparenza per le agenzie. Soprattutto, la nuova normativa, definiva i criteri per poter ottenere lo *status* di NRSRO, fornendo anche informazioni per le agenzie su come migliorare il proprio operato e le metodologie utilizzate. In quest'ottica, il clima statunitense e internazionale, con la legge del 2006, in aggiunta all'iniziativa intrapresa da IOSCO<sup>157</sup>, avendo emanato, nel 2004, un Codice di Condotta (*Code of Conducts Fundamentals for Credit Rating Agencies*), sembrava volesse smantellare il monopolio che era stato costituito dagli anni Settanta. La SEC poteva emanare regole con l'obiettivo di gestire ogni possibile contraddizione in materia e, a propria volta, era chiamata a riferire annualmente al Congresso degli Stati Uniti. Il Codice di Condotta, invece, dettava i principi guida, ai quali le agenzie dovevano attenersi, anche se tali principi non producevano alcuna sanzione in caso di mancato conseguimento. L'obiettivo perseguito era solo quello di costituire un quadro generale, al quale le agenzie si sarebbero ispirate, recependo i principi all'interno dei propri codici di comportamento.<sup>158</sup>

In realtà, per le agenzie “non-NRSRO” è molto difficile ottenere l'ambito titolo, essendo le condizioni imposte dalla SEC decisamente stringenti. *De jure*, il *Credit Rating Reform Act* aveva dato l'impressione dell'esistenza di una volontà di cambiamento. In effetti, qualcosa dopo il 2006 era cambiata. Antecedentemente a quella data, i criteri usati dalla SEC per

---

<sup>157</sup> International Organization of Securities Commission.

<sup>158</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 199.

attribuire il riconoscimento erano stati definiti “ opachi” e scoraggiavano qualsiasi agenzia alla formulazione della domanda di ottenimento del predetto.<sup>159</sup> Dopo il 29 dicembre del 2006, data nella quale la legge è stata siglata, almeno i criteri sono divenuti più chiari e trasparenti. Però *de facto*, l’esistenza di barriere all’entrata nel mercato del *rating* non è venuta meno. Ad esempio, tra i requisiti imposti vi è quello di avere alle spalle numerosi anni di esperienza e clienti di levatura internazionale. Implicitamente questa condizione rende impossibile l’accesso a qualsiasi nuova agenzia. Poiché, è molto improbabile, che delle agenzie di *rating* possano crearsi una clientela considerevole, senza avere accesso al mercato finanziario statunitense.<sup>160</sup>

Il problema dell’accesso di nuove imprese del *rating* è stato sollevato anche nella sede del Parlamento europeo, ma non è condiviso dalla Commissione, che vede nella moltiplicazione degli operatori un rischio di frammentazione del mercato. Le modifiche presentate dalla Commissione il 2 giugno 2010 sul Regolamento (CE) n.1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito, non fanno riferimento al tema della concorrenza. La Commissione tocca altri problemi che attanagliano il mondo del *rating*, cioè: indipendenza,

---

<sup>159</sup> L. J. WHITE, “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, 2010, Vol. 24, n. 2 , p. 217.

<sup>160</sup> Per maggiore completezza si faccia riferimento anche al Dodd-Frank Act, attraverso il quale gli Stati Uniti sono intervenuti nella materia del *rating* in seguito agli squilibri finanziari provocati dalla crisi del 2008. Nonostante, il DFA introduca procedure di controllo, identifichi un *compliance office*, imponga il principio della trasparenza e definisca le norme fondamentali di *corporate governance* delle agenzie di *rating*. La dottrina giuridica ed economica continua a ribadire la carenza di processi di libero mercato. “ Il Dodd- Frank Act (...) diminuisce la concorrenza dell’informazione, la “pubblicità” nelle mente degli investitori e aumenta i rischi di eccessivo affidamento”. Cfr. Francesco Vella, Il rating. Alla ricerca della “terza via”. Da: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap04.pdf>.

qualità e professionalità del giudizio, confermando, attraverso il silenzio, la propria opinione espressa in precedenza nella comunicazione del 2006.<sup>161</sup>

*Il diritto della concorrenza è un altro ambito del diritto comunitario che è potenzialmente importante per le agenzie di rating. La Commissione non condivide le preoccupazioni espresse dal Parlamento europeo per via del grado elevato di concentrazione nel settore delle agenzie di rating. Non vi è alcun indizio dell'esistenza di pratiche anticoncorrenziali in questo settore, ma qualsiasi elemento che dimostri il contrario sarà oggetto di un esame approfondito. Al momento la Commissione non vede pertanto la necessità di adottare provvedimenti in questo campo. Inoltre, in questo settore molto particolare, non è escluso che una frammentazione eccessiva del mercato possa avere conseguenze negative (ad esempio, le agenzie potrebbero essere indotte ad attribuire rating favorevoli nell'intento di procacciarsi clienti).*<sup>162</sup>

Inoltre, anche il contesto normativo di Basilea II prevede un'abilitazione per il rilascio di *rating* da parte delle imprese. Si tratta della certificazione Ecai (External Credit Assessment Institutions). Per l'ottenimento di tale abilitazione le imprese di *rating* sono sottoposte a verifica della propria metodologia, la quale deve necessariamente rispondere ai criteri di obiettività, trasparenza, indipendenza e di continua revisione della procedura. Inoltre, a differenza del Codice IOSCO, il comitato di Basilea richiede che, le agenzie di *rating* abbiano una dotazione finanziaria che le rende autonome, cosicché ogni dubbio di dipendenza possa essere fugato.<sup>163</sup>

---

<sup>161</sup>Per maggiore completezza si faccia riferimento al Regolamento 513/2011 dell'Unione Europea, che predispone una nuova architettura della vigilanza finanziaria europea, attraverso il controllo operato dall'ESMA.

<sup>162</sup> COMMISSIONE EUROPEA, "Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito", (2006/C 59/02), 2006, *GUCE*, par. 3.1.

<sup>163</sup> M. PALMIERI, "Agenzie di rating e concorrenza", *LA VOCE*, maggio 2008. Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000432.html>, (consultato in data 10 gennaio 2013).

In diversi contesi normativi, dalle disposizioni della SEC ai requisiti di Basilea II, le agenzie NRSRO hanno una legittimazione che conferisce loro un'influenza notevole e, al tempo stesso, impedisce ai meccanismi di libero mercato di agire.<sup>164</sup>

Inoltre, i sistemi regolamentari non sono gli unici tipi di barriere all'entrata del mercato del *rating*. Esistono difficoltà oggettive che derivano dalla specificità di tal comparto dei servizi finanziari. Esse sono<sup>165</sup>:

- avere a disposizione un adeguato bagaglio di informazioni sugli emittenti, il quale richiede tempo ed investimenti;
- la credibilità, in un mercato dove l'esperienza è fondamentale;
- “il risparmio di costo per gli emittenti derivanti dal dover trattare con poche agenzie di *rating*”;
- i limiti cognitivi degli investitori, incluso il non volere spendere risorse nel comparare i *rating* emessi da diverse agenzie;
- economie di scala riguardanti il settore del *rating*.

In conclusione, l'analisi fin qui condotta sembra confermare che la libera concorrenza nel comparto globale del *rating* sia ostacolata. Le barriere per la competizione tra imprese non dipendono solo da caratteristiche economiche, che rinvigoritesi nel tempo, hanno stabilizzato la *leadership* di

---

<sup>164</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit., p. 235.

<sup>165</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, ottobre 2012, p. 5. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap03.pdf>, (consultato 20 gennaio 2013).

due o tre agenzie, le quali detengono la quasi totalità delle quote del mercato in questione.<sup>166</sup> Quanto soprattutto, da interventi regolatori nazionali e internazionali, che hanno probabilmente rallentato, oppure azzardando, hanno impedito, il funzionamento della libera concorrenza. Peraltro esistono anche delle valide motivazioni per le quali è impossibile immaginare di lasciare libero accesso a nuovi *competitor*, sperando in una naturale e positiva selezione operata dal mercato. Esistono pro e contro.

#### 3.4.1.1 Pro e contro della concorrenza nell'industria del *rating*

Esiste una parte della dottrina economica e giuridica che è certa che la concorrenza può rappresentare un utile sprone all'efficienza nel settore del *rating*. Tuttavia, esiste un'altra parte che supporta la tesi opposta. Ovvero, secondo tale filone scientifico, un aumento della competizione, in tal comparto dei servizi finanziari, non produrrebbe effetti benefici, bensì distorsivi.

Il punto di partenza di tal argomentazione è l'assunzione che la competizione nell'industria del *rating* è strettamente legata al capitale di reputazione detenuto dalle imprese. Le agenzie cercano di evitare di commettere errori che lederebbero la loro reputazione e potrebbero indurre la clientela verso altri concorrenti. Quindi, essendo il *rating*, un bene "non convenzionale" ad alto contenuto informativo, non sarà semplicemente il prezzo il fattore determinante per la competizione, bensì la qualità dei giudizi correlata alla reputazione di cui gode l'agenzia. Dunque, se un'agenzia emette

---

<sup>166</sup> Si ricorda che le agenzie Moody's, Standard & Poor's e Fitch sono responsabili dell'attribuzione del rating del 96% dei prodotti di finanza strutturata e del 98% dei rating emessi dalle agenzie riconosciute dalla SEC. Inoltre, l'indice di Herfindahl-Hirschman, che esprime la concentrazione, o in questo caso l'assenza di competizione, in un determinato mercato, presenta un valore decisamente elevato pari a 3400. Confermando, per l'appunto, l'esistenza di un oligopolio, se non addirittura di un duopolio, in capo alle principali imprese che in esso operano.

delle previsioni scendenti danneggia la propria reputazione e perde quote di mercato.<sup>167</sup>

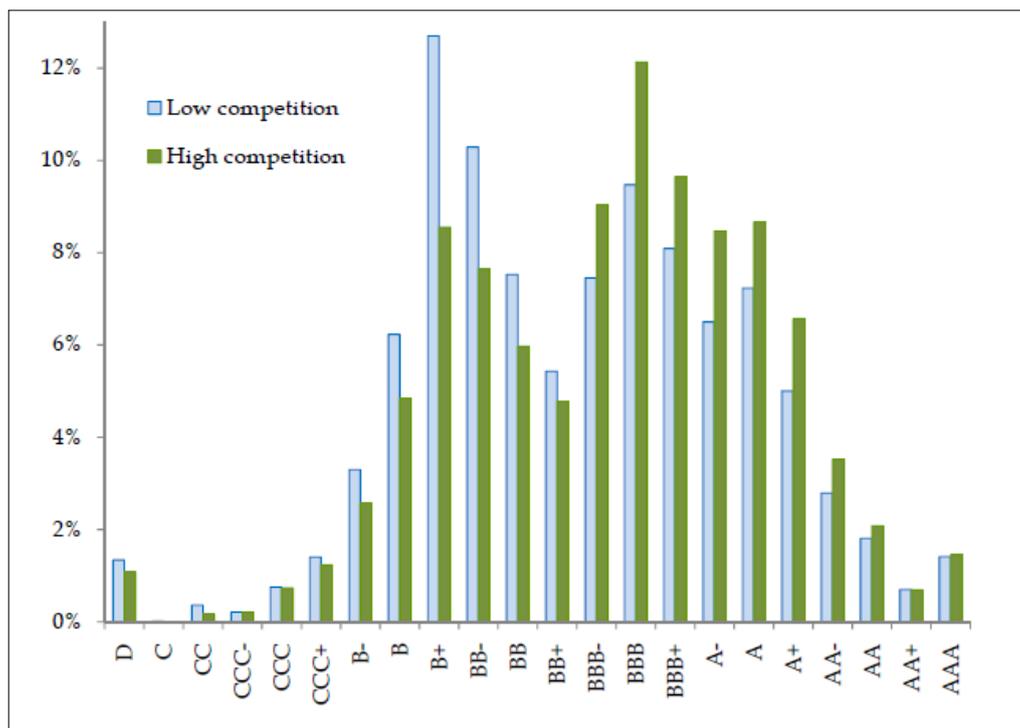
Alla luce di ciò, si afferma che: l'aumento della concorrenza nel mercato del *rating* produce una riduzione delle quote di mercato detenute dalle agenzie presenti, ciò, a sua volta, riduce le rendite e quindi disincentiva le imprese a produrre giudizi corretti o quantomeno accurati. Bo Becker e Todd T. Milbourn in "How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?", dimostrano empiricamente come l'aumento della quota di mercato detenuta da Fitch abbia fatto diminuire la qualità dei *rating* emessi dagli S&P e Moody's. All'aumento della concorrenza corrispondono tre conseguenze, secondo Becker e Milbourn:

1. i *ratings* di S&P e Moody's tendono verso la AAA in maniera eccessiva (si veda il grafico 3);
2. il contenuto informativo diminuisce, poiché la correlazione tra rendimento dei titoli e *rating* è meno forte;
3. la capacità di prevedere i casi di *default* è minore.

---

<sup>167</sup> R. CANTOR, F. PACKER, "The Credit Rating Industry", *FRBNY Quarterly Review*, 1994, vol. 19, n. 2, p. 4. Internet: <http://www.newyorkfed.org/>, (consultato 20 gennaio 2013).

**Grafico 6.** La differente distribuzione del rating nei casi di bassa ed alta competizione.



Fonte: B. BECKER, T. T. MILBOURN, How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?, Harvard Business School Finance, settembre 2010, p. 37. Internet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1278150](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1278150) (consultato 20 gennaio 2013).

Queste tre conseguenze costituiscono le caratteristiche di quello che Ferri e Lacitignola chiamano “*rating* inflazionato”, cioè un giudizio sul merito di credito “scadente” dal punto di vista del contenuto informativo. Le possibili cause, secondo codesti studiosi, della produzione di un *rating* inflazionato sono due. In primo luogo, in circostanze di aumento della concorrenza, diminuiscono gli incentivi a emettere “*rating* di qualità”, poiché un buon capitale di reputazione non è più condizione sufficiente per ottenere alte rendite e quote di mercato. In secondo luogo, è possibile che accada il cosiddetto “*shopping rating*”.<sup>168</sup>

Tralasciando il primo punto sul capitale di reputazione, il cui concetto è stato esaminato più volte nel corso di tal elaborato, con il termine *shopping*

<sup>168</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, cit., pp. 6-9.

*rating* s'intende quella pratica in cui l'emittente richiede il *rating* a diverse agenzie e sceglie l'agenzia che gli attribuisce il *rating* più elevato.<sup>169</sup> La probabilità che tali comportamenti avvengano cresce con l'aumento del numero di agenzie presenti sul mercato. In particolar modo, gli studi di Vasiliki Skreta e Laura Veldkamp hanno dimostrato come tale fenomeno sia più frequente, quando a essere giudicati, sono i prodotti della finanza strutturata. Ciò è strettamente correlato alla complessità degli oggetti finanziari in questione. Quindi, essendo al quanto complicato l'oggetto finanziario da valutare, con l'aumento della concorrenza, pratiche come quella dello *shopping rating* prosperano maggiormente.

Per terminare, esistono corpose indicazioni alla crescita di competizione nel comparto del *rating*. Nello specifico, gli emittenti si potrebbero approfittare della frammentazione del mercato, ottenendo giudizi compiacenti o comunque non totalmente corretti. “Le agenzie potrebbero essere indotte a farsi guerra, per l'acquisizione di quote di mercato, emettendo *rating* inflazionati a discapito del valore informativo che il *rating* dovrebbe avere”.<sup>170</sup> Inoltre, si badi bene che, il potenziale negativo della concorrenza potrebbe acuirsi in alcuni specifici domini finanziari, come quello dei derivati.

Nonostante i problemi che la libera concorrenza apporta, però, gran parte della dottrina scientifica ed istituzioni del calibro del Fondo Monetario Internazionale, ribadiscono le ricadute positive che deriverebbero da una maggiore concorrenza nel settore.<sup>171</sup> Da un lato, l'apertura a nuove imprese

---

<sup>169</sup> *Ivi*, p. 12

<sup>170</sup> *Ivi*, p. 17.

<sup>171</sup> IMF, “The uses and abuses of sovereign credit ratings”, *IMF Global Financial Stability Report*, ottobre 2010, p. 98.

rischia di compromettere il meccanismo di reputazione, che è alla base dell'emissione dei *rating*. Dall'altro, la presenza d'informazioni aggiuntive, la riduzione delle rendite delle agenzie, lo smantellamento di un oligopolio che, nonostante l'assenza di concorrenza, commette errori che stanno, tuttora, condizionando l'economia globale, sembrano essere motivazioni valide per i fautori del libero mercato.

D'altronde, l'approccio "lieve" che le istituzioni hanno adottato, attraverso regolamentazioni incomplete, modelli di "*best practices*" o codici di condotta, rischia di non essere all'altezza del problema.

Alla luce di tutto ciò, gli studi empirici evidenziano l'impossibilità di creare un mercato concorrenziale a tutto tondo. D'altronde, la crisi è scoppiata anche a causa di un *laissez-faire* finanziario oltre misura. Tuttavia, l'oligopolio del *rating* così com'è ha generato e continua a generare insoddisfazione. Si conclude, dunque, che la concorrenza, se contenuta in validi argini normativi, sarebbe capace di apportare nuovi benefici al mercato, spingendolo verso una maggiore efficienza. Per far questo, però, occorrono delle riforme e interventi regolamentari a livello internazionale del mercato del *rating*.

#### 3.4.2 L'*issuer pay* ed il conflitto di interesse che ne deriva

L'ascesa del potere delle agenzie è cominciata negli anni Trenta del secolo scorso. A quel tempo le autorità federali statunitensi iniziarono ad impiegare i *rating* emessi dai precursori delle agenzie, per comprendere la bontà delle obbligazioni in possesso delle banche. Lo stimolo al consolidamento avvenne negli anni Settanta, a seguito del fallimento di alcune

grandi imprese che funestò il mercato americano.<sup>172</sup> Poiché la fiducia degli investitori era compromessa, gli emittenti avevano bisogno di uno strumento che rassicurasse gli individui sull'affidabilità del merito di credito degli strumenti di debito, certificandone la qualità.<sup>173</sup> In quegli anni, i guadagni delle agenzie provenivano direttamente dagli investitori, secondo il modello *investor paid*. Tale modello, peraltro, provocò fenomeni di *free riding*, intesi come modalità attraverso le quali gli investitori si sottraevano all'onere del pagamento, cercando, comunque, di beneficiare dell'informazione, pagata da altri. Per aggirare questo problema le agenzie adottarono un diverso modello commerciale, il cosiddetto *issuer pay*.

*L'issuer pay* è un modello di *business* consolidato nel tempo ed accettato a livello internazionale, in forza del quale è il soggetto valutato a pagare il costo della valutazione effettuata dall'agenzia.<sup>174</sup> Siffatta struttura di pagamento rappresenta il principale bersaglio dei critici delle agenzie globali, poiché tal modello potrebbe dar luogo a un potenziale conflitto d'interessi.

Il potenziale conflitto si articola nel seguente modo. Poiché il valutato ha un evidente interesse a ottenere la migliore valutazione possibile, esso potrebbe esercitare delle pressioni sull'agenzia.

*Il rischio è che l'agenzia, pur di continuare a emettere il rating di un determinato emittente, possa non valutare correttamente il rischio di credito, specie*

---

<sup>172</sup> Si trattò del fallimento della società di trasporti Penn Central, che rese gli investitori più attenti al merito di credito degli emittenti e indusse questi ultimi a incaricare direttamente le agenzie di rating per far "certificare" l'affidabilità degli strumenti finanziari emessi.

<sup>173</sup> E. GRANATA, *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, ottobre 2012, p. 3. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap07.pdf>, (consultato 20 gennaio 2013).

<sup>174</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 187.

*se la sua corretta valutazione portasse a un livello di rating inferiore a quello desiderato o necessitato dall'emittente.*<sup>175</sup>

In altri termini, il rapporto di clientela che s'instaura tra il soggetto valutante e quello valutato potrebbe inficiare il rigore valutativo, danneggiando gli interessi di coloro i quali si affidano ai giudizi di *rating* per effettuare investimenti finanziari.

Inoltre, il modello *issuer pay* suscita maggiore disapprovazione se contestualizzato nel mercato dei derivati finanziari. All'indomani dello scoppio della crisi dei mutui, la sensazione era quella che la macchina finanziaria fosse sfuggita al controllo, provocando ingenti danni, e che le agenzie insieme alle banche d'investimento fossero stati gli unici soggetti a rimanere impuniti, lucrando ingenti profitti. Questa ipotesi è sostenuta dall'argomentazione che, i prodotti della finanza strutturata sono stati in grado di assicurare proventi di gran lunga maggiori, rispetto agli strumenti di finanza tradizionale. Essi hanno rappresentato più del 50% del totale dei profitti derivati dall'emissione di *rating*. Basti pensare che le agenzie forniscano il *rating* di migliaia di strumenti di debito. I loro proventi, fino all'arrivo della finanza strutturata, non dipendevano mai da un singolo emittente, per tal motivo il conflitto era ben assorbito dal sistema finanziario. Le commissioni pagate da un singolo emittente ad S&P, ad esempio, si è stabilito, non superavano il 2% dei ricavi attivi dell'impresa di *rating*. Il tutto è cambiato quando banche di investimento, fortemente impegnate nella collocazione di titoli nuovi e complicati da valutare, si sono rivolte alle più grandi agenzie di *rating* al mondo, per ottenere valutazioni che sostenessero il lancio e la diffusione di tali strumenti di debito.

---

<sup>175</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 188.

Coloro i quali attribuiscono una responsabilità dolosa alle agenzie sostengono che quest'ultime hanno assecondato i propri clienti, ottenendo lauti guadagni. Sono venute meno al ruolo di sentinelle del mercato, non hanno dato l'allarme nel momento in cui avrebbero dovuto farlo, contribuendo alla diffusione di titoli di dubbia qualità. "Le agenzie hanno dato ai clienti ciò che volevano: se desideravano un *rating* AAA per un Mbs fatto di mutui subprime, l'avrebbero ottenuto".<sup>176</sup>

La citazione che segue, estrapolata dal Parere emesso dal Comitato economico e sociale europeo, è al quanto significativa per l'ipotesi esposta.

*Agli inizi del 2000 era quasi impossibile che un'operazione CDO ottenesse da Moody's un rating pari a una tripla A, se la garanzia collaterale era esclusivamente composta da mutui ipotecari. L'agenzia aveva una procedura consolidata di attribuzione del punteggio in funzione della diversificazione, che impediva ai titoli con collaterale omogeneo di ottenere il livello di rating più alto. Il risultato di questa prassi è stato che Moody's ha perso quote di mercato perché le due società concorrenti non applicavano questa norma ispirata alla prudenza. Moody's ha rinunciato a tale regola nel 2004 e da allora la sua quota di mercato è aumentata in modo vertiginoso.*<sup>177</sup>

In aggiunta, le agenzie non si sono limitate ad emettere i giudizi, ma, durante l'esplosione della vendita dei mutui *subprime*, fornivano servizi di consulenza su come procedere alla "strutturazione" dei titoli. Questi ultimi sarebbero stati giudicati in un secondo momento dalle stesse agenzie, che

---

<sup>176</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit., p. 234.

<sup>177</sup> COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO, "Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito", *GUFE*, 2008/0217, par. 2.10.

avevano collaborato alla progettazione dei titoli stessi. Si trattava di un cortocircuito. Tali servizi sono stati definiti di “consulenza” o “modellizzazione” e nonostante il Codice IOSCO incoraggia le agenzie a separare la pratica di emissione di *rating* da qualsiasi altro *business*, inclusa la consulenza finanziaria, tali conflitti d’interesse hanno avuto luogo nei primi dieci anni del Ventunesimo secolo.

Il conflitto d’interessi del modello *issuer pay* è stato reso evidente e insopprimibile allo scoppio della crisi. Quest’ultima ha esacerbato un sistema di pagamenti, che presentava nella sua struttura numerose controindicazioni, mostrando le agenzie come enti complessi e non trasparenti.

#### 3.4.2.1 Cambiare il modello di remunerazione?

Si avverte talvolta nelle considerazioni della stampa finanziaria o in quelle della letteratura economica e giuridica il rimpianto per "un'era antica", nella quale era l’investitore a rivolgersi alle agenzie e pagare per il servizio ricevuto.<sup>178</sup> Tuttavia, nonostante la sofferenza oramai diffusa per il modello *issuer paid*, la transizione verso *l’investor paid* è legata a problematiche evidenti. In primo luogo, si evidenzia come non sia agevole modificare una struttura di mercato, consolidatasi storicamente e accettata a livello mondiale. In secondo luogo, si ripresenterebbero problemi passati, in altre parole il *free riding*. In terzo luogo, ipotizzando che tale transizione fosse realizzabile, non si può fare a meno di notare che non è certo che i conflitti d’interesse sarebbero eliminati, potrebbero semplicemente essere traslati. Ad esempio, se a pagare fossero gli investitori, questi ultimi potrebbero esercitare pressioni sulle

---

<sup>178</sup> R. LENER, M. RESCIGNO, *I conflitti di interesse nell’attività delle agenzie di rating*, atti del convegno “Il Rating: mito, realtà, narrazioni”, ottobre 2012. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap06.pdf>, (consultato in data 20 gennaio 2013).

agenzie per ottenere giudizi meno favorevoli per l'emittente e, quindi, ottenere rendimenti più alti dai titoli, essendo i tassi d'interesse proporzionati alla rischiosità dei titoli. Chi dovrebbe pagare le agenzie allora?

Il modello di remunerazione è oggetto del Dodd-Frank Act e nel corso dei lavori che hanno condotto all'approvazione di quest'ultimo, la proposta effettuata dal senatore Al Franken, è stata ritenuta dalla dottrina scientifica degna di nota. Ovvero, secondo il *Franken Amendment*, l'emittente dovrebbe inoltrare la propria richiesta di *rating* non all'agenzia, bensì alla SEC, sulla quale ricadrebbe l'onere di scegliere l'impresa che esegue la valutazione.<sup>179</sup> Si tratta dello schema "*rating clearing house*", nel quale un soggetto terzo s'interpone tra chi valuta e chi è valutato, creando discontinuità nel rapporto clientelare. Infatti, così facendo, l'agenzia non avrebbe interesse a ridurre il rigore valutativo, sperando in incarichi successivi che sono esclusivamente commissionati da un soggetto che dovrebbe essere *super partes* e che segue criteri di scelta improntati sulla chiarezza e trasparenza. Nonostante l'emendamento abbia suscitato un dibattito vivace negli Stati Uniti, è stato eliminato durante i lavori preparatori del DFA.

Un'altra innovazione di portata radicale potrebbe consistere nel creare un'agenzia di natura pubblica. Non perseguendo obiettivi di profittabilità, secondo i suoi sostenitori, si garantirebbe una maggiore imparzialità e rigore del processo di emissione dei *rating*. Tuttavia, numerose perplessità rispetto a un'innovazione simile derivano dalle possibili pressioni politiche che

---

<sup>179</sup> *Ibidem.*

potrebbero essere esercitate, almeno per la tutela dei titoli del debito sovrano.<sup>180</sup>

Infine, secondo Roubini, si potrebbe imporre agli investitori istituzionali, ad esempio le banche o gli *hedge fund*, di creare un fondo comune, amministrato e regolamentato dalle autorità competenti. Il fondo sarebbe utilizzato per l'acquisto delle valutazioni, effettuate dalle agenzie ufficialmente riconosciute, e costringerebbe tutti gli operatori istituzionali a contribuire.<sup>181</sup>

In conclusione, è possibile affermare che i progetti di riforma necessitano di essere posti all'interno di un mercato, che, purtroppo, presenta elevati gradi di difficoltà: stratificazione storica, metodologie e meccanismi difficili da porre in discussione. Se da una parte, è riscontrabile un clima politico internazionale animato dalla volontà di cambiamento. Dall'altra, le normative comunitarie, statunitensi e di portata transnazionale raramente traducono in termini reali ed effettivi tale spirito di riforma del mondo del *rating*.

Sia chiaro: riformare le agenzie non è per niente un compito facile. Tuttavia, l'esperienza della crisi ha messo in luce i problemi e i conflitti d'interesse a esse associati, che senza un cambiamento normativo non potranno probabilmente essere risolti.<sup>182</sup>

---

<sup>180</sup> E. C. RAMUSINO, *Il Sistema finanziario internazionale tra crisi e riforme*, cit., p. 191.

<sup>181</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit., p. 236.

<sup>182</sup> R. PORTES, "Agenzie di rating, la riforma è un rompicapo", *LA VOCE*, 2008. Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000256.html>, (consultato in data 30 dicembre 2012).

### 3.4.3 *Unsolicited ratings*

Tra i problemi più sentiti che riguardano i comportamenti delle agenzie, vi è quello degli *unsolicited ratings*. Si tratta di *rating* emessi dalle agenzie senza una specifica richiesta da parte dell'emittente. È una prassi in larga diffusione, non più limitata alle agenzie a dimensione prettamente nazionale, come, invece, accadeva un tempo.

In mercati caratterizzati dalla scarsità d'informazioni, tali tipologie di *ratings* costituiscono informazioni aggiuntive importanti. Tuttavia, un giudizio sul merito di credito emesso senza una specifica richiesta solleva non pochi dubbi sulla sua integrità e sul conflitto d'interessi che potrebbe generare. Anzitutto, con riferimento all'integrità e qualità dell'*unsolicited rating*, si rimarca che tale giudizio è emesso solo sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, poiché, non essendoci un'esplicita richiesta di valutazione da parte dell'emittente, viene meno il rapporto tra quest'ultimo e l'agenzia. In virtù di tal rapporto, le agenzie di *rating* ottengono informazioni confidenziali, che le agevolano ad emettere giudizi con un alto livello di contenuto informativo. Infatti, mancando le informazioni confidenziali ed essendoci solo quelle pubblicamente disponibili, permangono non pochi dubbi sul fatto che questi *ratings* siano effettivamente in grado di aumentare l'efficienza informativa del mercato. “Si ritiene che gli *unsolicited ratings* siano distorti ed eccessivamente conservatori, proprio perché gli analisti non hanno accesso ai dati degli emittenti”.<sup>183</sup> Invece, per ciò che concerne il potenziale conflitto d'interessi, che è alle spalle degli *unsolicited ratings*, si afferma che la pratica dell'emissione di giudizi non richiesti potrebbe essere

---

<sup>183</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, cit., p. 14.

uno strumento usato dalle agenzie per espandere le proprie quote di mercato, piuttosto che un aiuto per gli investitori, come, invece, le agenzie sostengono. I *ratings* non richiesti sono perlopiù giudizi negativi, che, però, possono essere saggiamente rivisti e migliorati. Infatti, qualora gli emittenti richiedessero di essere valutati dalle agenzie, per migliorare la propria reputazione sul mercato, potrebbero fornire nuovi elementi di valutazione, si tratta d'informazioni confidenziali, di cui le agenzie non erano a conoscenza e che potrebbero migliorare il *rating* emesso. Tutto questo ovviamente pagando. Il conflitto sta nel fatto che, attraverso la divulgazione di *ratings* non richiesti, le agenzie potrebbero condizionare l'emittente, inducendolo a richiedere, questa volta a pagamento, un secondo *rating* che è, nella maggior parte dei casi, migliore, grazie alle informazioni confidenziali.<sup>184</sup>

La difesa delle agenzie rispetto a tal argomentazione si basa sul concetto che l'emissione di *rating* non richiesto è un obbligo verso gli investitori. Allorquando, per uno specifico emittente ci siano sufficienti informazioni pubbliche e interesse da parte degli investitori per quel soggetto, le agenzie hanno il compito di ridurre le asimmetrie informative ed essere funzionali per gli investitori.<sup>185</sup>

Si potrebbero controbattere che, essendo i *rating* non richiesti non completi, dal punto di vista dell'informazione, piuttosto che un'utilità sociale potrebbe derivare da tali giudizi distorsioni sulla valutazione del merito di credito, inficiando il comportamento degli investitori.

---

<sup>184</sup> G. OLIVIERI, I servizi di *rating* tra concorrenza e regolazione, 2012. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap02.pdf>, (consultato 25 gennaio 2013).

<sup>185</sup> S. BYOUN, Y. S. SHIN, "Unsolicited Credit Ratings: Theory and Empirical Analysis", *Financial Management Association Annual Meeting*, 2002, pp. 3-5. Internet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=354125](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354125), (consultato 20 gennaio 2013).

Infine, si potrebbe concludere che gli *unsolicited ratings* costituiscono gli oggetti di una pratica, posta in essere dalle agenzie, che non trova consensi ed approvazioni da parte della letteratura scientifica. Secondo quest'ultima, difatti, “non contiene alcuna informazione significativa per i mercati”.<sup>186</sup>

#### 3.4.4 Dunque?

Il tema della concorrenza e quello del conflitto d'interessi, legato alla struttura del modello di pagamento e alla pratica dei *ratings* non richiesti, restano ancora un nodo difficile da sciogliere.

La disciplina europea e quella statunitense, secondo parte degli studiosi della materia, non dovrebbero temere rimproveri di eccesso di regolamentazione o di dirigismo del mercato finanziario. Poiché, alla presenza di conflitti d'interessi, non esiste un mercato “sano” anche nelle più liberiste delle prospettive, ma un mercato che presenta effetti inficiati da meccanismi distorti, i quali senza l'intervento riformatore e regolatore difficilmente potranno essere eliminati.<sup>187</sup>

Si potrebbe obiettare che nel mondo della finanza nessuno è privo di conflitti d'interesse. Le banche, ad esempio, ne hanno parecchi. Si pensi a un'analista di una grande banca d'investimenti, che consiglia di comprare o vendere titoli di una società quotata in borsa, in tal caso, è forte il sospetto che il suo comportamento sia deciso dall'amministrazione della banca, che intrattiene relazioni con la società stessa. Oppure, quando un'economista di una banca fa delle previsioni sull'andamento economico di un paese, esiste un

---

<sup>186</sup> G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., p. 122.

<sup>187</sup> R. LENER, M. RESCIGNO, *I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating*, cit. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap06.pdf>, (consultato in data 20 gennaio 2013).

altrettanto forte sospetto di conflitti che la stessa banca per cui lavora abbia un'esposizione o interessi su quello stesso paese.<sup>188</sup> Ebbene, perché i potenziali conflitti di Standard & Poor's, Moody's o Fitch, suscitano molto più scalpore di quelli delle banche o di qualsiasi altro intermediario finanziario? La risposta dovrebbe essere semplice:

*Perché quei voti che le agenzie di rating assegnano, vanno a condizionare le politiche d'investimento di tutti i fondi del mondo. Insomma: perché le decisioni delle agenzie di rating, giuste o sbagliate che siano, vanno a creare una serie di effetti automatici a catena che rischiano di avvitare la crisi.*<sup>189</sup>

---

<sup>188</sup> M. LONGO, “Agenzie di rating e azionisti: il grande conflitto di chi deve valutare”, *Il Sole 24 ORE*, 2012. Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2012-01-16/agenzie-azionisti-grande-conflitto-225651.shtml?uuid=AaU0CxeE>, (consultato 20 dicembre 2012).

<sup>189</sup> *Ibidem*.

## IV

### LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI IN EUROPA TRA SPREAD E DOWNGRADE

Il 18 ottobre 2009, il primo ministro greco Papandreou annunciò che il *deficit* di bilancio della Grecia avrebbe raggiunto il 12,7% del PIL, si trattava del doppio rispetto alle stime precedenti.<sup>190</sup> Un'ondata di nervosismo si diffuse tra le borse, i centri finanziari dell'Ue, i ministeri delle finanze, le istituzioni di Francoforte, giungendo perfino al centro di comando del Fondo Monetario Internazionale a Washington.<sup>191</sup> Tutti si stavano chiedendo cosa sarebbe accaduto nel caso in cui un paese membro dell'Unione europea avesse dichiarato fallimento, facendo bancarotta. Il dissesto finanziario esploso negli Stati Uniti, nel 2008, si era propagato anche nel vecchio continente, smascherando tutti i punti deboli dell'Unione monetaria europea e svelando senza alcuna prudenza i debiti ingenti delle finanze pubbliche dei paesi europei. Si trattava dell'inizio della crisi dell'eurozona, o per meglio dire, la crisi dei debiti sovrani.

Le agenzie di rating che ruolo hanno svolto e svolgono tutt'ora nell'attuale crisi dell'eurozona? I declassamenti che si sono susseguiti dal 2009 hanno influenzato l'andamento di tale crisi? E se sì, come? Questi sono gli interrogativi a cui si è tentato di dar risposta nel quarto capitolo. Peraltro, si

---

<sup>190</sup>“Grecia, le tappe della crisi”, *Repubblica*. Internet: [http://www.repubblica.it/economia/2012/02/21/news/grecia\\_le\\_tappe\\_della\\_crisi-30241276/](http://www.repubblica.it/economia/2012/02/21/news/grecia_le_tappe_della_crisi-30241276/), (consultato in data 20 gennaio 2013).

<sup>191</sup>W. REUTER, “Una tragedia per l'Unione”, *DER SPIEGEL*, 2009. Internet: <http://www.presseurop.eu/it/content/article/156051-una-tragedia-lunione>, (consultato 30 gennaio 2013).

badi bene che, tali punti di domanda forniscono la base per giungere alle conclusioni della disamina, poiché sono anche una delle possibili chiavi di lettura e di comprensione del rapporto tra territorio e *rating*.

#### 4.1 *Rischio paese e spread*

La definizione di “rischio paese” non è univoca, inoltre, la letteratura sul tema è molto ampia ed abbraccia domini di analisi talvolta differenti fra essi. Tralasciando di analizzare ognuno di questi campi e rispondendo nel modo più diretto possibile alle esigenze esplicative di tal capitolo, si afferma che il rischio paese si compone del rischio sovrano e del rischio di trasferimento. Con il primo termine, si fa riferimento al rischio di credito nei confronti di un governo centrale, poiché a differenza di un soggetto privato, il governo centrale può emanare leggi che gli consentono di violare, all’interno della propria giurisdizione, gli impegni nei confronti dei debitori, dichiarando *default* o modificando, in maniera unilaterale, le condizioni contrattuali su determinati titoli del debito pubblico. Per tali ragioni il rischio è chiamato sovrano. Con il secondo termine, si intende, invece, il rischio di credito che è sostenuto dai prenditori privati, i quali rischiano di non essere in grado di adempiere agli impegni contrattuali a causa delle decisioni governative. Si pensi all’ipotesi in cui un governo centrale blocchi i pagamenti all’estero in valuta, inibendo i canali di pagamento internazionali.<sup>192</sup> Le relazioni che intercorrono tra tali componenti del rischio paese ed il rischio sistemico (cfr. cap. I) costituiscono un fattore cruciale per l’andamento economico degli stati sovrani e per le unioni sovranazionali. Il rischio paese è misurato da alcune

---

<sup>192</sup>G. MAROTTA *I rating sul rischio sovrano*, 2008, pp. 2-3. Internet: [http://morgana.unimore.it/marotta\\_giuseppe/didattica/scem2\\_0809/Rischio%20paese%20e%20rischio%20sovrano.pdf](http://morgana.unimore.it/marotta_giuseppe/didattica/scem2_0809/Rischio%20paese%20e%20rischio%20sovrano.pdf), (consultato 20 gennaio 2013).

società assicurative, come la SACE in Italia o l'OCSE, le quali esaminano tutte le possibili cause ed eventi che potrebbero verificarsi in uno stato. Tali società delineano un profilo di rischio che comprende numerosi fattori ed è noto come “*global country risk ranking*”. Invece, le agenzie di *rating* globali, Moody's, Standard&Poor's e Fitch, si focalizzano esclusivamente, come ribadito nel primo capitolo, sulla solvibilità degli stati, emettendo giudizi sintetici sui titoli del debito pubblico, i cosiddetti *sovereign ratings*

Una volta che la definizione è stata data, si necessita di contestualizzare il rischio paese nell'attuale crisi dei debiti sovrani dell'eurozona, poiché solamente tracciando tali collegamenti si giunge a spiegare il peso dell'influenza dei giudizi di *rating* sull'economia degli stati sovrani.

Il rischio paese è traducibile nel concetto di premio di rischio, inteso come la differenza tra il valore atteso di una variabile ed un ammontare certo. In altre parole, è la differenza tra il rendimento atteso dei titoli del debito pubblico e il tasso di interesse privo del rischio di credito. Quanto più alta è la probabilità di insolvenza di uno stato tanto più alta sarà tale differenza, la quale è nota come *credit spread*.

Il *credit spread* è il differenziale tra un titolo scelto come riferimento (*benchmark*), essendo quello ritenuto più stabile, e gli altri. Il *bund* tedesco nell'Unione Europea è il titolo che funge da riferimento, essendo l'obbligazione più solida dell'eurozona. Lo *spread* non è semplicemente la differenza tra i rendimenti dei titoli, ma rappresenta un indicatore sia del rischio di insolvenza, sia degli interessi che uno stato dovrà pagare sulle obbligazioni di debito pubblico che emette. Ciò significa che all'aumentare

dello *spread* aumenteranno gli interessi passivi. In altri termini, aumenterà il peso del debito pubblico, poiché maggiori saranno gli interessi che uno stato dovrà pagare alla scadenza dei titoli acquistati. Ad esempio, nell'agosto 2011, il tasso di interesse dei titoli italiani era lievitato a dismisura e si attestava al 6,25 %, tale condizione si sarebbe tradotta, se il tasso fosse rimasto tale, in un onere per lo stato pari a due miliardi.<sup>193</sup>

Esiste, dunque, una correlazione tra lo *spread* e l'andamento delle finanze pubbliche di un determinato paese. Alla luce di ciò, ci si interroga su quali siano i fattori determinanti dell'andamento dei rendimenti dei titoli di stato, o per meglio dire: i declassamenti delle agenzie condizionano l'andamento dello *spread* e, quindi, indirettamente, influenzano l'economia pubblica degli stati sovrani?

#### 4.2 *Rating e spread*

Lo studio effettuato da Helmut Reisen e Julia von Maltzan, nel 1999, analizza il differenziale dei rendimenti dei titoli sovrani, avente come titolo di riferimento (*benchmark*) quello statunitense, nell'arco di tempo 1989-1997. Sulla base dei dati empirici raccolti, Reisen e Maltzan hanno successivamente, studiato, come i *ratings* di Moody's, Standard & Poor's e Fitch possano avere in qualche modo amplificato o attenuato i cicli di espansione economica dei paesi emergenti della zona asiatica, sempre nel medesimo arco temporale.<sup>194</sup> La conclusione fornita dagli autori è basata sul modello matematico di Granger ed afferma che esiste una correlazione forte fra *sovereign ratings* e i rendimenti

---

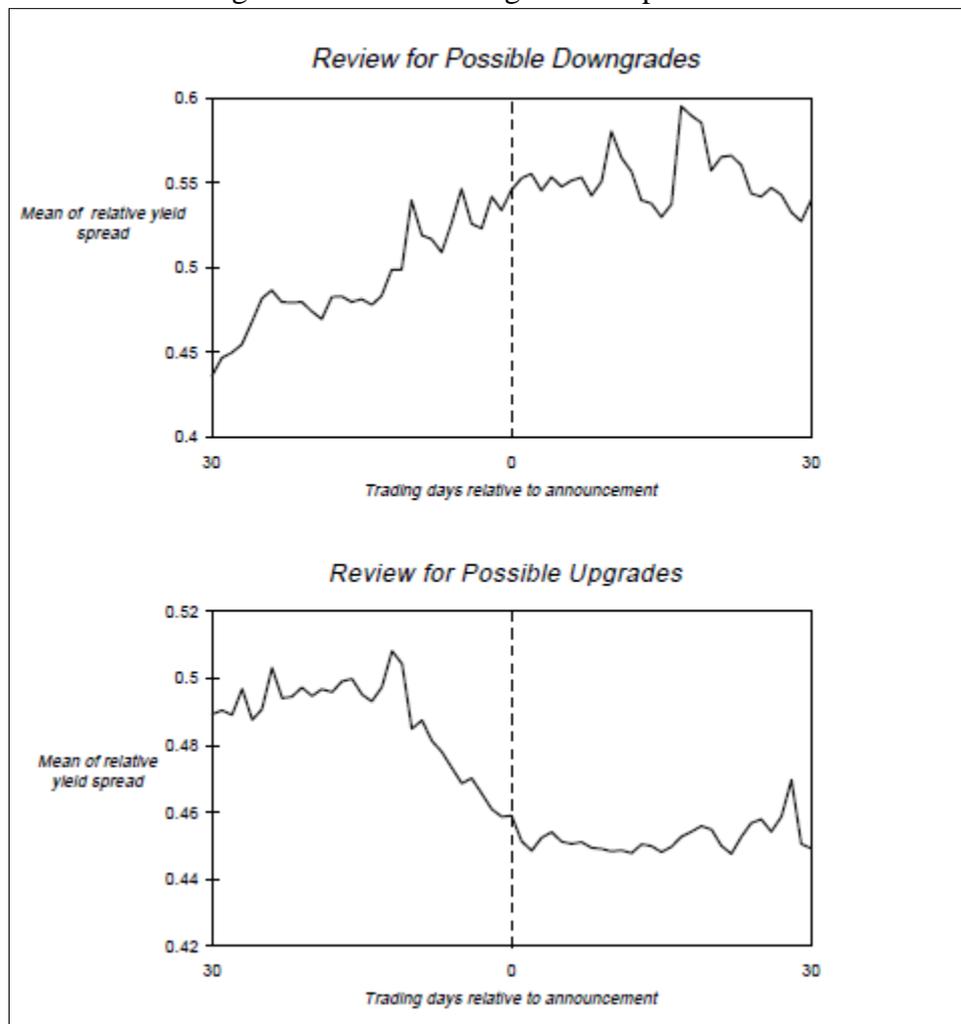
<sup>193</sup> G. NARDELLI, "L'economista: con questo spread interessi più alti per i prestiti, *Il salvagente.it*. Internet: <http://www.ilsalvagente.it/Sezione.jsp?idSezione=13165>, (consultato 20 gennaio 2013).

<sup>194</sup> H. REISEN, J. VON MALTZAN, "Boom and bust and sovereign ratings", *OECD DEVELOPMENT CENTRE*, Parigi, 1999, p. 5. Internet: <http://78.41.128.130/dataoecd/38/44/1922795.pdf>, (consultato 20 gennaio 2013).

dei titoli sovrani, poiché sia gli *upgrades* che i *downgrades* hanno un impatto significativo sull'andamento dello *spread*. In particolar modo, durante i 29 giorni precedenti l'annuncio del declassamento del titolo sovrano, lo *spread* aumenta di circa dodici punti percentuali.<sup>195</sup>

Il grafico successivo mostra l'andamento dei rendimenti di *spread* nei casi in cui ci sia un probabile declassamento o innalzamento del *rating* sovrano.

**Grafico 1.** Rating Events and Sovereign Yield Spreads.



Fonte: H. REISEN, J. VON MALTZAN, "Boom and bust and sovereign ratings", *OECD DEVELOPMENT CENTRE*, Parigi, 1999, p. 8. Da: <http://78.41.128.130/dataoecd/38/44/1922795.pdf>.

<sup>195</sup> *Ivi*, p. 18.

Nell'articolo pubblicato da John R. M. Hand, Robert W. Holthausen, e Richard W. Leftwich, nel 1992, si dimostra che l'annuncio di revisioni negative del giudizio di *rating* causano immediati effetti negativi sul mercato dei titoli azionari, innalzando i tassi d'interesse sui titoli.<sup>196</sup>

Nel *paper* pubblicato da Banca D'Italia, nel 2012, si mette in evidenza che l'aumento dello *spread* nell'eurozona, durante la crisi dei debiti sovrani, è dipeso dall'insieme di più fattori.

Gli elementi che influenzano i rendimenti dei titoli degli stati europei rispetto al titolo tedesco, secondo Di Cesare, Grande, Manna e Taboga, sono i seguenti<sup>197</sup>:

- la volatilità dello *spread* sui titoli sovrani, la quale scoraggia gli investitori ad acquistare i suddetti titoli;
- le tensioni dei sistemi bancari dei paesi europei;
- i declassamenti delle agenzie di *rating*, i quali hanno contribuito ad ampliare lo *spread* dei titoli sovrani a causa del ruolo pervasivo che il rating riveste nell'industria finanziaria (“*due to the pervasive role of ratings in the financial industry*”).

In conclusione, è possibile affermare che esiste una correlazione tra lo *spread* e i giudizi emessi dalle agenzie. Come dimostra la letteratura scientifica in materia, quindi, le previsioni effettuate da Moody, S&P e Fitch influenzano l'andamento dei rendimenti dei titoli del debito pubblico. Le agenzie, seppur in

---

<sup>196</sup> J. R. M. HAND, R. W. HOLTHAUSEN, R. W. LEFTWICH, “The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices”, *THE JOURNAL OF FINANCE*, 1992, Vol. XLVII. n. 2, pp. 749-752.

<sup>197</sup> A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, “Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries”, *Questioni di Economia e Finanza, BANCA D'ITALIA*, settembre 2012, n. 128, pp. 19-21.

maniera indiretta, sono una variabile significativa che contribuisce a determinare le sorti della finanza pubblica di un paese. Esse costituiscono un elemento di difficoltà non indifferente per gli stati sovrani, soprattutto in periodi di crisi economica. Poiché le agenzie, con l'intento di ridurre l'incertezza degli operatori finanziari, durante l'attuale crisi, hanno apprezzato il rischio di credito sovrano degli stati europei. Ciò ha suscitato una crescente preoccupazione rispetto a probabili casi di *default* e, quindi di insolvenza dei titoli pubblici, autoalimentando una spirale negativa negli operatori finanziari, che ha contribuito al crollo dei titoli di alcuni stati europei, deteriorando il *deficit* pubblico di quest'ultimi.

Si ricorda al lettore che giungendo a tali conclusioni parziali, non si sta affermando che in momenti di crisi le agenzie debbano venir meno al loro ruolo di controllore informativo del mercato. Poiché il motivo che giustifica l'esistenza delle stesse è proprio il loro ruolo di *gatekeeper*, che riduce le asimmetrie informative della finanza globale ed in quanto tale lungi dall'essere messo in discussione. Né tanto meno si afferma che le agenzie in momenti di crisi debbano essere più indulgenti, evitando, così, di complicare gli andamenti economici e la conseguente gestione dei governanti. Tuttavia, ciò su cui ci si interroga è se effettivamente la missione, di cui le agenzie sono incaricate, sia stata svolta con la precisione adeguata che dovrebbe competere ad operatori del calibro di Moody's, S&P e Fitch. Dal momento che, la relazione tra *spread* e *downgrade* è verificata empiricamente, una mancanza di oculatezza da parte delle agenzie, nel contesto della crisi dei debiti sovrani, potrebbe causare significative ricadute negative nell'economie degli stati, che già faticano a riemergere dal dissesto finanziario.

Sarà proprio questo l'oggetto d'indagine nel paragrafo successivo della disamina.

#### 4.3 *Rating ed effetto contagio. Tutti gli stati dell'eurozona si meritavano il downgrade?*

Secondo Fabrizio Saccomanni, Direttore Generale della Banca d'Italia, in un intervento a Berlino, nel 2011, ha ribadito che la crisi ha avuto tre fasi distinte e ciascuna di esse ha avuto implicazioni diverse per i vari paesi dell'Ue. La prima fase, è stata caratterizzata per la diffusione dei titoli "tossici" in Europa attraverso i canali bancari. La seconda, sviluppatasi a partire del 2009, si è contraddistinta per la forte recessione dell'attività economica. Infine, la terza, tutt'ora vissuta dall'Unione, è quella in cui è avvenuta la "scoperta" della grave situazione della finanza pubblica greca, che ha contagiato rapidamente i debiti sovrani dell'Europa.<sup>198</sup>

Le dichiarazioni del primo ministro greco, difatti, Papandreou svelarono la voragine del bilancio che accuratamente era stata nascosta durante il governo Karamanlis. Papandreou, nella sua dichiarazione, aveva affermato un rapporto tra *deficit* e PIL pari al 12,7 %, che secondo le rivelazioni dell'Eurostat sarebbe stato, in realtà, pari al 13,6%. L'indebitamento di agenzie di governo e ministeri provocò più di dieci miliardi di euro di buco nelle casse dello stato greco. Malgrado le misure energiche intraprese dalla BCE, dai paesi dell'Eurogruppo e dall'Unione europea, le speculazioni finanziarie si sono

---

<sup>198</sup> F. SACCOMANI, *L'Unione Europea di fronte alla crisi globale: le implicazioni per le banche, la finanza e la politica economica*, intervento presso il Bundesministerium der Finanzen, Berlino, 8 febbraio 2011. Internet: [http://www.astrid-online.it/dossier--d1/studi--ric/saccomanni\\_berlino\\_08\\_02\\_11.pdf](http://www.astrid-online.it/dossier--d1/studi--ric/saccomanni_berlino_08_02_11.pdf), (consultato 2 febbraio 2013).

manifestate sui mercati alimentate dai sospetti che ipotizzavano la bancarotta di questo o quel paese, la fine dell'Europa unita o la scomparsa dell'euro.

**Figura 8.** Crescita del *deficit* greco.



Fonte: "La crisi finanziaria della Grecia", *Borsa Italia*. Da: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/crisi-grecia.htm>.

Per il caso greco, la revisione dei dati del bilancio pubblico ha decisamente alleggerito il lavoro delle agenzie di *rating*, giustificandone i declassamenti. Infatti, la caduta libera del *rating* greco ebbe inizio con il declassamento operato da Fitch, nel dicembre 2009, che valutò BBB+ i titoli di lungo termine, provocando l'incremento dei rendimenti di quest'ultimi. Moody's e S&P non furono da meno. Basti pensare che nel marzo del 2011 tutte e tre le agenzie avevano declassato di tre gradini il debito greco: Moody's attribuiva un rating B1, Fitch e S&P, invece, BB+.<sup>199</sup>

<sup>199</sup> I. BUFACCHI, "In arrivo nuovi declassamenti in Eurolandia. Invariata la pagella dell'Italia", *Il Sole 24 ORE*, marzo 2011. Internet: [http://www.ilsole24ore.com/img2010/print\\_header.gif](http://www.ilsole24ore.com/img2010/print_header.gif), (consultato 31 gennaio 2013).

Se da un lato, la crescita dei rendimenti dei titoli greci ha una spiegazione evidente, dall'altro l'aumento dello *spread* di paesi con finanze solide come la Finlandia e i Paesi Bassi non è comprensibile, se si utilizzano i fattori classici della macroeconomia. Difatti, gli studi effettuati dalla Banca d'Italia supportano la tesi di un approccio complesso che evidenzia diversi fattori, tra i quali anche l'influenza esercitata dal *rating*.<sup>200</sup>

Anzitutto, sulla base di tale approccio complesso, si necessita di considerare la posizione dei titoli tedeschi nella crisi dei debiti sovrani. I *bund* tedeschi, secondo Roberto de Santis, hanno beneficiato dello *status* di *safe haven*, il quale storicamente ha caratterizzato il dollaro statunitense, il franco svizzero e lo *yen* giapponese.<sup>201</sup> Dal momento che, all'indomani dello scoppio della crisi dei debiti sovrani, gli operatori finanziari hanno considerato i titoli tedeschi i più sicuri, la Germania ha potuto godere di tale *status*. Ciò ha comportato la crescita della domanda dei titoli tedeschi, incrementando lo *spread* di paesi come Austria, Finlandia e Paesi Bassi, nonostante la loro solidità finanziaria.

I grafici successivi mostrano le proiezioni dell'andamento dello *spread* dei titoli governativi. Il periodo di riferimento va dal primo gennaio 2008 al quattro agosto 2011. Si badi bene, che il primo asse verticale rappresenta l'inizio dell'analisi empirica, mentre la seconda corrisponde all'inizio della

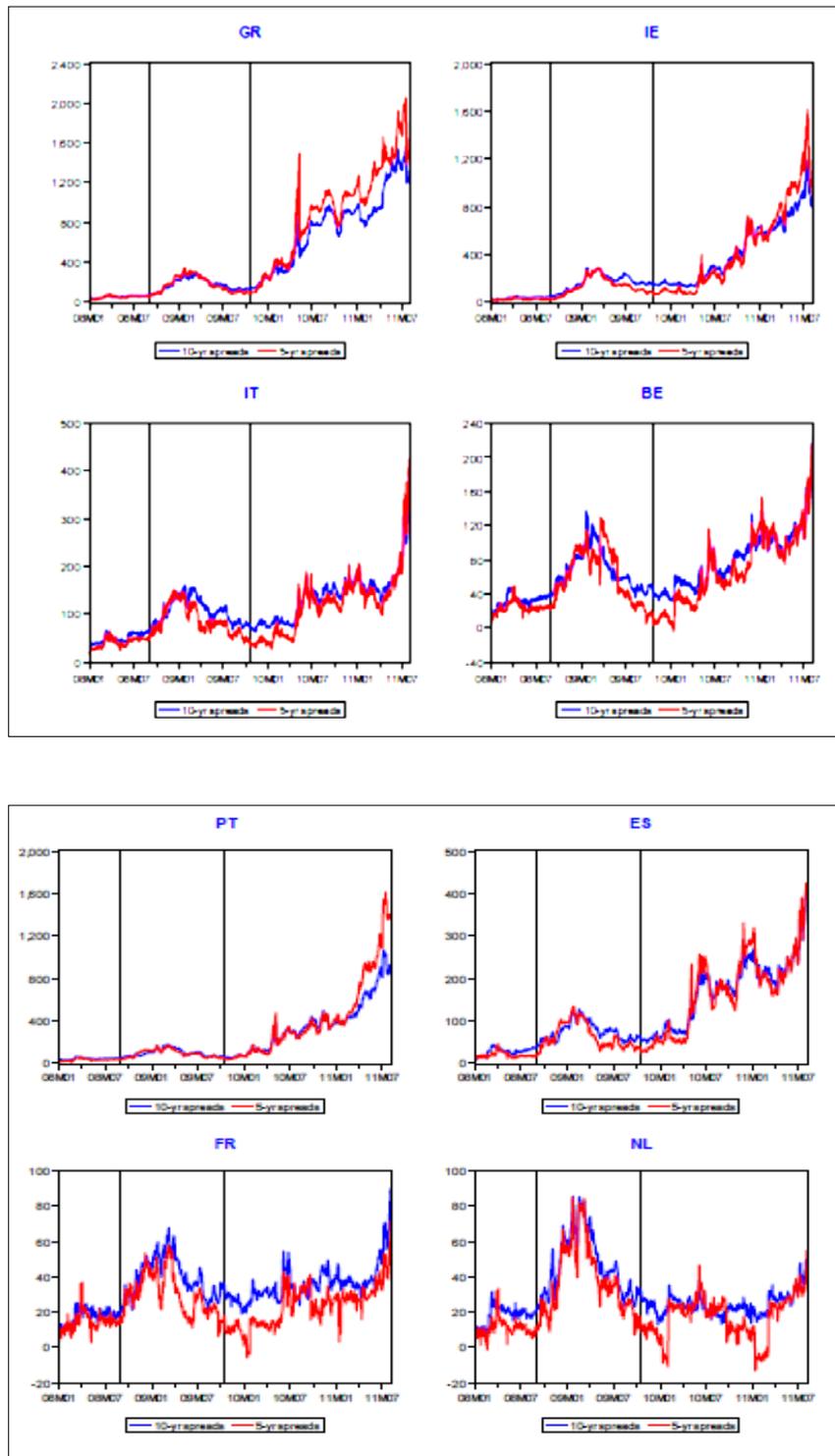
---

<sup>200</sup> A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, "Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries", cit., p. 21.

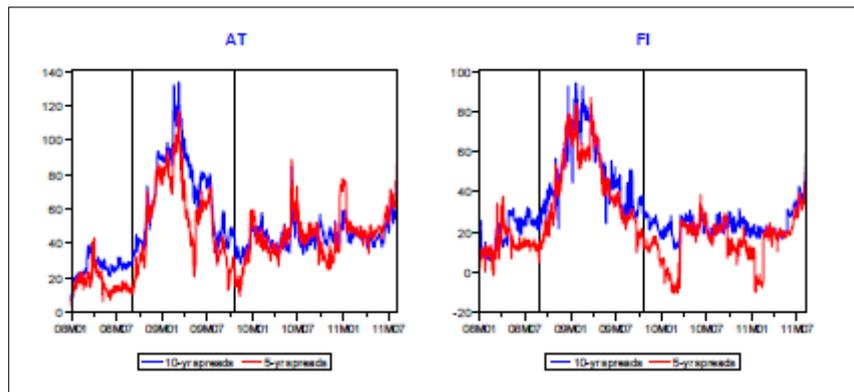
<sup>201</sup> R. A. DE SANTIS, "The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal", *BCE, Working Paper Series*, febbraio 2012, n. 1419, p. 5. Internet: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>, (consultato 21 gennaio 2013).

crisi dei debiti nell'area euro, che è stata fatta coincidere con la data del discorso del primo ministro Papandreu.<sup>202</sup>

**Grafico 2.** Developments in 5 and 10-year government bond yields and spreads.



<sup>202</sup> Ivi, p. 31.



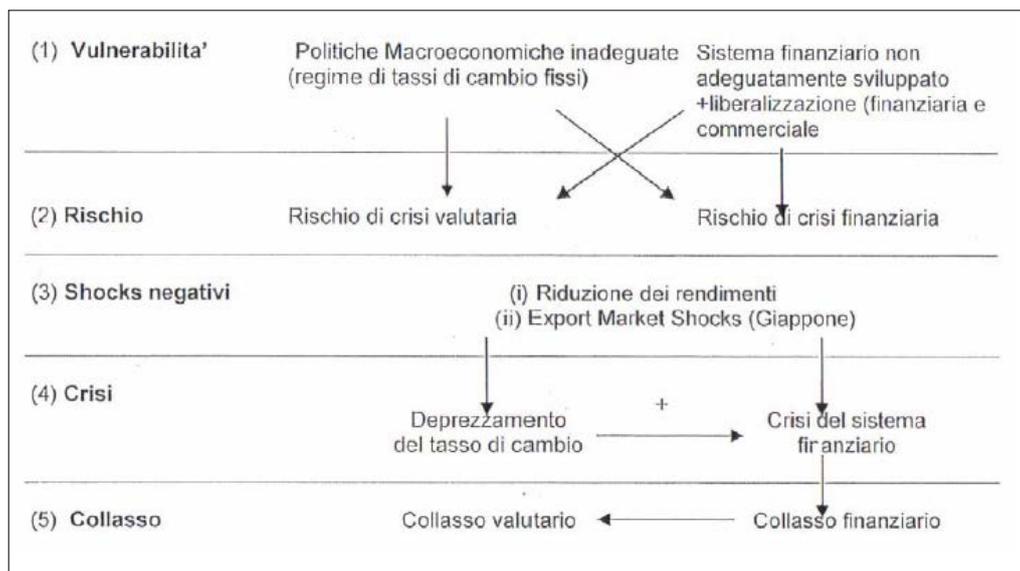
Fonte: R. A. DE SANTIS, “The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal”, *BCE, Working Paper Series*, febbraio 2012, n. 1419, p. 31. Da: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>

Un secondo elemento che merita di essere preso in considerazione è il ruolo “giocato” dall’effetto contagio. Con il termine “contagio” o “effetto domino” in campo economico, si descrive quella situazione in cui un’economia subisce uno *shock* esterno, il quale comporterà la svalutazione dei titoli ed il crollo della borsa. Tale situazione è intesa come “effetto domino”, poiché sarà la conseguenza di una crisi analoga, che ha avuto o che ha luogo in un altro paese.<sup>203</sup>

La figura che segue raffigura uno schema riassuntivo di dell’effetto contagio, mostrando le interrelazioni tra il sistema valutario e finanziario che causarono il crollo dei mercati asiatici negli anni ’90. Peraltro, il medesimo modello può essere utilizzato come fonte esplicativa dell’effetto contagio nell’eurozona.

<sup>203</sup> M. BAGELLA, *Lezioni di Sistemi finanziari*, ARACNE, Roma, 2005, p. 46.

**Figura 9.** Le interrelazioni tra crisi valutarie e finanziarie: gli stadi del collasso finanziario e valutario.



Fonte: M. BAGELLA, *Lezioni di Sistemi finanziari*, ARACNE, Roma, 2005, p. 29.

Analizzando il caso greco, il punto di partenza è stato l'inadeguatezza delle politiche macroeconomiche, la debolezza del sistema bancario e finanziario locale ed il *deficit* grave, al quale si è fatto riferimento prima. La situazione di congiuntura economica negativa, il sistema di intermediazione finanziaria greco ha svelato le sue fragilità, diffondendo tra gli operatori motivi di preoccupazione sulla capacità del Paese di onorare il suo debito esterno e mettendo in moto un'ondata di vendite che ha fatto crollare l'indice. Orbene, a questo punto in Europa sono intervenuti i cosiddetti meccanismi di trasmissione del "virus", che hanno coinvolto Spagna, Irlanda, Portogallo e Italia. Tuttavia, se da un lato è necessario affermare che "il contagio si manifesta perché gli operatori economici, soprattutto gli investitori, riscontrano significative analogie fra due o più economie, in particolare "patologie" simili"<sup>204</sup>. Si pensi al *deficit* di conto corrente elevato in ciascuno dei predetti

<sup>204</sup> *Ibidem*.

Paesi, chiamati per l'appunto PIIGS<sup>205</sup>. Dall'altro la caduta degli indici è conseguenza dell'azione dei cosiddetti *rumors*, i quali influenzano negativamente i titoli che non sono direttamente coinvolti, ma che comunque vengono travolti dal pessimismo originato dalla crisi iniziale.<sup>206</sup> Tra tali *rumors* si annoverano a pieno titolo le agenzie di *rating*, che con la loro influenza sono capaci di propagare e diffondere il “virus” della crisi.

Come è illustrato da Banca d'Italia, ma anche da gran parte della letteratura scientifica, l'incremento dello *spread* e la crisi dei titoli spagnoli, portoghesi ed italiani sono un esempio classico di effetto contagio.<sup>207</sup> Infatti, De Santis, in una pubblicazione della BCE, annovera fra i fattori della crescita del *credit spread* propriamente gli “*spillover effects from Greece*”.<sup>208</sup>

La figura successiva mostra l'andamento rispettivamente di rendimenti, *spread*, e volatilità di rendimenti di Germania, Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Belgio, nell'intervallo 2007-2012. Si badi bene, che il *benchmark* è costituito dal *bund* tedesco, dunque il secondo quadrante evidenzia lo *spread* dei titoli dei predetti Paesi, avendo come parametro di confronto il titolo tedesco.

---

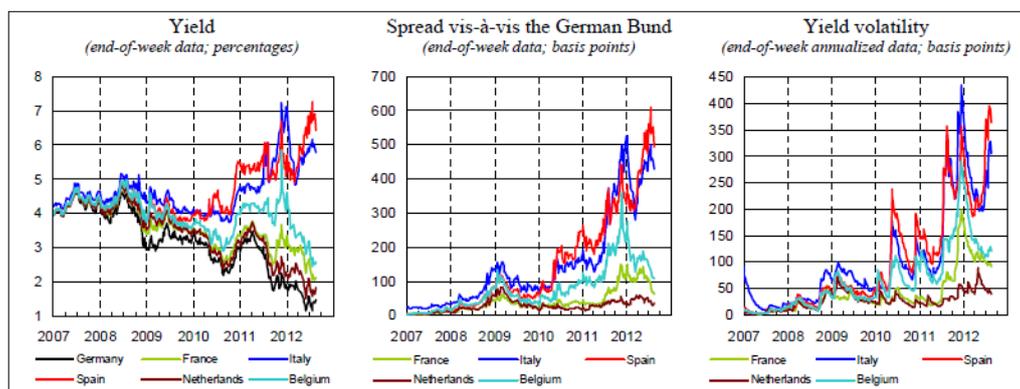
<sup>205</sup> Acronimo riferito a Portogallo, Irlanda, Italia, Grecia e Spagna, le cui economie sono accomunate dal fatto che presentano negativi indici macroeconomici. In particolare, *debt/PIL*, *deficit/PIL*, tasso di crescita, debito estero e rendimenti dei titoli di stato. Ovviamente è un acronimo che presenta una chiara connotazione dispregiativa, poiché evoca il termine inglese *pigs* che significa maiali.

<sup>206</sup> M. BAGELLA, *Lezioni di Sistemi finanziari*, cit., p. 33.

<sup>207</sup> N. METIU, “Sovereign risk contagion in the Eurozone”, *Economics Letters*, p. 38. Internet: [www.elsevier.com/locate/econlet](http://www.elsevier.com/locate/econlet), (consultato in data 25 gennaio 2013).

<sup>208</sup> R. A. DE SANTIS, “The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal”, cit., p. 3.

**Figura 10.** Ten-year government bonds.



Fonte: A. DI CESARE, G. GRANDE, M. MANNA, M. TABOGA, “Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries”, *Questioni di Economia e Finanza, BANCA D’ITALIA*, settembre 2012, n. 128, p. 7. Da: [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest\\_ecofin\\_2/qef128/QEF\\_128.pdf](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/econo/quest_ecofin_2/qef128/QEF_128.pdf).

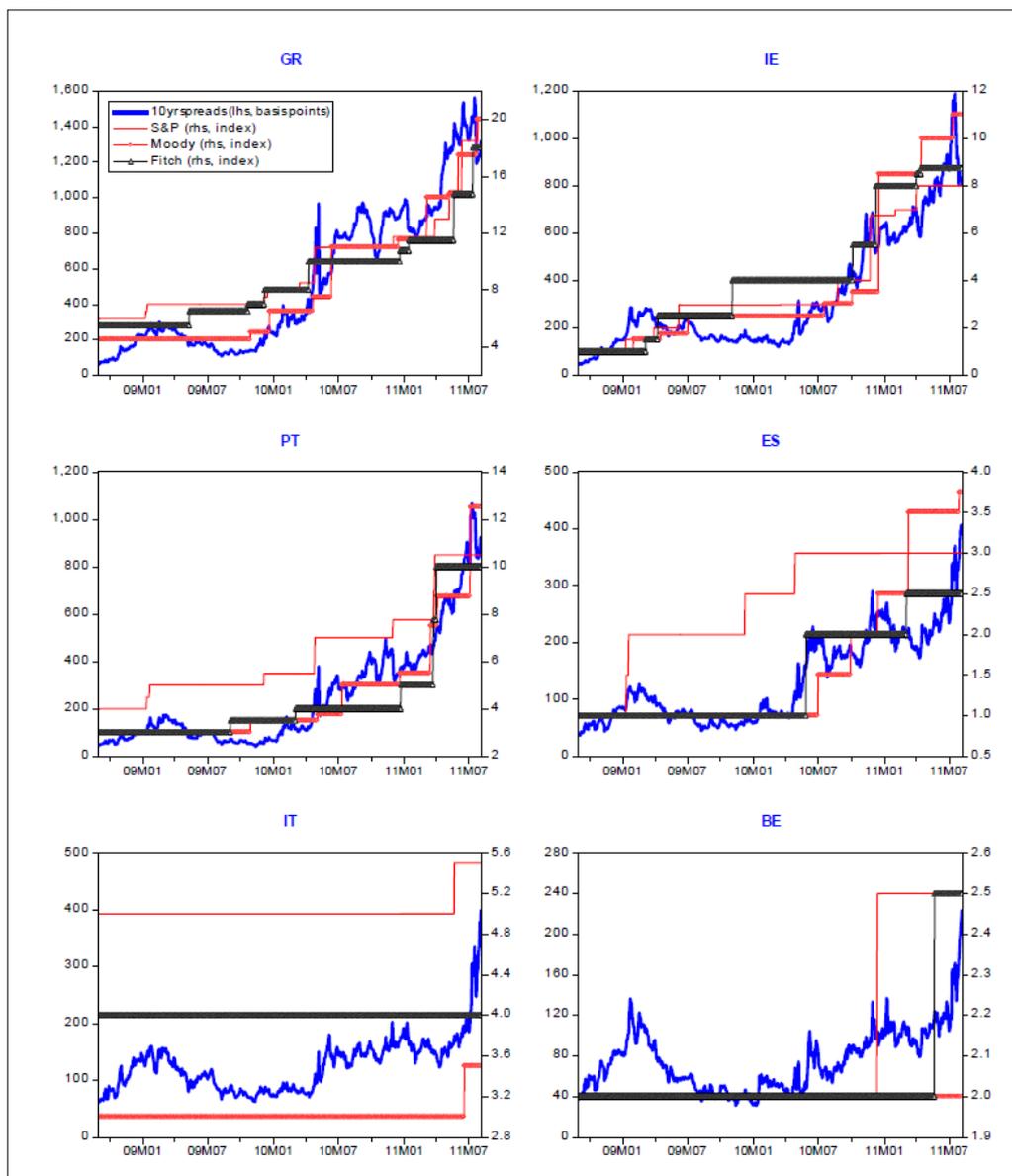
Alla luce di ciò, ci si interroga se il ruolo “giocato” delle agenzie di *rating* è stato appropriato e soprattutto adeguato alla situazione economica dei PIIGS? Oppure, anche le agenzie sono state vittime di un effetto domino e, trascinate dall’ondata di pessimismo finanziario, hanno emesso *downgrades* eccessivi, venendo meno a criteri di oggettività ed imparzialità che dovrebbero contraddistinguere?

Le agenzie di *rating* sono destinate a fornire un’autentica valutazione sullo stato di *default* dei titoli sovrani. Inoltre, si ricordi, che tali *sovereign ratings* sono utilizzati dagli investitori istituzionali, cioè fondi pensione, assicurazioni e banche. Poiché quest’ultimi, spesso, sono obbligati dai regolamenti o dai propri statuti a detenere obbligazioni che presentano un *rating*, che non rispecchi un rischio di credito eccessivamente elevato. Inoltre, si ricordi, che i *ratings* sono utilizzati come fattore determinante, con riferimento a Basilea 2, per stabilire i requisiti patrimoniali minimi per le banche. Quindi, anche sulla base di tali regolamenti, un *downgrade* ha un impatto decisamente significativo per gli investitori istituzionali, generando il

cosiddetto “*portfolio shift*”, che influenza a sua volta, il rendimento dei titoli sovrani.

La figura successiva mostra l’influenza dei giudizi di *ratings* delle tre agenzie globali in rapporto allo *spread* di Grecia, Irlanda, Portogallo, Spagna, Italia e Belgio, nel periodo 2008-2011.

**Figura 11.** The 10-year Spreads and the Credit Rating by S&P, Moddy’s and Fitch.



Fonte: R. A. DE SANTIS, “The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal”, *BCE, Working Paper Series*, febbraio 2012, n. 1419, p. 36. Da: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>

Alla luce di quest'ulteriore argomentazione, l'evidenza empirica, attraverso i modelli econometrici, sostiene che le agenzie di *rating* sono responsabili parzialmente del contagio della crisi dell'eurozona.<sup>209</sup> Poiché, i declassamenti attribuiti alla Grecia, dal 2009, hanno contribuito all'incremento dello *spread* dei paesi caratterizzati da un sistema finanziario debole e carente. Si sta parlando di: Irlanda, Portogallo, Spagna e Italia. L'incremento dello *spread*, da una parte, ha peggiorato la situazione nei mercati, dal momento che ha dirottato gli investitori finanziari verso i titoli ritenuti più sicuri, cioè quelli tedeschi, attribuendogli uno *status* di *safe haven*. Dall'altro, ha contribuito a deteriorare i bilanci pubblici già "malridotti" dell'Irlanda e degli stati dell'area del mediterraneo.<sup>210</sup>

Il rischio di credito è stato sottovalutato, dalle agenzie di *rating* globali, nel periodo pre-crisi e sensibilmente sopravvalutato durante la crisi, poiché i declassamenti attribuiti ai paesi europei hanno incorporato le aspettative di deterioramento delle finanze pubbliche, suscitando tensioni nello *spread* e incrementando il panico per eventuali casi di *default*. Si è trattato di un vero e proprio corto circuito, che le agenzie di *rating*, controllori del mercato, non avrebbero dovuto alimentare. Soprattutto perché alcuni dei declassamenti che hanno avuto luogo potrebbero essere stati frutto dell'effetto contagio. Il caso del Portogallo, ad esempio, sostiene tale argomentazione. Perché quando Moody's declassò di ben quattro punti, il cinque luglio 2011, i *bond* portoghesi, facendoli passare da Baa1 a Ba2, quindi divenendo dei titoli *junk* (spazzatura), al di sotto del livello di "*investment grade*", la motivazione principale che l'agenzia addusse fu quella che il debito greco aveva contribuito

---

<sup>209</sup> *Ivi*, p. 26.

<sup>210</sup> *Ibidem*.

all'incremento dello *spread* dei titoli portoghesi e, quindi, determinato la revisione del giudizio sulla solvibilità del Portogallo. “*In other words, Portugal was not primarily judged on the basis of its own fundamentals*”.<sup>211</sup> Nonostante Moody's bocciò il Portogallo, secondo la BCE, sulla base di quello che accadde in Grecia, furono il governo di Lisbona ed i portoghesi a scontare le reazioni negative dei mercati e di *Wall Street*, che “virarono decisamente in negativo” in conseguenza dei declassamenti.<sup>212</sup>

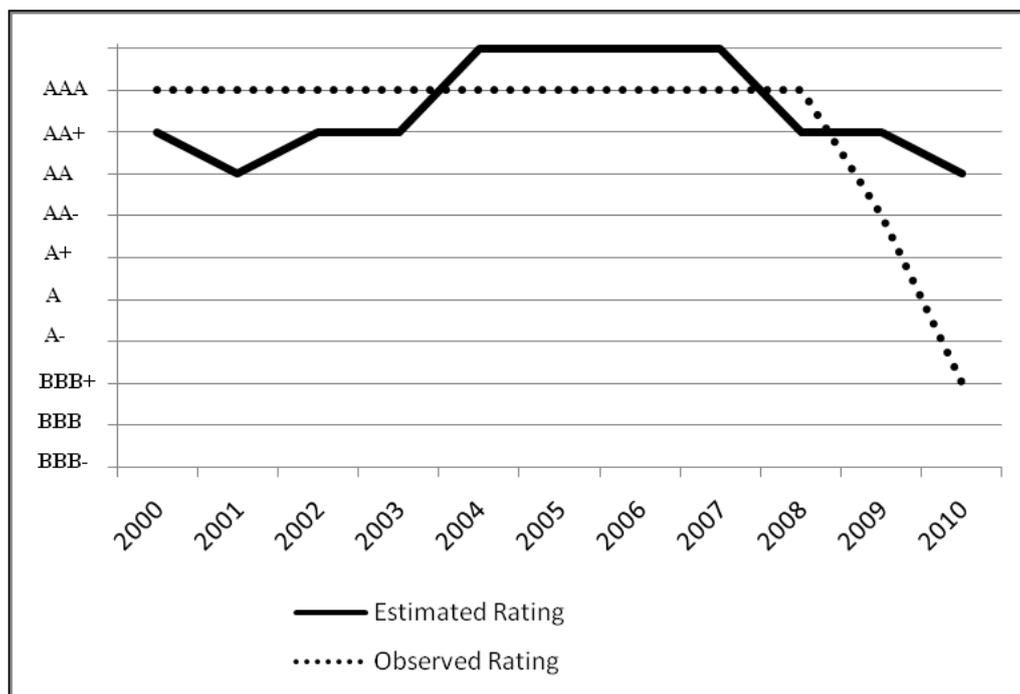
L'analisi effettuata da Manfred Gärtner, Björn Griesbach e Florian Jung, nel 2011, sottolinea come nei giudizi emessi dalle agenzie ci sia una parte che corrisponde alle variabili macroeconomiche, definita *systematic part* ed un'altra che, invece, fa riferimento ad una componente arbitraria, attribuibile direttamente ai processi decisionali di Moody's, S&P e Fitch. La figura che segue mostra tale distinzione che gli autori hanno rinvenuto nel giudizio attribuito all'Irlanda.

---

<sup>211</sup> *Ivi*, p. 3.

<sup>212</sup> “Moody's declassa il Portogallo "Spazzatura", come la Grecia”, la Repubblica, 5 luglio 2011. Internet: [http://www.repubblica.it/economia/2011/07/05/news/moody\\_s\\_declassa\\_il\\_portogallo\\_come\\_la\\_grecia\\_spazzatura-18720291/](http://www.repubblica.it/economia/2011/07/05/news/moody_s_declassa_il_portogallo_come_la_grecia_spazzatura-18720291/), (consultato 1 febbraio 2013).

**Figura 12.** Ireland's observed and predicted ratings according to Regression (I).



Fonte: M.GÄRTNER, B.GRIESBACH, F. JUNG, *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, University of St. Gallen, School of Economics and Political Science, Department of Economics, St. Gallen, 2011, p. 17. Da: <http://www1.vwa.unisg.ch/RePEc/usg/econwp/EWP-1106.pdf>.

La linea continua corrisponde al *rating* dell'Irlanda esclusivamente come previsto dalle variabili economiche. La linea tratteggiata, invece, corrisponde alla valutazione effettuata dalle agenzie. La differenza verticale è ciò che gli autori chiamano “differenza arbitraria”, che cresce sensibilmente a partire dal 2009.<sup>213</sup>

Nonostante il pessimo stato in cui versano le finanze dei PIIGS, tale differenza arbitraria è una variabile amplificatrice, che ha contribuito al crollo dei titoli dell'eurozona. Esiste una relazione empirica tra i giudizi di *ratings* e

<sup>213</sup> M.GÄRTNER, B.GRIESBACH, F. JUNG, *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, University of St. Gallen, School of Economics and Political Science, Department of Economics, St. Gallen, 2011, p. 18. Internet:<http://www1.vwa.unisg.ch/RePEc/usg/econwp/EWP-1106.pdf>, (consultato in data 30 gennaio 2013).

la risposta di *spread* e mercati e, nonostante non si possa, di certo, affermare che la causa della crisi dei debiti sovrani siano le agenzie di *rating*, come, allo stesso modo, le agenzie non furono la causa per eccellenza della crisi dei mutui *subprime*, si può, peraltro, sostenere che le agenzie possono avere un effetto destabilizzante, soprattutto in momenti di crisi, per le economie degli stati e che una parte dei loro giudizi è soggetta all'effetto contagio.

4.3.1 “Quel *rating* l'Italia non lo meritava”, l'opinione di Alexander Kockerbeck.

Dopo aver analizzato e posto in luce il parere della dottrina scientifica, che attraverso i modelli econometrici, giunge a determinate conclusioni, sembra al quanto interessante l'opinione fornita da un “*insider*” del mondo delle agenzie e cioè l'opinione di Alexander Kockerbeck, capo analista per l'Italia di Moody's fino a metà luglio del 2012. Egli dichiara testuali parole nell'intervista rilasciata a Il Sole 24 ORE: “Forse gli investitori non hanno capito più nulla. Sui mercati si è creata confusione. In quel preciso momento ho avuto la netta sensazione che il rischio più grande per un Paese potesse diventare il suo *rating*”.<sup>214</sup>

Si tratta di un commento pronunciato in riferimento al *downgrade* emesso da Moody's, il 13 luglio 2012, che declassò il debito italiano di due gradini, portando l'Italia alla valutazione peggiore che aveva mai avuto nel corso della sua storia azionaria, ovvero: Baa2. Si trattò della terza bocciatura in nove mesi da parte del gigante del *rating*, che, tuttavia, non fu approvata da Kockerbeck.

---

<sup>214</sup> I. BUFACCHI, “ Quel rating l'Italia non lo meritava”, *Il Sole 24 Ore*, gennaio 2013, p. 1. Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-01-22/quel-rating-italia-meritava-063806.shtml?uid=Ab9t8nMH&p=2>, (consultato in data 15 gennaio 2013).

L'analista intervistato firmò solo due dei tre declassamenti ottenuti dal debito italiano. Precisamente egli sottoscrisse il declassamento che ebbe luogo nell'ottobre 2011 e che portò i titoli italiani da Aa2 ad A2, e quello del febbraio dello stesso anno, che retrocesse la fiducia dell'Italia da A2 ad A3. Invece, per il terzo downgrade, come è scritto nel "Il Sole 24 ORE", "getta la spugna". Alexander Kockerbeck decise sostanzialmente di prendere le distanze da ciò che stava accadendo presso la sede di Moody's e che egli giudicava come un "pericolosissimo circolo vizioso".<sup>215</sup> L'analista con tale termine intende il cambiamento metodologico operato dalla predetta agenzia che diveniva sempre più soggetto agli "umori" del mercato finanziario.

*Moody's ha cambiato la metodologia sul rating sovrano e ha attribuito un peso maggiore al nervosismo del mercato, inserendolo nel modello di valutazione come rischio di perdita dell'accesso ai mercati per rifinanziare il debito. Mi sembra giusto tener conto di questo rischio, però il ripetuto taglio del rating per motivi assai simili di per sé allontana gli investitori aumentando il rischio di funding e questo può innescare un circolo vizioso.*<sup>216</sup>

Moody's aveva sempre ribadito ed operato in passato coerentemente con uno dei suoi capisaldi e cioè: essere *through the cycle*. Mantenere una visione di lungo-medio periodo, prescindendo dai movimenti temporanei del mercato. Cosa è cambiato, dunque?

Secondo l'ex analista la giustificazione principale dei declassamenti è stata il "nervosismo finanziario". Poiché, i problemi connessi alla crisi dell'eurozona, la quale prevedeva anche la possibilità di un eventuale *default* o

---

<sup>215</sup> *Ibidem.*

<sup>216</sup> *Ibidem.*

l'uscita di un paese dall'Unione monetaria, esacerbavano il rischio di un contagio che motivò, quindi, un ulteriore declassamento. Infatti, il *rating* dell'Italia diminuì di un “*notch*”, da A2 ad A3. Quattro mesi dopo, come racconta l'ex analista, si ripropose la medesima situazione:

*Poi in luglio, dopo soli quattro mesi, un ulteriore declassamento dell'Italia alla Baa2. Il comunicato stampa enumera i motivi: funding risk, rischio contagio con più probabilità di uscita della Grecia dall'euro, crescita debole dell'economia italiana. Posso immaginare che alcuni investitori abbiano avuto l'impressione che si trattava di ripetere gli stessi argomenti e tagliare il rating. Di certo i mercati hanno stentato a capire cosa stesse succedendo in Moody's. Motivo in più per vendere i Btp.<sup>217</sup>*

L'accelerazione nei declassamenti è dipesa, secondo Kockerbeck, da un cambiamento nella metodologia di Moody's. I fattori principalmente analizzati per le revisioni dei *ratings* sono: crescita economica, ambiente e forza istituzionale, finanza pubblica e la vulnerabilità a un evento di forte rischio. Nonostante tutti gli analisti siano a conoscenza di questi, si necessita sottolineare come l'ultimo, vulnerabilità a un evento di forte rischio, sia divenuto molto rilevante durante la crisi.

Inoltre, come si ribadisce anche nell'articolo, Banca d'Italia ha mostrato che più di 200 punti di *spreads* tra Btp e Bund non sono spiegabili sulla base di motivazioni economiche e fiscali, bensì esisterebbero degli altri fattori che influenzano il differenziale dei titoli, tra i quali i *downgrades* delle agenzie (cfr.par. 4.2.).

---

<sup>217</sup> *Ivi*, p. 2 .

In conclusione, secondo l'opinione di Alexander Kockerbeck, ex capo analista per l'Italia di Moody's, il declassamento italiano, così come quello portoghese, secondo De Santis, sono stati il prodotto di un effetto contagio che ha inciso notevolmente sugli ultimi giudizi emessi dalle agenzie. Il problema, però, è che tale effetto, secondo le stime della Consob, è costato ai titoli italiani fra i 150 e i 200 punti di *spread* in più rispetto a quanto sarebbe giustificato dai fondamentali economici.<sup>218</sup> Avendo constatato la relazione che intercorre fra *spread* e finanza pubblica, si afferma che i declassamenti che le agenzie hanno emesso, basati in parte sul timore che la crisi greca ha prodotto, hanno contribuito ad incrementare *spread*, condizionare le scelte degli investitori ed, indirettamente, complicare le sorti degli stati.

Alla luce di questo, si ricorda il motivo della nascita stessa delle agenzie: ridurre le asimmetrie informative. È un compito che le agenzie stanno assolvendo diligentemente? La crisi dei mutui *subprime* e quella dell'eurozona possono insegnarci qualcosa sull'operato delle agenzie? Nelle conclusioni di tal elaborato si proverà a fornire le risposte, cercando di ricostruire tutti i pezzi del "puzzle" che gli avvenimenti economici finanziari della storia contemporanea hanno procurato. Peraltro, si ribadisce la volontà di voler evitare di cadere in facili banalizzazioni o di voler attribuire a tutti i costi alle agenzie il ruolo di "capro espiatorio" delle ultime vicende economiche globali.

---

<sup>218</sup> "CRISI: Consob, 200 pb spread Italia riconducibili a contagio", *Milano Finanza*, dicembre 2012. Internet: [http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio\\_news.asp?id=201212181502001213&chkAgenzie=PMFNW](http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201212181502001213&chkAgenzie=PMFNW), (consultato in data 3 febbraio 2013).

Orbene, dopo aver anticipato i punti oggetto delle conclusioni della disamina, si ritiene opportuno chiudere il quarto capitolo proprio con l'ultima domanda del "Il Sole 24 ORE" rivolta ad Alexander Kockerbeck.

"Lei che *rating* darebbe all'Italia adesso?". La risposta dell'ex analista:

"La A3, l'ultimo *rating* da me sottoscritto".<sup>219</sup>

---

<sup>219</sup> I. BUFACCHI, " Quel rating l'Italia non lo meritava", *cit.*, p. 2. Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-01-22/quel-rating-italia-meritava-063806.shtml?uuid=Ab9t8nMH&p=2>, (consultato in data 15 gennaio 2013).

## CONCLUSIONI

Negli ultimi decenni il mondo è divenuto sempre più globalizzato. Il commercio di beni e servizi ha assunto una portata sempre più transnazionale, al pari della migrazione delle persone, della circolazione internazionale dei lavoratori e della diffusione delle informazioni. Tuttavia, l'evoluzione del sistema economico non coincide semplicemente con il miglioramento dell'efficienza e di allocazione delle risorse produttive, bensì è prima di tutto geografia dei rapporti fra i soggetti e gli attori che concorrono nella concretizzazione dell'economia globale. È anzitutto interrelazione di varia natura tra i diversi comparti economici, che si manifestano nello spazio e nel tempo, secondo una logica che si è progressivamente trasformata da locale a sovranazionale. Tra tali comparti si annovera quello dell'informazione finanziaria, che assume oggi un ruolo, si oserebbe affermare, essenziale, a causa della crescente complessità della *financial industry*. Quest'ultimo dominio economico si contraddistingue per l'opacità degli strumenti che lo compongono e per la presenza di asimmetrie informative, quali il rischio morale (*moral hazard*) e la selezione avversa (*adverse selection*).

Un secolo fa nascevano le agenzie di *rating*, istituzioni private controllate da gruppi finanziari molto importanti, aventi propriamente il ruolo di controllore informativo del mercato finanziario. A favore degli investitori, le agenzie forniscono notizie con lo specifico intento di ridurre i rischi di credito generati dalle asimmetrie informative. Attraverso processi analitici rigorosi, le agenzie dovrebbero equipaggiare l'investitore di tutte le nozioni che riguardano gli strumenti finanziari, fornendo quindi una forma *sui generis* di tutela. In

aggiunta, nonostante l'utilizzo di metodologie analitiche scrupolose da parte di Moody's, Standard & Poor's e Fitch, come posto in evidenza nel secondo capitolo, le agenzie godono di specifici vantaggi comparati, economie di agglomerazione e di urbanizzazione nel settore del *rating*. Inoltre, si è giunti a constatare che la collocazione geografica dei vertici di comando nei centri finanziari delle città globali, "quartieri degli affari", così chiamati da Sassen, consente loro di godere d'informazioni "sensibili" e non pubbliche. Si tratta della cosiddetta *soft data*, l'informazione alla quale si accede solo attraverso una localizzazione geografica in una particolare area, ovvero: l'*information hinterland*. Per esempio, i pareri sui mutui *sub-prime*, la "tossicità" della finanza derivata, l'opacità dei CDO, il rischio di *moral hazard* derivato dal modello bancario statunitense, come sostengono molteplici autori citati nel corso dell'elaborato, sono tutte informazioni che caratterizzano la crisi del 2008. Tali notizie era possibile recepirle in anticipo rispetto lo scoppio della crisi, come sostiene Roubini, qualora si fosse stati parte di quel mondo finanziario nel quale circolavano. Ebbene, le agenzie facevano e fanno tutt'ora parte di quel mondo e nonostante questo, non hanno comunque assolto diligentemente il ruolo di sentinelle del mercato finanziario.

Sono circa sei anni che le parole anglosassoni *sub-prime* e *spread* vincolano il mondo della finanza globale ed è proprio a causa dei fenomeni che tali parole indicano, che molti punti d'ombra del sistema finanziario sono stati posti sotto una lente d'ingrandimento. "Durante la crisi finanziaria globale del 2007-2008 il mondo ha scrutato nell'abisso".<sup>220</sup> L'attività economica si è

---

<sup>220</sup> N. ROUBINI, S. MIHNM, *La crisi non è finita*, cit., p. 325.

contratta a ritmi constatati all'epoca della Grande depressione, provocando l'aumento vertiginoso della soglia di povertà mondiale.

L'esperienza negativa di questi anni attribuisce delle responsabilità a più attori. In primo luogo, si conclude che la totale assenza di una regolamentazione sovranazionale o di meccanismi cogenti internazionali, ha permesso alle potenze statuali in campo finanziario, attraverso i propri istituti, di legiferare e modellare il mercato a proprio piacimento, condizionando gli operatori. Gli Stati Uniti, essendo negli anni '90 la potenza finanziaria per eccellenza, hanno deregolamentato il mercato azionario secondo le proprie esigenze di liquidità monetaria. Tuttavia, in un'epoca dove i canali di connessione delle borse d'affari si sono intensificati esponenzialmente, grazie soprattutto alla crescita del fenomeno della globalizzazione, le scelte operate dal "Paese guida" hanno condizionato fortemente lo sviluppo dei mercati azionari. Ne consegue che, il secondo ordine di responsabilità concernerebbe proprio l'eccesso di deregolamentazione operato dai vertici del potere statunitensi, tra i quali la FED, la SEC e il Congresso americano. In terzo luogo, se le politiche pubbliche hanno contribuito allo sviluppo di una finanza sregolata, un ruolo importante è stato svolto da quello che Paul McCulley di Pacific Investment Management Company definisce il "sistema bancario ombra".<sup>221</sup> Si tratta, di quegli istituti finanziari che non sono regolamentati e che hanno contribuito alla diffusione di titoli ad alto rischio, pur non assumendosi alcun vincolo di responsabilità nello scoppio della bolla dei *sub-prime*. Infine, è possibile asserire che le agenzie di *rating* globali detengono una corresponsabilità per la nascita e propagazione del "virus" della crisi dei

---

<sup>221</sup> *Ivi*, p. 97.

mutui *sub-prime*, poiché valutarono erroneamente quei titoli artefici dello scoppio della bolla. Inoltre, come emerge dal terzo capitolo, il mercato del *rating*, del quale S&P, Moody's e Fitch detengono più del 90%, presenta delle caratteristiche oggetto di critiche. Si tratta, anzitutto, della presenza di barriere all'ingresso di tal mercato, che rafforzano e consolidano l'oligopolio delle "tre sorelle". Si annoverano poi il conflitto di interessi, generato dal modello di pagamento *issuer-pay*, e la pratica degli *unsolicited ratings*. Queste contraddizioni del mondo del *rating* erano note già prima dello scoppio della crisi, ma sono divenute insostenibili solo a seguito delle conseguenze negative che hanno generato. Tuttavia, la crisi nata negli USA è il frutto di un'insieme di cause e Moody's, S&P e Fitch non possono essere gli unici soggetti contro i quali "puntare il dito". Nonostante ciò, si conclude che la bolla del 2008 rappresenta un clamoroso insuccesso, del quale le agenzie hanno preso parte, palesando in quell'occasione un'incompetenza ed inadeguatezza della metodologia per l'emissione di *ratings*.

Il cinque febbraio 2013, "la Repubblica" riporta la notizia che l'amministrazione Obama ha intentato una causa di risarcimento per cinque miliardi di dollari contro Standard & Poor's, per aver sopravvalutato alcuni titoli immobiliari, emettendo valutazioni "troppo rosee" e contribuendo in maniera determinante a scatenare la crisi. S&P risponde nel modo seguente: "Sostenere che noi abbiamo deliberatamente tenuto alti i *rating* quando sapevamo che dovevano essere più bassi è semplicemente falso".<sup>222</sup> Ed aggiunge: "S&P ha sempre guardato all'interesse degli investitori e di tutti i

---

<sup>222</sup> "Obama farà causa a Standard&Poor's e chiederà cinque miliardi di dollari", *la Repubblica*, febbraio 2013. Internet: [http://www.repubblica.it/economia/2013/02/05/news/obama\\_causa\\_standard\\_e\\_poors-52020834/](http://www.repubblica.it/economia/2013/02/05/news/obama_causa_standard_e_poors-52020834/), (consultato in data 5 febbraio 2013).

partecipanti al mercato fornendo indicazioni indipendenti basate sulle informazioni disponibili".<sup>223</sup> In qualunque caso, "i nostri *rating* hanno riflettuto il nostro migliore giudizio possibile sui titoli in questione".<sup>224</sup> Ebbene, come è già stato affermato esiste una responsabilità attribuibile a S&P, Moody's e Fitch, tuttavia il parere che emerge nel presente lavoro, basato sull'opinione della letteratura scientifica, è che esistono delle responsabilità condivise. La crisi ha messo in luce che l'intero meccanismo speculativo di Wall Street necessita una riforma, capace di porre adeguati argini alla frenesia del mercato azionario. Furono le amministrazioni Clinton e Bush, quindi di tutti e due gli schieramenti politici, ad approvare la *deregulation* finanziaria, che consentì alle maggiori banche di investimento di vendere titoli "tossici". Chiedere conto della crisi solo ed esclusivamente alle agenzie di *rating*, si conclude essere decisamente riduttivo. Si auspica, invece, un intervento regolamentare ad ampio raggio, da parte delle potenze finanziarie mondiali, che sia capace di mediare fra le spinte speculative e la tutela degli investitori.

Infine, la combinazione dannosa tra ampi *deficit* fiscali e disavanzi correnti ha esposto i paesi europei al contagio finanziario. Ancor peggio, lo scoppio della crisi greca, l'apprezzamento dell'euro, la perdita di produttività e competitività ha reso sempre più vulnerabili le economie europee al rischio di insolvenza. Nulla di tutto questo sarebbe dovuto accadere. L'Unione economica e monetaria era stata progettata per conferire all'Europa solidità e serenità rispetto agli squilibri dei mercati internazionali. Eppure tale scenario di inadempienza si è manifestato dopo il discorso del Premier greco nel 2009.

---

<sup>223</sup> *Ibidem.*

<sup>224</sup> *Ibidem.*

Il ruolo delle “tre sorelle” nella crisi dell’eurozona è stato ed è tutt’ora quello di essere dei veri e propri amplificatori dei disagi vissuti dai PIIGS. Non si può certamente affermare che tali paesi non meritavano l’attribuzione di giudizi negativi a causa delle pessime condizioni macroeconomiche che detenevano e detengono tutt’ora. Però, dopo aver constatato empiricamente l’incidenza significativa dei giudizi di *rating* sul mercato azionario, nel quarto capitolo si conclude che il “*timing*” con cui i giudizi sono piombati sui mercati e le motivazioni che spingono le agenzie ad emetterli sollevano dei sospetti di una mancata competenza. Poiché, come dimostrano sia le valutazioni empiriche che le opinioni di esperti di settore, argomentate nel terzo paragrafo dell’ultimo capitolo, alcuni declassamenti attribuiti ai paesi dell’eurozona risulterebbero essere eccessivamente soggetti al problema della prociclicità e dell’effetto contagio. Per concludere, ne conseguirebbe che le agenzie, anche nell’ambito della crisi dei debiti sovrani, piuttosto che essere dei pilastri del sistema finanziario figurerebbero come un ulteriore fattore destabilizzante di questo stesso.

Inoltre, dal punto di vista della geografia economica è possibile cogliere un legame particolare: quello che intercorre tra *rating* e territorio. I giudizi che Moody’s, Standard & Poor’s e Fitch emettono hanno una valenza territoriale, non solamente finanziaria. Le valutazioni “AAA” dei *sub-prime*, così come i declassamenti dell’eurozona si è dimostrato che possiedono ricadute territoriali capaci d’influenzare le scelte, le riflessioni e le politiche degli stati sovrani. Alla luce di ciò, non rimane che lasciare aperto lo spazio per nuove riflessioni, concernenti le modalità corrette attraverso le quali il *rating* possa influenzare l’economia politica dei territori.

## BIBLIOGRAFIA

AMATO J. D., FULMINE C. H. (2003), “Are credit ratings procyclical?”, *BIS Working Papers*, n. 129. Internet: [http://www.oenb.at/en/img/wp\\_129\\_tcm16-15481.pdf](http://www.oenb.at/en/img/wp_129_tcm16-15481.pdf), (consultato in data 12 gennaio 2013).

BAGELLA M. (2005), *Lezioni di Sistemi finanziari*, Roma: ARACNE.

BARTILORO L., BOFONDI M., GOBBI G. (2012), *Banche, risparmio e crisi finanziaria*, Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria della Banca d'Italia.

BECKER B., MILBOURN T. T. (2010), How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?, Harvard: Harvard Business School Finance. Internet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1278150](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1278150) (consultato 20 gennaio 2013).

BELTRAMINI E., “Lehman Brothers, due anni dopo: la crisi continua”, *Limes – rivista italiana di geopolitica*. Internet: <http://temi.repubblica.it/limes/lehman-brothers-due-anni-dopo-la-crisi-continua/14640?printpage=undefined>, (consultato in data 18 gennaio 2013).

BLUME M.E., LIM F., MACKINLAY A. C. (1998), “The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality”, *Journal of Finance*, Vol. 53, n. 3.

BUFACCHI I. (2011), “In arrivo nuovi declassamenti in Eurolandia. Invariata la pagella dell'Italia”, *Il Sole 24 ORE*. Internet:

[http://www.ilsole24ore.com/img2010/print\\_header.gif](http://www.ilsole24ore.com/img2010/print_header.gif), (consultato 31 gennaio 2013).

BUFACCHI I. (2013), “ Quel rating l’Italia non lo meritava”, *Il Sole 24 Ore*. Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2013-01-22/quel-rating-italia-meritava-063806.shtml?uuid=Ab9t8nMH&p=2>, (consultato in data 15 gennaio 2013).

CANTOR R., PACKER F. (1996), “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings”, *Frbny Economic Policy Review*.

CANTOR R., PCKER F. (1994), “The Credit Rating Industry”, *FRBNY Quarterly Review*, Vol. 19, n. 2. Internet: <http://www.newyorkfed.org/>, (consultato 20 gennaio 2013).

COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO (2008), “Parere del Comitato economico e sociale europeo in merito alla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating del credito”, *GUCE*.

COMMISSIONE EUROPEA (2006), “Comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito”, (2006/C 59/02), *GUCE*.

COMMISSIONE EUROPEA- DG Mercato interno e servizi (2007), “La crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti - Conseguenze per l'Europa?”, *FIN – FOCUS*.

COTTA RAMUSINO E. (1999), *Sistema finanziario e mercati finanziari*, Milano: Giuffrè Editore.

CREVOISIER O., THEURILLAT T. (2011), *Les territoires de l'industrie financière : quelles suites à la crise de 2008-2009 ?*, Neuchatel: Maison d’analyse des processus sociaux.

“CRISI: Consob, 200 pb spread Italia riconducibili a contagio” (2012),  
*Milano Finanza*. Internet:  
[http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio\\_news.asp?id=201212181502001213&chkAgenzie=PMFNW](http://www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201212181502001213&chkAgenzie=PMFNW), (consultato in data 3 febbraio 2013).

DALE R. (1995), “Towards the Millennium. The economic revolution has begun”, *The Time*.

DE SANTIS R. A. (2012), “The euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal”, *BCE, Working Paper Series*, n. 1419. Internet:  
<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1419.pdf>, (consultato 21 gennaio 2013).

DEMATTEIS G., LANZA C., NANO F., VANOLO A. (2010),  
*Geografia dell'economia mondiale*, Torino: UTET.

DI CESARE A., GRANDE G., MANNA M., TABOGA M. (2012),  
“Recent estimates of sovereign risk premia for euro-area countries”, *Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia*, settembre 2012, n. 128.

DINI A., “Bolla new economy e dot.com”, *Il Sole 24 Ore*. Internet:  
<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Tecnologia/B/Bolla-new-economy-e-dot-com.shtml?uuid=79af146c-8af1-11dd-953b-4eca81469376&DocRulesView=Libero> (consultato in data 10 gennaio 2013).

FERRI G., LACITIGNOLA P. (2009), *Le agenzie di rating*, Bologna: il Mulino.

FERRI G., LACITIGNOLA P. (2012), Concorrenza e agenzie di rating:  
il dibattito economico. Internet:

<http://www.associazionepreite.it/materiali/ap03.pdf>, (consultato 20 gennaio 2013).

FERRI G., LIU L., STIGLITZ J.E. (1999), “The procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from East Asian Crisis”, *Economic Notes*, Vol. 28, n. 3.

FINANCIAL STABILITY FORUM (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*. Internet: [http://www.financialstabilityboard.org/publications/r\\_0804.pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804.pdf), (consultato in data 2 gennaio 2013).

FITCH RATINGS (2012), *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*. Internet: [http://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/fitch\\_ratings\\_definitions\\_and\\_scales.pdf](http://www.fitchratings.com/web_content/ratings/fitch_ratings_definitions_and_scales.pdf), (consultato in data 16 dicembre 2012).

FITCH RATINGS, *Fitch Ratings. About us*. Internet: <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp> (consultato in data 5 dicembre 2012).

GÄRTNER M., GRIESBACH B., JUNG F. (2011), *PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies*, St. Gallen: University of St. Gallen, School of Economics and Political Science, Department of Economics. Internet: <http://www1.vwa.unisg.ch/RePEc/usg/econwp/EWP-1106.pdf>, (consultato in data 30 gennaio 2013).

GRANATA E. (2012), I conflitti di interesse nell'attività delle agenzie di rating. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap07.pdf>, (consultato 20 gennaio 2013).

“Grecia, le tappe della crisi”, *la Repubblica*. Internet: [http://www.repubblica.it/economia/2012/02/21/news/grecia\\_le\\_tappe\\_della\\_crisi-30241276/](http://www.repubblica.it/economia/2012/02/21/news/grecia_le_tappe_della_crisi-30241276/), (consultato in data 20 gennaio 2013).

HAND J. R. M., HOLTHAUSEN R. W., LEFTWICH R. W. (1992), “The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices”, *THE JOURNAL OF FINANCE*, Vol. XLVII. n. 2.

HUNKAR D. (2011), “The Long-Term Ramifications Of High Volume Stock Trading In The U.S.”, *Seeking Alpha. Read. Decide. Invest.*, Internet: <http://seekingalpha.com/article/312482-the-long-term-ramifications-of-high-volume-stock-trading-in-the-u-s> (consultato in data 14 settembre 2012).

IMF (2010), “The uses and abuses of sovereign credit ratings”, *IMF Global Financial Stability Report*.

KNIGHT F.H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, Boston: Houghton Mifflin.

LABATON S. (2008), “Agency’s ’04 Rule Let Banks Pile Up New Debt”, *The New York Times*.

LENER R., RESCIGNO M. (2012), *I conflitti di interesse nell’attività delle agenzie di rating*. Internet: <http://www.associazionepreite.it/materiali/ap06.pdf>, (consultato in data 20 gennaio 2013).

LINCIANO N. (2004), *L’impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating: il caso italiano. Quaderni di finanza*, Roma: Edizioni Consob.

LUCIA M. G. (1999), *La geografia finanziaria. Mercati e territorio*, Bologna: Pàtron Editore.

LUCIA M. G. (2010), *Lo spazio geografico dell'economia finanziaria*, Torino: Celid.

MANCHEDA F. (2010), *Dalla crisi dei mutui subprime alla grande crisi finanziaria*, Università degli Studi di Brescia. Internet: <http://www.eco.unibs.it/~palermo/PDF/pachora.pdf>, (consultato in data 15 gennaio 2013).

MANZO C., RONZONI D.(2011), *Da Parmalat a Lehman, quando l'agenzia di rating sbaglia tutto*. Internet: <http://www.linkiesta.it/agenzie-rating>, (consultato 20 dicembre 2012).

MAROTTA G. (2008), *I rating sul rischio sovrano*. Internet: [http://morgana.unimore.it/marotta\\_giuseppe/didattica/scem2\\_0809/Rischio%20paese%20e%20rischio%20sovrano.pdf](http://morgana.unimore.it/marotta_giuseppe/didattica/scem2_0809/Rischio%20paese%20e%20rischio%20sovrano.pdf), (consultato 20 gennaio 2013).

METIU N., “Sovereign risk contagion in the Eurozone”, *Economics Letters*. Internet: [www.elsevier.com/locate/econlet](http://www.elsevier.com/locate/econlet), (consultato in data 25 gennaio 2013).

MICU M., REMOLONA E. M., WOOLDRIDGE P. D. (2004), “L’impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap”, *BRI Rassegna trimestrale*.

MITCHEL J., FENDER I. (2005), “Finanza strutturata: complessità, rischio e impiego dei rating”, *BRI Rassegna trimestrale*.

MOGHADAM R., VINALS J. (2010), “Understanding Financial Interconnectedness”, *Strategy, Policy and Review Department of International Monetary Fund*.

MONTI E. (2011), *Manuale di finanza per l'impresa*, Milano: Isedi.

“Moody's declassa il Portogallo "Spazzatura" come la Grecia” (2011),  
*la Repubblica*.  
Internet:[http://www.repubblica.it/economia/2011/07/05/news/moody\\_s\\_declassa\\_il\\_portogallo\\_come\\_la\\_grecia\\_spazzatura-18720291/](http://www.repubblica.it/economia/2011/07/05/news/moody_s_declassa_il_portogallo_come_la_grecia_spazzatura-18720291/), (consultato 1 febbraio 2013).

MOODY'S INVESTITOR SERVICE, *Moody's History: A Century of Market Leadership*. Internet: <http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>, (consultato in data 5 dicembre 2012).

NARDELLI G., “L'economista: con questo spread interessi più alti per i prestiti”, *Il salvagente.it*. Internet: <http://www.ilsalvagente.it/Sezione.jsp?idSezione=13165>, (consultato 20 gennaio 2013).

NOVARESE M. (1999), *Mercato, impresa e imprenditore nel lavoro di Hayek*, Università del Piemonte orientale.

“Obama farà causa a Standard&Poor's e chiederà cinque miliardi di dollari” (2013), *la Repubblica*. Internet: [http://www.repubblica.it/economia/2013/02/05/news/obama\\_causa\\_standard\\_e\\_poor-52020834/](http://www.repubblica.it/economia/2013/02/05/news/obama_causa_standard_e_poor-52020834/), (consultato in data 5 febbraio 2013).

O'BRIEN R. (1992), *Global financial integration: The end of geography*, Londra: Pinter.

OECD (2012), “Finance, insurance and business service of U.S.”, *OECD.Stat Extracts*, Internet: <http://stats.oecd.org>, (consultato in data: 17 settembre 2012).

ONADO M. (2008), *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna: Il Mulino.

PAGANIN M. (2008), *Basilea 2. Le variabili rilevanti nel rating esterno*, Milano: Le Fonti.

PALMIERI M. (2008), “Agenzie di rating e concorrenza”, *LA VOCE*.  
Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000432.html>, (consultato in data 10 gennaio 2013).

PALMIERI M. (2008), “Agenzie di rating e concorrenza”, *LA VOCE*.  
Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000432.html>, (consultato in data 10 gennaio 2013).

PARTNOY F. (1999), *The Siskel and Ebert of Financial Markets: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77.

PHILIPPON T. (2008), “The future of the financial industry”, *Stern On Finance*, Internet: <http://sternfinance.blogspot.it/2008/10/future-of-financial-industry-thomas.html>, (consultato in data 14 settembre 2012).

PORTEUS D. J. (1995), *The geography of finance: spatial dimensions of intermediary behavior*, Avebury: Aldershot.

REISEN H., VON MALTZAN J. (1999), “Boom and bust and sovereign ratings”, *OECD DEVELOPMENT CENTRE*, Parigi. Internet: <http://78.41.128.130/dataoecd/38/44/1922795.pdf>, (consultato 20 gennaio 2013).

REUTER W. (2009), “Una tragedia per l’Unione”, *DER SPIEGEL*.  
Internet: <http://www.presseurop.eu/it/content/article/156051-una-tragedia-lunione>, (consultato 30 gennaio 2013).

ROUBINI N., MIHNM S. (2010), *La crisi non è finita*, Milano: Feltrinelli Editore.

SACCOMANI F. (2011), *L'Unione Europea di fronte alla crisi globale: le implicazioni per le banche, la finanza e la politica economica*, intervento presso il Bundesministerium der Finanzen, Berlino. Internet: [http://www.astrid-online.it/dossier--d1/studi--ric/saccomanni\\_berlino\\_08\\_02\\_11.pdf](http://www.astrid-online.it/dossier--d1/studi--ric/saccomanni_berlino_08_02_11.pdf), (consultato 2 febbraio 2013).

SASSEN S. (1991), *The global cities. New York, London, Tokyo*, Princeton: Princeton University Press.

SASSEN S. (2002), "Locating cities on global circuits", *Environment&Urbanization*, Vol. 14, n. 1.

"Scale di rating". Internet: <http://www.finanzaonline.com/837365d1201615525-ratings-e-rischi>, (consultato in data 19 novembre 2012).

SIMON Z. X.B., ZHANG L., WANG D.T. (2004), *Determining factors of the development of a national financial center: the case of China*, Hong Kong: Department of Geography and International Centre for China Development Studies, The University of Hong Kong.

SIRONI A (2008)., "Addio Basilea 2", *LA VOCE*., Internet: <http://www.lavoce.info/articoli/pagina1000686.html>, (consultato in data 10 gennaio 2013).

SIRONI A. (2012), "Le agenzie di rating sul banco degli imputati: colpevoli o innocenti?", *Economia & Management*, n. 3.

STANDARD & POOR'S (2013), *Ratings Direct on the Global Credit Portal*.

STANDARD & POOR'S RATING DIRECT (2008), *Sovereign Credit Ratings: A Primer*.

STANDARD&POOR'S, *A History of Standard&Poor's*. Internet: <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>, (consultato in data 5 dicembre 2012).

STIGLER G.J. (1961), "The Economics of Information", *The Journal of Political Economy*, Vol.69, n.3. Internet: <http://home.uchicago.edu/~vlima/courses/econ200/spring01/stigler.pdf>, (consultato in data 13 dicembre 2012).

VERONESE L. (2008), "SCHEDE / Fannie Mae e Freddie Mac. Cosa sono?", *Il Sole 24Ore*.

"Wall Street's crisis" (2008), *The Economist*. Internet: <http://www.economist.com/node/10880718>, (consultato in data 15 dicembre 2012).

WHITE L. J. (2010), "The Credit Rating Agencies", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 24, n. 2.

WHITE L. J. (2011), *The credit rating industry: an industrial organization analysis*, Stern School of Business New York University. Internet: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=267083](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267083), (consultato in data 3 gennaio 2013).

YEE C. (2006), *The Formation of American Financial Centers*. Internet: <http://web.williams.edu/Economics/Honors/2006/ColinYeeThesisMay9th06.pdf> (consultato in data 30 dicembre 2012).

ZIGLIANI D. (2005), *Crisi interbancarie ed analisi del sistema finanziario*, Macerata: Edizioni Simple.

ZOLO D. (2009), *Globalizzazione. Una mappa dei problemi*, Roma-Bari: Editori Laterza.