



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Banche e Intermediari finanziari

Criticità e Proposte di Riforma dell'Industria del Rating

RELATORE

Prof. Domenico Curcio

CANDIDATO

Giulia Achilli

Matr:154291

Anno Accademico 2011/2012

*“There are two superpowers in the world today in my opinion.
There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service.
The United States can destroy you by dropping bombs,
and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds.
And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful”
(Thomas L. Friedman, 1996)**

*Tratta dall’intervista al giornalista Thomas L. Friedman trasmessa da *PBS television broadcast* all’interno del programma *The MacNeil/LehrerNewshour*.

INDICE

Premessa	p.	4
1. Il Rating nei Mercati Finanziari		6
1.1 Rating e Asimmetria Informativa		6
1.2 Definizioni di rating		9
1.3 La formulazione del rating		12
1.4 Criteri Quantitativi e Qualitativi		14
1.5 Il rating nell'accordo di Basilea 2		17
1.6 Rating Prociclici		23
2. Le Tre Sorelle del Rating		25
2.1 C'era una volta il rating...		25
2.2 Standard & Poor's		27
2.3 Moody's		29
2.4 Fitch		31
2.5 Retare il rating		33
2.6 Le agenzie di rating nella crisi finanziaria mondiale		38
3. Accuse e Responsabilità		47
3.1 Le accuse negli Stati Uniti		47
3.2 Le accuse italiane		56
3.3 Difesa morbida e responsabilità		62
3.4 Altre questioni spinose		66
3.4.1 Unsolicited Rating		66
3.4.2 Rating Shopping		68
3.4.3 Concorrenza		70
3.4.4 Conflitti di interesse		73

4. Spiragli di Riforme	82
4.1 Rating vs Regolamentazione	82
4.2 Dall'autoregolamentazione al riconoscimento NRSRO	85
4.3 Il Credit Rating Agent Reform Act	88
4.4 Il Dodd-Frank Act	94
4.5 La normativa europea e l'ESMA	98
Conclusioni	104
Indice bibliografico	106
Sitografia	111

Premessa

Non passa giorno che sui maggiori media del mondo non si parli di declassamenti, di up grade, di rating, insomma. L'industria dei giudizi è diventata, nel corso degli anni parte integrante dell'economia e della società moderna, riuscendo ad avere enorme influenza non solo sulle scelte delle imprese ma anche sulle decisioni dei governi, nel momento in cui i titoli del debito di uno Stato vengono sottoposti ai giudizi delle agenzie.

L'universo del rating, tuttavia, porta con sé ombre e contraddizioni: le agenzie di rating sono nate deregolate e, d'altra parte, hanno acquisito potere proprio grazie alla regolamentazione che utilizza sempre più lo strumento del rating per indirizzare le scelte di investimento; il settore non è concorrenziale ma, al contrario, è dominato dal tripolio composto dalle tre sorelle, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, che da sole detengono il 95% del mercato dei giudizi; le tre agenzie sopracitate hanno, a livello di assetto proprietario, legami e relazioni molto pericolose con il mondo dell'alta finanza e delle banche... Le questioni da affrontare sono molteplici, se solo si va più a fondo ad analizzare l'industria del rating, ci si accorge che esistono un'infinità di paradossi e di questioni lasciate in sospeso.

In queste pagine cercheremo di approfondire le più significative tematiche riguardanti il settore dei giudizi, con la consapevolezza sia dell'importanza che lo strumento del rating ha acquisito nell'economia moderna, sia dell'impellente esigenza di regolare l'attività di attribuzione del rating e i soggetti, agenzie di rating, al fine di garantire, prima di tutto, la tutela degli investitori. Il dibattito sulla necessità di regolamentare il settore del rating è molto acceso, le maggiori autorità internazionali si stanno muovendo nella direzione di prevedere un quadro normativo organico ed adeguato, ma, nonostante questo, ad oggi, gli effettivi, ma soprattutto concreti, passi in avanti sono stati pochi dal momento che, in questo settore, ormai maturo, esistono delle prassi, si sono instaurati dei meccanismi, non regolati ma profondamente radicati, difficili da riformare.

In particolare, nel primo capitolo affronteremo il tema del ruolo acquisito dal rating all'interno dei mercati finanziari, soffermandoci sulla sua capacità di ridurre le

asimmetrie informative. Analizzeremo, poi, sia le definizioni di rating offerte dalle tre agenzie più potenti sul mercato, sia il processo di formulazione del giudizio supportato da criteri qualitativi e quantitativi. Sottolineeremo, inoltre, la funzione del rating nell'accordo di Basilea 2, facendo riferimento anche ai cosiddetti «rating procicilici».

Nel secondo capitolo ci occuperemo anzitutto di ripercorrere brevemente la storia della nascita e della diffusione del rating, per poi focalizzare la nostra attenzione sull'analisi delle compagini sociali delle tre sorelle, Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Passeremo, infine, ad analizzare le performance, spesso scarse, delle valutazioni fornite dalla agenzie, cercando di rintracciare le responsabilità delle agenzie di rating nella crisi finanziaria mondiale.

Il terzo capitolo affronta, invece, il tema delle accuse che nel corso degli anni sono state rivolte contro le agenzie di rating e discute le modalità di difesa utilizzate dalle agenzie. Sempre in questo capitolo, analizzeremo una serie di questioni spinose riguardanti l'industria del rating, quali, il tema degli *unsolicited* rating, la pratica del rating shopping, l'assenza di concorrenza nel settore e il problema del conflitto di interesse.

Nell'ultimo capitolo, infine, discuteremo in merito alle riforme approvate e proposte per il settore del rating, ripercorrendo le fasi storiche in tema di regolamentazione dell'industria del rating: il fallimento della prima fase di totale autoregolamentazione, il riconoscimento NRSRO, fino ad arrivare al Credit Rating Agent Reform Act (2006) e al Dodd-Frank Act (2010). Analizzeremo, infine, il quadro normativo europeo del rating e il ruolo dell'ESMA.

CAPITOLO 1

Il Rating nei Mercati Finanziari

1.1 Rating e Asimmetria Informativa

Come è noto il sistema finanziario ha come scopo quello di favorire il migliore e più efficiente trasferimento delle risorse tra gli operatori economici (Nadotti, Porzio, Previati, 2010). E' possibile classificare le unità economiche nei cosiddetti «settori istituzionali»: Famiglie, Imprese, Pubblica Amministrazione, Estero e Istituzioni finanziarie. Ciascun settore istituzionale è composto da unità economiche che hanno comportamenti omogenei a livello economico, e quindi, a ciascun settore corrisponde uno specifico saldo finanziario (il saldo finanziario misura la differenza tra risorse risparmiate e risorse investite). Le famiglie, per esempio, hanno tipicamente saldi finanziari positivi, cioè investono meno di quanto riescano a risparmiare, vale il contrario, invece, per le imprese e per la Pubblica Amministrazione. Affinché il sistema economico sia in equilibrio è necessario che il risparmio uguagli l'investimento, quindi è fondamentale che il surplus di risparmio (delle famiglie, per esempio) vada a finanziare il fabbisogno di investimento (fisiologicamente delle Imprese e della Pubblica Amministrazione).

Il trasferimento di risorse tra unità economiche in surplus e in deficit può avvenire in maniera diretta attraverso i mercati o indirettamente attraverso la mediazione degli intermediari creditizi (i quali raccolgono il risparmio dalle unità economiche in surplus e lo trasferiscono alle unità in deficit). Comunque avvenga questo trasferimento di risorse e a maggior ragione qualora lo scambio avvenga sul mercato, senza la mediazione e dunque la garanzia di un intermediario creditizio, questo scambio è

caratterizzato dal rischio. D'altra parte, il rischio è associabile a qualsiasi attività umana e quindi anche a quella economica.

Chiaramente, nel nostro caso, il rischio si configura come la possibilità che il prenditore di fondi non adempia alle proprie obbligazioni, sia insolvente, ai danni del datore. Tale rischio può certamente essere mitigato tramite un'adeguata disponibilità di informazioni, sia qualitative che quantitative; infatti, se correttamente informato, il datore di fondi è più consapevole delle proprie scelte di investimento e, a livello aggregato, ciò comporta una più efficace ed efficiente allocazione delle risorse tra tutti i prenditori.

Questo nella teoria; nella pratica, invece, esiste un enorme ostacolo a questo scambio di informazioni, esiste quel fallimento del mercato che va sotto il nome di asimmetria informativa. Tale fenomeno consiste nel fatto che, durante il processo trasferimento di risorse, tra datore e prenditore sussiste uno squilibrio informativo ai danni del primo. Il datore, infatti, dispone sempre di meno informazioni del prenditore, che conosce rischio e redditività dei progetti di investimento per i quali desidera essere finanziato.

Ciò comporta non pochi problemi. Gli effetti delle asimmetrie informative sono sostanzialmente due: la selezione avversa (*Adverse Selection*) e il rischio morale (*Moral Hazard*).

La selezione avversa, come ci spiega Akerlof nel suo modello *The Market of Lemons*, è un fenomeno che avviene ex-ante, nel momento che precede lo scambio, e che comporta l'uscita dal mercato dei prenditori meno rischiosi e degli investitori più avversi al rischio.

Proviamo con un breve esempio a concretizzare gli effetti della selezione avversa. Mettiamo il caso che un soggetto che voglia investire i suoi risparmi si trovi davanti alla scelta di due prenditori, X e Y, i quali vorrebbero essere finanziati per i loro progetti di investimento; supponiamo inoltre che il progetto di X sia meno rischioso di quello di Y (è scontato sottolineare che, dal momento che ad un più alto grado di rischio deve corrispondere un rendimento maggiore, il progetto di investimento di X, essendo meno rischioso, sarà anche meno redditizio di quello di Y). In ipotesi di mercato perfetto, privo di asimmetrie informative, il datore, a seconda della propria propensione al rischio, potrebbe tranquillamente scegliere il progetto di investimento che più si presta alle sue preferenze e quindi il prenditore da finanziare.

Tuttavia nella realtà ciò non accade. Infatti, a causa della mancanza o scarsa disponibilità di informazioni sui prenditori, sul mercato verrà a formarsi un unico prezzo per i due progetti di investimento pari alla media dei due rendimenti. Quindi, per poter reperire le risorse necessarie a finanziare il proprio investimento, il prenditore X dovrà pagare un prezzo troppo alto rispetto al rischio del suo progetto e, ragionevolmente, rinuncerà allo scambio uscendo dal mercato. Viceversa il prenditore Y, unico rimasto sul mercato nel nostro esempio, si troverà a pagare un prezzo più basso per il suo progetto di investimento che risulta più rischioso.

Nel tempo la selezione avversa determina seri problemi negli scambi, dal momento che i prenditori migliori rinunciano ai finanziamenti per i propri progetti di investimento e i datori di fondi meno propensi al rischio si rifiutano di finanziare gli unici prenditori rimasti sul mercato, i peggiori.

L'altro effetto delle asimmetrie informative è il *Moral Hazard*. Tale fenomeno opera a partire dal momento di perfezionamento del contratto finanziario, quindi ex-post, in un momento successivo al trasferimento delle risorse tra datore e prenditore, e si sostanzia nell'impossibilità per il datore di fondi di controllare l'operato del prenditore data la carenza di informazioni a disposizione, con il conseguente rischio che il prenditore compia azioni a insaputa e a danno del datore.

Veniamo al dunque. Quale è il ruolo e la funzione delle agenzie di rating in questo contesto?

Le agenzie di rating sono intermediari finanziari specializzati nella raccolta, nell'elaborazione e nell'offerta di informazioni. L'attività di questi enti si sostanzia nell'attribuzione di un giudizio, il rating, circa lo stato di salute di un emittente di strumenti finanziari; il rating, insomma, è una valutazione del rischio di credito del debitore. Le agenzie di rating contribuiscono, quindi, ad attenuare le asimmetrie informative tramite le attività di segnalazione (*signalling*) e monitoraggio (*monitoring*) che svolgono per conto degli operatori finanziari.

In particolare, i rating sono "segnali" della qualità di credito dell'emittente e quindi sono atti a ridurre la selezione avversa, dal momento che forniscono informazioni che aiutano il datore a distinguere tra i prenditori più rischiosi (con un'alta probabilità di insolvenza alla quale corrisponde un rating basso) e quelli meno rischiosi (con una bassa probabilità di insolvenza alla quale corrisponde un rating alto).

Le imprese maggiormente affidabili, ottenendo il rating, possono segnalare il loro merito al mercato e quindi ottenere finanziamenti a costi inferiori, adeguati al loro profilo rischio-rendimento.

In più, attraverso le agenzie di rating, è possibile attenuare anche il *Moral Hazard*, dal momento che, essendo le imprese retate sottoposte al continuo monitoraggio da parte delle agenzie, esse saranno spinte, vincolate ad attuare progetti di investimento congrui al rating ottenuto, pena il declassamento dei loro titoli (*downgrading*) con tutti i suoi effetti (immediato rialzo del costo del finanziamento).

1.2 Definizioni di rating

Il rating, come abbiamo già mostrato, è un giudizio circa il merito di credito di un debitore.

Di seguito riportiamo le definizioni di rating delle tre agenzie più potenti ed influenti sul mercato, Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

*“Credit ratings are opinions about credit risk. **Standard & Poor's** ratings express the agency's opinion about the ability and willingness of an issuer, such as a corporation or state or city government, to meet its financial obligations in full and on time.”*

*“**Moody's** long-term ratings are opinions of the relative credit risk of financial obligations with an original maturity of one year or more. They address the possibility that a financial obligation will not be honored as promised. Such ratings use Moody's Global Scale and reflect both the likelihood of default and any financial loss suffered in the event of default.”*

*“**Fitch Ratings'** credit ratings provide an opinion on the relative ability of an entity to meet financial commitments, such as interest, preferred dividends, repayment of principal, insurance claims or counterparty obligations. Credit ratings are used by*

investors as indications of the likelihood of receiving the money owed to them in accordance with the terms on which they invested.”

In definitiva il rating ha come obiettivo quello di fornire agli operatori del mercato opinioni sulla probabilità che l'emittente del titolo a cui è stato attribuito il rating sia in grado di adempiere alle proprie obbligazioni e quindi di ripagare il capitale e gli interessi.

Per gli emittenti diventa quindi molto importante ottenere un buon rating per ridurre il costo del loro finanziamento.

Le agenzie sintetizzano tutta la serie di informazioni qualitative e quantitative che hanno ottenuto sul titolo in un simbolo alfanumerico che sta a rappresentare proprio il loro giudizio, il rating.

Riportiamo di seguito per esemplificazione le Scale di Rating di Standard & Poor's e di Moody's.

FIG. 1 La scala di rating dell'agenzia Standard & Poor's

INVESTMENT GRADE	'AAA'	Extremely strong capacity to meet financial commitments. Highest rating
	'AA'	Very strong capacity to meet financial commitments
	'A'	Strong capacity to meet financial commitments, but somewhat susceptible to adverse economic conditions and changes in circumstances
	'BBB'	Adequate capacity to meet financial commitments, but more subject to adverse economic conditions
	'BBB-'	Considered lowest investment grade by market participants
SPECULATIVE GRADE	'BB+'	Considered highest speculative grade by market participants
	'BB'	Less vulnerable in the near-term but faces major ongoing uncertainties to adverse business, financial and economic conditions
	'B'	More vulnerable to adverse business, financial and economic conditions but currently has the capacity to meet financial commitments
	'CCC'	Currently vulnerable and dependent on favorable business, financial and economic conditions to meet financial commitments
	'CC'	Currently highly vulnerable
	'C'	A bankruptcy petition has been filed or similar action taken, but payments of financial commitments are continued
	'D'	Payments default on financial commitments
	Ratings from 'AA' to 'CCC' may be modified by the addition of a plus (+) or minus (-) sign to show relative standing within the major rating categories.	

Fonte:
www.standardandpoors.com

FIG. 2 La scala di rating dell'agenzia Moody's

Aaa	Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, with minimal credit risk.
Aa	Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.
A	Obligations rated A are considered upper-medium grade and are subject to low credit risk.
Baa	Obligations rated Baa are subject to moderate credit risk. They are considered medium grade and as such may possess certain speculative characteristics.
Ba	Obligations rated Ba are judged to have speculative elements and are subject to substantial credit risk.
B	Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.
Caa	Obligations rated Caa are judged to be of poor standing and are subject to very high credit risk.
Ca	Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery of principal and interest.
C	Obligations rated C are the lowest rated class and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.
<p>Note: Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category.</p>	

Fonte: www.moodys.com

Al rating è tipicamente associata una probabilità di default dell'emittente. Tanto più è alto il rating, tanto più bassa sarà la probabilità di default dell'emittente e quindi minore il costo che egli sarà chiamato a sostenere per il finanziamento.

Come si riscontra chiaramente nella FIG.1, la scala dei rating può essere suddivisa in due gruppi: rating *investment grade* e rating *speculative grade*.

L'obiettivo degli emittenti è quello di ottenere un rating che ricada nel gruppo degli *investment grade* perché, se così non accade, quegli strumenti sono difficili da collocare sul mercato dal momento che la regolamentazione potrebbe vietarne l'acquisto da parte di taluni investitori oppure richiedere ingenti accantonamenti come dispositivi di sicurezza per questi investimenti.

1.3 La formulazione del rating

Fino allo scorso decennio le agenzie di rating erano state piuttosto restie nel divulgare le loro metodologie per l'attribuzione del rating, rendendo quindi molto difficile per il mercato valutare le loro performance.

Spinte dai provvedimenti regolamentari e dalle accuse che sono state rivolte loro soprattutto a seguito della crisi finanziaria del 2007, esse hanno iniziato a rendere noti i loro metodi e i criteri utilizzati per l'assegnazione del rating, anche se, a dir la verità, ancora non sono del tutto chiari i criteri "personalizzati" delle singole agenzie. Esistono procedure e metodologie matematiche, statistiche ed econometriche standard ma poi vi è molta segretezza circa gli aggiornamenti dei criteri e soprattutto la loro personalizzazione da parte delle singole agenzie.

Le note metodologiche rese note dalle agenzie, inoltre, mettono in rilievo alcuni aspetti qualitativi e quantitativi che vengono presi in considerazione nel processo di assegnazione del rating a specifiche categorie di emittenti senza però evidenziare i pesi e le priorità attribuiti a ciascun aspetto rispetto agli altri (Ferri, Lacitignola, 2009).

Non risulta, infine, che le agenzie abbiano mai sottoposto documenti o atti ufficiali del rating alla valutazione e approvazione dell'Econometric Society, ente di supervisione degli indicatori e di attestazione della loro attendibilità, trasparenza e scientificità, o di altre istituzioni analoghe, anche governative (Gila, Miscali, 2012).

Tale circostanza fa molto riflettere: le agenzie hanno un potere enorme sul mercato grazie ai giudizi emessi anche se, di fatto, le procedure di emissione di questi rating non sono validate da nessuno e le stesse agenzie non sono sottoposte al controllo di

nessuna autorità di vigilanza. Approfondiremo questa questione molto spinosa più avanti.

Torniamo, invece, al sistema di attribuzione del rating che, nei suoi tratti meramente procedurali e “burocratici” è lo stesso per tutte le agenzie.

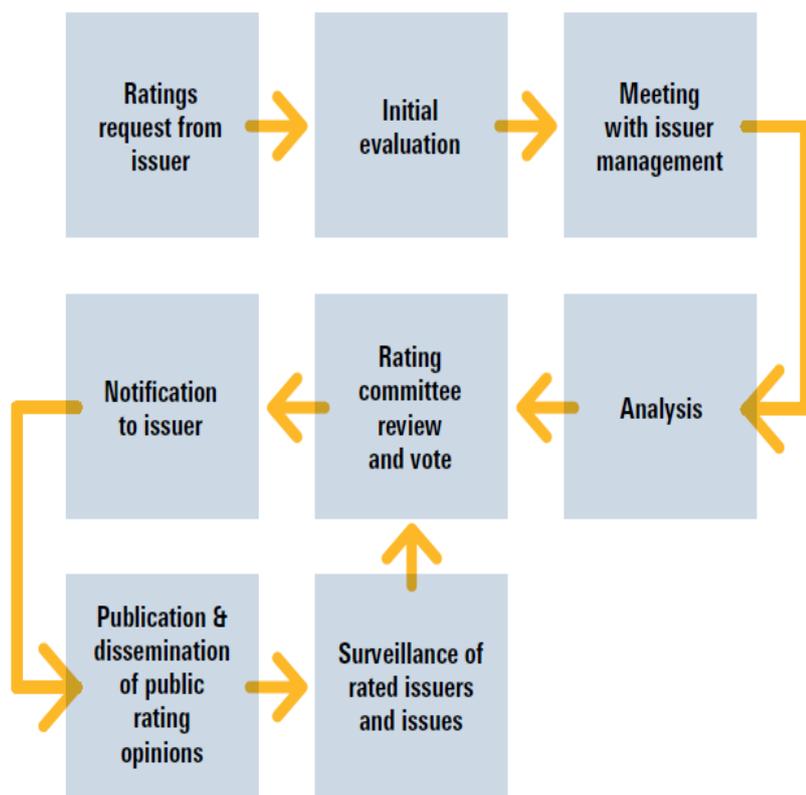
Tipicamente l’assegnazione del rating inizia con la richiesta da parte dell’emittente; tuttavia, è anche possibile e abbastanza frequente che l’agenzia in maniera autonoma decida di elaborare un rating circa il merito di credito di un soggetto senza che questi

glielo abbia richiesto. Il rating associato alla prima fattispecie viene detto *solicited rating*, l’altro, *unsolicited rating*.

A seguito della richiesta da parte dell’emittente che provvederà alla retribuzione dell’agenzia per il servizio offerto, iniziano una serie di incontri tra il management del soggetto emittente e

FIG.3 La formulazione del giudizio

Standard & Poor’s analyst driven rating process



Fonte:
www.standardandpoors.com

gli analisti dell’agenzia durante i quali questi ultimi discuteranno con i manager circa le informazioni sul soggetto emittente da loro messe a disposizione e in merito ai programmi finanziari e di produzione, nonché alle strategie previste. Segue la fase di analisi quantitativa e qualitativa svolta sulla base dei criteri dell’agenzia, e tutte le informazioni vengono poi discusse e valutate da una commissione per il rating in cui siedono esperti del settore del soggetto emittente.

La commissione ha il compito di proporre un rating e poi di sottoporlo alla votazione dei suoi membri.

Il rating sul quale viene raggiunta la maggioranza dei voti viene comunicato all'emittente e reso pubblico.

Nel caso in cui l'emittente non ritenesse appropriato il giudizio emesso esiste una procedura di appello: il soggetto emittente comunica l'intenzione di aprire tale procedura e fornisce all'agenzia informazioni aggiuntive che vengono, se ritenute valide, valutate dalla commissione, la quale, eventualmente, propone e vota il nuovo rating.

A seguito dell'emissione il rating è soggetto a sorveglianza da parte dell'agenzia. Esso viene sottoposto a revisione una volta l'anno o in qualsiasi momento si verificano eventi che influiscano sul merito di credito dell'emittente e quindi sul rating emesso.

Lo schema in alto (FIG.3), tratto dal sito web di Standard & Poor's, esemplifica l'intero processo.

1.4 Criteri Quantitativi e Qualitativi

Durante il processo di attribuzione del rating, le agenzie svolgono una fase di analisi del titolo e del soggetto emittente; l'output di tale fase, come abbiamo visto in precedenza, viene poi discusso e valutato dalla commissione preposta all'assegnazione del rating.

Durante la fase di analisi, le agenzie si concentrano su una serie di variabili quantitative e qualitative che fungono da supporto nel processo di attribuzione del giudizio (Ferri, Lacitignola, 2009).

Per quanto concerne l'analisi quantitativa, essa è sostanzialmente un'analisi finanziaria che si basa sul bilancio, tramite l'utilizzo di dati grezzi e di indici ottenuti attraverso opportune riclassificazioni.

Tipicamente gli analisti dell'agenzia valutano in questa fase profili quali l'adeguatezza dei flussi di cassa, con particolare attenzione alla capacità di copertura del debito, la struttura del capitale dell'emittente, la leva finanziaria e la composizione del debito. Ai fini dell'analisi viene presa in considerazione anche la profittabilità attraverso

soprattutto gli indici di ROE (Return on Equity = Utile Netto/Equity) e ROA (Return on Assets = EBIT/Capitale Investito Netto) e la flessibilità finanziaria, ossia la capacità dell'impresa di adempiere alle proprie obbligazioni alla scadenze previste. Quest'ultima valutazione presuppone anche l'analisi di liquidità dell'impresa e delle fonti di questa liquidità, tipicamente flussi di cassa attivi e prestiti a breve. Considerate tutte queste variabili, gli analisti arrivano in definitiva ad ottenere un punteggio.

Le dimensioni aziendali determinano il peso attribuito al punteggio così ottenuto dall'analisi quantitativa all'interno dell'intera procedura. Tipicamente per le imprese di maggiori dimensioni il peso attribuito alle variabili quantitative è minore di quello assegnato alle variabili qualitative.

A proposito di variabili qualitative, le agenzie prendono in considerazione molteplici fattori quali, ad esempio, la posizione geografica dell'emittente e il rischio paese associato. Pur essendo due fattispecie abbastanza diverse, il rischio paese¹ può essere approssimato ai fini pratici con il rischio sovrano (rischio derivante dal prestito ad uno Stato Sovrano).

Ai fini dell'analisi qualitativa, un altro elemento tenuto in considerazione dagli analisti è il contesto regolamentare e politico dello Stato in cui l'impresa si trova, nell'ottica di stimare l'eventuale supporto governativo in caso di crisi o fallimento (tipicamente le aziende di interesse nazionale sono maggiormente supportate dai Governi). Fattualmente, per stimare la probabilità di un intervento governativo a supporto dell'impresa, gli analisti si basano sulle esperienze passate e sulla nuova policy eventualmente prevista.

Un'altra variabile qualitativa di notevole importanza è rappresentata dal trend di crescita del settore di appartenenza dell'impresa. Tale aspetto deve essere attentamente studiato per capire la profittabilità futura dell'impresa in relazione ai trend di domanda e offerta del settore (o dei settori se l'impresa è multibusiness) in cui opera, in un'ottica globale. Nell'analizzare questo aspetto gli analisti si soffermano inoltre sull'individuazione delle barriere all'entrata del settore e su tutti quei fattori che a livello di settore possano influenzare la competitività dei prodotti dell'impresa.

¹il rischio paese è il rischio di insolvenza di operatori, pubblici e privati, legato all'area geografica di provenienza e indipendente dalla loro volontà; definizione di Borsaitaliana.it.

La posizione competitiva dell'impresa rispetto ai suoi competitors è un altro fattore preso in considerazione; è presumibile, infatti, che un'impresa che abbia un notevole vantaggio competitivo rispetto ai concorrenti, posseda maggiori possibilità di affrontare la concorrenza in termini di prezzo ma anche di nuovi prodotti sostituiti o tecnologicamente più avanzati.

Entrando più all'interno dell'azienda, un'altra variabile qualitativa da considerare è la qualità del management aziendale e in particolare la sua capacità di reazione in situazioni critiche, in condizioni di stress. Il livello qualitativo del management è una variabile fondamentale per il successo dell'impresa ma allo stesso tempo è molto difficile da valutare; gli analisti possono basarsi sul comportamento del management in situazioni critiche passate, valutare performance passate, ma anche considerare strategie e piani futuri.

Ovviamente se l'impresa appartiene ad un gruppo, ciò dovrà essere tenuto in considerazione sia nella prospettiva dei supporti che la consociata potrebbe ricevere dal gruppo in caso di crisi, sia nell'ottica di valutare l'impatto che il default del soggetto emittente potrebbe avere sul gruppo stesso.

Queste sono i principali aspetti qualitativi e quantitativi presi in considerazione dagli analisti delle agenzie nel processo di attribuzione del rating.

Le metodologie specifiche e i pesi attribuiti a ciascun elemento, come già evidenziato, rimangono di fatto ignoti, inficiando profondamente la trasparenza delle agenzie stesse. Il rating ha un ruolo decisivo sul mercato, i declassamenti da parte delle agenzie comportano enormi perdite per imprese, banche e Stati Nazionali. Il rating ha il potere di influenzare non solo l'andamento del mercato ma anche le scelte politiche degli Stati, eppure le agenzie di fatto sono sottoposte ad una regolamentazione molto blanda.

Su quali basi allora il mercato continua a fidarsi dei loro giudizi? Si potrebbe rispondere che la fiducia sul rating sia motivata dal capitale reputazionale che le agenzie hanno accumulato negli anni. Ma è sufficiente ciò? E forse non occorrerebbe considerare la loro scarsa performance durante la crisi quando molti titoli hanno mantenuto la tripla A fino a pochi giorni prima del default dei loro emittenti?

Affronteremo queste questioni in maniera più approfondita nei successivi capitoli.

1.5 Il rating nell'accordo di Basilea 2

Come è stato già accennato, il rating, in virtù della sua immediatezza e semplicità e del suo relativamente basso costo, è diventato uno strumento essenziale non solo per le scelte di investimento, ma anche per la regolamentazione.

Attualmente il rating è usato nella regolamentazione di diversi paesi, primi fra tutti Stati Uniti e Unione Europea con l'obiettivo di proteggere gli investitori.

Per ciò che riguarda la regolamentazione americana, il rating viene utilizzato dagli anni Trenta; proprio in quegli anni fu coniata l'espressione *investment grade* (tale espressione qualifica gli strumenti finanziari a cui sia stato assegnato dalle agenzie un rating almeno pari a BBB) e vennero previste delle norme che vietavano a banche, fondi comuni e banche d'investimento di acquistare strumenti che non avessero ottenuto dalle agenzie di rating almeno la tripla B, strumenti *investment grade* per l'appunto (Ferri, Lacitignola, 2009).

Dagli anni Trenta ad oggi il rating ha rafforzato notevolmente il proprio ruolo all'interno della regolamentazione non solo americana nonostante tale processo non sia stato accompagnato dalla previsione di un corpus organico di norme che disciplinino l'attività delle agenzie di rating, il loro accesso al mercato, il processo di attribuzione dei giudizi, i conflitti d'interesse e la responsabilità delle agenzie nei confronti di emittenti e investitori. Questa la grande contraddizione che sempre emerge.

Veniamo, sempre a proposito di rating e regolamentazione, all'utilizzo previsto per il rating ai fini della determinazione del Patrimonio di Vigilanza nell'accordo di Basilea 2.

La normativa di Basilea, innanzitutto, definisce il "sistema di rating" come «l'insieme di metodi, procedimenti, controlli, dati e sistemi informativi che fungono da supporto alla valutazione del rischio di credito, all'attribuzione dei gradi interni di merito e alla stima quantitativa delle inadempienze e delle perdite» (Comitato di Basilea, 2004).

L'accordo del 2004 e tutt'ora in vigore (anche se si sta lavorando in questi mesi a Basilea 3) ha sostituito il precedente del 1998, Basilea 1. Quest'ultimo prevedeva che le banche dovessero accantonare a Patrimonio di Vigilanza l'8% delle esposizioni. Dal momento che, secondo questa impostazione, la percentuale prevista era la stessa a prescindere dalla rischiosità dell'esposizione, gli istituti di credito erano spinti ad acquisire posizioni molto rischiose e quindi molto redditizie. Ciò comprometteva la

stabilità e la solidità del sistema bancario stesso e per questo motivo si rese necessaria una revisione del primo accordo.

Con il nuovo accordo di Basilea 2, sono state previste diverse percentuali di accantonamento del Patrimonio di Vigilanza a seconda dello specifico grado di rischio del debitore, consentendo, quindi, agli istituti bancari di risparmiare a fronte di esposizione poco rischiose. Con questa impostazione, infatti, il Patrimonio di Vigilanza diviene “sensibile” al grado di rischio delle attività bancarie.

Il grado di rischio del debitore viene valutato attraverso la probabilità di default che viene assegnata a ciascun emittente sulla base dello studio di dati storici e dell’analisi dei progetti per i quali viene richiesto il finanziamento.

Il rating, in Basilea 2, è lo strumento per valutare tale probabilità attesa di default (PD). Tra l’altro, l’introduzione del rating nelle procedure di affidamento, a detta di Giacomo De Laurentis, “non sembra aver «schiacciato» i comportamenti gestionali [delle banche], piuttosto sembra aver aperto una ben più ampia gamma di scelte e di posizionamenti competitivi (assecondando talora la crescita dei volumi di credito o mostrando, invece, comportamenti «tattici» e molto selettivi in altri casi)”(De Laurentis, Maino, 2010).

In particolare l’accordo di Basilea prevede due alternative per il calcolo del Patrimonio di Vigilanza:

1. Approccio Standard (Standardized Approach): le banche che utilizzano questo approccio devono far riferimento ai rating emessi dalle agenzie aventi il riconoscimento ECAI (External Credit Assessment Institution);
2. Approccio basato sul rating interno (Internal Rating Based Approach): questo approccio è riservato agli intermediari finanziari più sofisticati nella gestione del rischio di credito; la perdita attesa viene stimata a partire da dati interni.

La probabilità di default (PD) insieme alla perdita in caso di default (LGD, Loss Given Default) e all’esposizione al momento del default (EAD, Exposure at Default) sono le componenti chiave per il calcolo del Patrimonio di Vigilanza.

Inizialmente, nelle sue prime bozze, Basilea 2 privilegiava l’utilizzo dei rating emessi dalle agenzie, consentendo ad un ristretto numero di grandi banche internazionali la possibilità di utilizzare il sistema dei rating interni. Tale approccio, tuttavia, avrebbe comportato un trattamento non equo delle banche operanti nei diversi paesi che

aderiscono all'accordo. Infatti, chiaramente, sarebbero state favorite le banche dei paesi dove l'utilizzo dei rating emessi dalle agenzie è molto diffuso. Un paese come l'Italia, per esempio, caratterizzato per lo più dalle piccole e medie imprese, ovviamente non retate, sarebbe stato svantaggiato da un'impostazione simile. Il Comitato di Basilea ha scelto, visti questi problemi, di modificare l'approccio originario e di consentire, quindi, a tutte le banche la possibilità di utilizzare il sistema dei rating interni ai fini della determinazione dei requisiti patrimoniali, a patto che tali sistemi siano stati approvati dalle Autorità di Vigilanza dei rispettivi paesi.

Veniamo ora ad esaminare in breve quali sono le differenze tra il sistema dei rating esterni, cioè emessi dalle agenzie, e quello dei rating interni, ovvero prodotti dalle stesse banche. La prima distinzione riguarda la natura dei soggetti valutati. Le agenzie di rating, come già evidenziato, svolgono la funzione di monitoraggio delegato a favore degli investitori, riducono le asimmetrie informative tra coloro che emettono strumenti sul mercato e gli investitori che acquistano tali titoli. Quindi i soggetti che le agenzie valutano sono tipicamente le grandi imprese, gli enti sovrani e le istituzioni finanziarie che emettono strumenti sul mercato. Per questi soggetti sono generalmente disponibili molti dati e informazioni pubbliche. Al contrario, se consideriamo il caso dei rating interni, i soggetti valutati dalle banche sono molti più; si spazia, infatti, dalle grandi imprese, alle medie e piccole imprese, anche familiari, alla clientela *retail*. Sottolinea questo aspetto proprio il Comitato di Basilea, quando afferma che, rispetto ai rating esterni, “i rating interni possono coprire una gamma assai più ampia di debitori, fornendo valutazioni sulla qualità creditizia di singoli individui e di imprese medio-piccole sotto forma di punteggio, e valutazioni degli affidati più importanti privi di rating sulla base di un'analisi dettagliata”(Comitato di Basilea per la Supervisione delle Banche,1999).

Un'altra importante differenza tra i due sistemi consiste nelle diversità di fonti informative a cui rispettivamente l'agenzia e la banca hanno accesso nel processo di valutazione del merito di credito del debitore. Nella fase iniziale di emissione del giudizio, in realtà, l'agenzia e la banca dovrebbero avere a disposizione le stesse informazioni, anche di natura “privata”, fornite loro dall'emittente stesso. Il debitore, in entrambi i casi, infatti, sarà spinto a fornire tutte le informazioni possibili, visto che da tali fonti deriverà poi il costo del suo finanziamento. Nella fase successiva

dimonitoraggio e di revisione del rating, però, le cose cambiano radicalmente. Infatti, mentre l'agenzia avrà accesso soltanto alle informazioni che contrattualmente il cliente è tenuto a fornirle e a quelle periodicamente richieste per la revisione del rating, la banca potrà usufruire di molte informazioni addizionali che derivano dal rapporto tra banca ed affidato. Tali informazioni aggiuntive le permetteranno di svolgere la cosiddetta «analisi andamentale», ovvero di esaminare elementi quali la gestione dell'impresa da parte del debitore, la gestione dei rapporti con la banca affidante o con l'intero sistema bancario attraverso la Centrale Rischi. Anche questa differenziazione è evidenziata dal Comitato di Basilea che sottolinea: “i rating interni possono incorporare informazioni supplementari sulla clientela che di norma sono fuori della portata delle istituzioni esterne di valutazione del merito creditizio, quali il monitoraggio dettagliato dei conti dei clienti e una maggiore conoscenza delle eventuali garanzie personali e reali”(Comitato di Basilea per la Supervisione delle Banche,1999).

Un'ulteriore differenza che è possibile riscontrare tra i due sistemi di rating è il destinatario dei giudizi. I rating emessi dalle agenzie sono destinati ad informare la grande platea di investitori, quelli prodotti dalle banche, invece, non sono indirizzati a nessun altro se non alla banca stessa. Quindi nel caso di rating interni il soggetto valutatore coincide con il destinatario delle valutazioni (in entrambi i casi l'istituto di credito). Questo ha importanti conseguenze in termini di *disclosure* dell'attività di valutazione del merito creditizio. Mentre le banche, per ovvi motivi di conservazione del vantaggio competitivo acquisito, tenderanno a tenere riservate le informazioni raccolte sull'emittente, le agenzie di rating, assolvendo alla loro funzione di riduzione delle asimmetrie informative, condivideranno i risultati della loro analisi con il mercato.

L'ultima distinzione tra i due sistemi di rating riguarda i diversi incentivi dei soggetti valutatori, rispettivamente banche e agenzie. Queste ultime hanno come obiettivo primario della loro attività la definizione di un giudizio sul merito creditizio di un emittente; tale giudizio, come già evidenziato, è indirizzato agli investitori. Le agenzie, quindi, per garantire la continuità dell'attività svolta, dovranno mantenere e migliorare la loro reputazione. Saranno tanto più credibili e affidabili, e quindi potranno accrescere la loro sfera di affari, quanto più i rating emessi coincidano con l'effettivo merito creditizio del debitore. Le agenzie quindi tenderanno ad attribuire giudizi stabili che riflettano la qualità creditizia dell'emittente nel medio-lungo periodo. Al

contrario, l'obiettivo delle banche nel valutare il merito di credito dell'emittente, non è quello di mantenere la propria reputazione, dal momento che esiste l'identità tra fruitori ed emittenti del giudizio, bensì quello di tutelare il loro investimento. La banca, quindi, non tenderà a produrre rating stabili nel tempo, ma giudizi che siano in grado di riflettere anche le momentanee variazioni del merito creditizio del suo affidato.

In definitiva, riassumendo, a prescindere da quale sistema di rating (esterni o interni) usino le banche, con l'accordo di Basilea 2 il rating diviene uno strumento essenziale per distinguere i debitori con un alto grado di rischio da quelli meno rischiosi, per poi passare alla determinazione del Patrimonio di Vigilanza, quel "cuscinetto" di capitale molto importante ai fini prudenziali.

Tale Patrimonio di Vigilanza viene determinato per classi omogenee di attività a seconda del diverso livello di rating.

Di seguito riportiamo una tabella che mostra la percentuale dell'esposizione corrispondente al Patrimonio di Vigilanza da accantonare in corrispondenza dei diversi livelli di rating assegnati alle imprese corporate (fatturato maggiore di € 50 milioni), alle PMI *corporate* (fatturato minore di € 50 milioni) e alle PMI *retail* (fatturato minore di € 5 milioni ed esposizione minore di € 1 milione).

Come si può notare, grazie alle regole di Basilea 2, gli istituti di credito risparmiano in termini di assorbimento di capitale se affidano un'impresa PMI o *retail*, se utilizzano l'approccio Internal Rating Based, se affidano un'impresa con un rating alto.

Chiaramente questi vantaggi per le banche hanno come diretta contropartita per l'impresa un risparmio sul costo del finanziamento.

FIG. 4 Rating e Patrimonio di Vigilanza

			Percentuale dell'esposizione corrispondente al PATRIMONIO DI VIGILANZA da accantonare (= 8,00% X coefficiente di ponderazione per il rischio)			
RATING	PD	BASILEA 1	METODO STANDARD	CORPORATE	PMI CORPORATE	PMI RETAIL
AAA	0,01%	8,00%	1,60%	0,6%	0,5%	0,2%
AA+	0,02%	8,00%	1,60%	0,9%	0,7%	0,3%
AA	0,03%	8,00%	1,60%	1,2%	0,9%	0,4%
AA-	0,04%	8,00%	1,60%	1,4%	1,1%	0,5%
A+	0,05%	8,00%	8,00%	1,6%	1,3%	0,6%
A	0,06%	8,00%	8,00%	1,8%	1,4%	0,7%
A-	0,10%	8,00%	8,00%	2,4%	1,9%	1,0%
BBB+	0,15%	8,00%	8,00%	3,1%	2,4%	1,3%
BBB	0,28%	8,00%	8,00%	4,3%	3,4%	2,1%
BBB-	0,45%	8,00%	8,00%	5,5%	4,4%	2,8%
BB+	0,52%	8,00%	8,00%	5,9%	4,7%	3,0%
BB	1,16%	8,00%	8,00%	8,3%	6,6%	4,5%
BB-	2,00%	8,00%	8,00%	10,1%	8,0%	5,5%
B+	3,29%	8,00%	12,00%	12,0%	9,5%	6,4%
B	9,31%	8,00%	12,00%	9,3%	15,7%	9,1%
B-	13,15%	8,00%	12,00%	23,0%	19,2%	11,3%
CCC	27,87%	8,00%	12,00%	32,6%	28,9%	19,8%

Tabella tratta da: Lenoci F., Peola S., *Negoziare con le banche alla luce di Basilea 2*, IPSOA, 2004.
Fonte: Risk Management della Banca Monte Paschi di Siena

1.6 Rating prociclici

Le agenzie di rating, nell'attribuire i loro giudizi, hanno l'obiettivo di offrire una valutazione del merito di credito dell'emittente accurata nel tempo; il rating, infatti, ha un valore tanto maggiore quanto più è stabile e riflette un giudizio di lungo periodo, senza essere influenzato dalle fluttuazioni delle performance di breve periodo. Una variazione del livello di rating dovrebbe essere effettuata, quindi, solo nel momento in cui si ritenga improbabile che la situazione, causa della suddetta variazione, sia temporanea.

Il rating assegnato dovrebbe essere un giudizio *through the cycle*, cioè medio sull'intero ciclo, e non elevato se l'impresa vive un periodo positivo, che però con molta probabilità si concluderà a breve, o basso se l'impresa sperimenta un momentaneo stato di difficoltà che si risolverà in tempi stretti. Il giudizio attribuito, insomma, dovrebbe essere indipendente dal ciclo economico e quindi non prociclico, ossia migliore se l'economia tira e peggiore del giustificabile in periodi recessivi.

In uno studio del 2004 pubblicato sul «Journal of Banking and Finance», Altman e Rijken sostengono che le agenzie di rating, nell'attribuire i loro giudizi, si basano su indicatori sul rischio di credito riferiti al lungo periodo. I rating così emessi, quindi, sono sensibili alle variazioni del merito di credito considerate come permanenti, senza che il valore dei giudizi venga influenzato da fluttuazioni momentanee. Il cambiamento del livello del rating è tempestivo e avviene soltanto nel momento in cui la situazione che lo determina è duratura.

Con riferimento ai rating attribuiti alle imprese del mercato americano, nonostante le agenzie sostengano di attribuire giudizi indipendenti dal ciclo economico, cosiddetti *through the cycle*, i rating risultano essere sensibilmente prociclici (Amato, Furfine, 2004). Ciò perché, in ogni caso, le agenzie devono contemperare tempestività e stabilità del rating: da un lato tanto più un rating varia tempestivamente, tanto più aumenta la sua valenza discriminante, dall'altro un rating stabile è più affidabile e abbassa i costi di transazione.

Con riferimento al paragrafo precedente sull'accordo di Basilea 2, la prociclicità del rating influenza in maniera determinante i requisiti di capitale previsti. Nel momento in cui vengano attribuiti rating prociclici, infatti, gli effetti sui requisiti di capitale porterebbero all'exasperazione delle fluttuazioni economiche, visto che anche il

Patrimonio di Vigilanza diverrebbe prociclico, sarebbe più basso del dovuto in periodi di espansione e maggiore di quanto giustificabile in fasi recessive. Uno degli obiettivi di Basilea 3 sarà proprio quello di prevedere accantonamenti anticiclici, in modo tale che il Patrimonio di Vigilanza sia maggiore nelle fasi di crescita e minore nelle fasi di crisi.

CAPITOLO 2

Le Tre Sorelle del Rating

2.1 C'era una volta il rating..

La nascita dell'industria del rating è considerata l'innovazione finanziaria più importante del ventesimo secolo (Ferri, Lacitignola, 2009).

Le agenzie di rating e il loro notevole sviluppo sono, quindi, fenomeni recenti; il primo rating, infatti, risale al 1909 quando John Moody, talentuoso giornalista ed imprenditore americano, offre agli investitori un giudizio sui titoli del comparto ferroviario.

La nascita del rating, dunque, sconta circa tre secoli di ritardo rispetto a quella del mercato obbligazionario e ciò perché alle soglie del XX secolo la stragrande maggioranza delle obbligazioni erano "sovrane" (cioè emesse dallo Stato) o garantite dallo Stato e quindi gli investitori non sentivano l'esigenza del rating assumendo la piena solvibilità dell'emittente (lo Stato) dei loro titoli.

Tuttavia, agli inizi del Novecento, con la crescita del settore industriale privato e con la crescente necessità di finanziamenti per la costruzione di infrastrutture necessarie al supporto dell'industrializzazione, iniziano le emissioni di obbligazioni private, emesse, cioè, da società non pubbliche. Ciò fa nascere un sistema finanziario basato sul mercato e quindi dipendente dalla fiducia, alimentata dall'informazione, degli investitori nei confronti degli emittenti e della loro capacità di adempiere alle obbligazioni assunte. Cruciale diventa quindi il ruolo dell'informazione e del rating, nato proprio, come abbiamo già analizzato, con l'intento di ridurre le asimmetrie informative tra emittenti ed investitori al fine di garantire la tutela degli investitori e il giusto prezzo dei titoli.

Tornando alla storia delle agenzie di rating, la loro attività subisce una graduale e sempre maggiore crescita in tutto il XX secolo grazie allo sviluppo dei mercati finanziari e, verso la fine del secolo, della finanza strutturata. Questa crescita del ruolo, della copertura e dei profitti delle agenzie di rating ed in particolare delle tre sorelle Standard & Poor's, Moody's e Fitch, che da sole detengono il 95% delle quote di mercato, non è esente da criticità e critiche sul loro operato, essendosi poi quest'ultime intensificate con la crisi dei mutui sub-prime del 2007. Secondo il parere di molti, infatti, le tre agenzie sarebbero in parte colpevoli della crisi e del conseguente blocco del mercato, viste le loro scarse performance nella valutazione dei titoli. I più recenti avvenimenti, i declassamenti dei debiti sovrani, sempre più fomentano il dibattito tra gli economisti circa il coinvolgimento delle tre sorelle nella speculazione internazionale, il problema dei conflitti d'interesse e la necessità di una più stringente regolamentazione.

Sembra necessario, quindi, analizzare con maggiore attenzione le tre agenzie e le loro compagini sociali per comprendere i legami, le relazioni pericolose con il mondo dell'industria e della finanza.

Le tre sorelle, infatti, hanno nel loro capitale partecipazioni strategiche di fondi e investitori internazionali e all'interno dei loro consigli di amministrazione siedono personalità legate al mondo delle banche e dell'industria e "vi si ritrovano anche dirigenti di banche che sono state o che sono fortemente esposte nelle operazioni di finanza derivata e strutturata, una considerazione che apre e amplifica i sospetti sulla possibilità di speculazioni nei confronti di paesi fortemente indebitati e che invece dovrebbero essere posti al riparo dagli attacchi degli operatori"(Gila, Miscali, 2012).

Dal momento che i signori del rating, i maggiori azionisti delle tre sorelle, sono un gruppo di fondi di investimento statunitensi sembrerebbe lecito chiedersi se possa funzionare in maniera efficiente ed equa un sistema in cui chi investe sul mercato (i fondi) è anche colui che lo valuta (le agenzie possedute dai fondi).

Riprenderemo l'argomento nei capitoli seguenti, soffermiamoci ora sull'analisi della storia e della compagine sociale delle tre sorelle.

2.2 Standard & Poor's

Le origini dell'agenzia risalgono al lontano 1860, quando Henry Varnum Poor pubblicò *History of Railroads and Canals in the United States*, un volume in cui venivano offerti consigli di investimento ai risparmiatori; l'obiettivo dell'autore, che poi si configurerà come la missione dell'agenzia, sin dalle origini era quello di garantire il "diritto alla conoscenza" tramite la pubblicazione di rating e informazioni circa il rischio dell'emittente delle obbligazioni negoziate sui mercati.

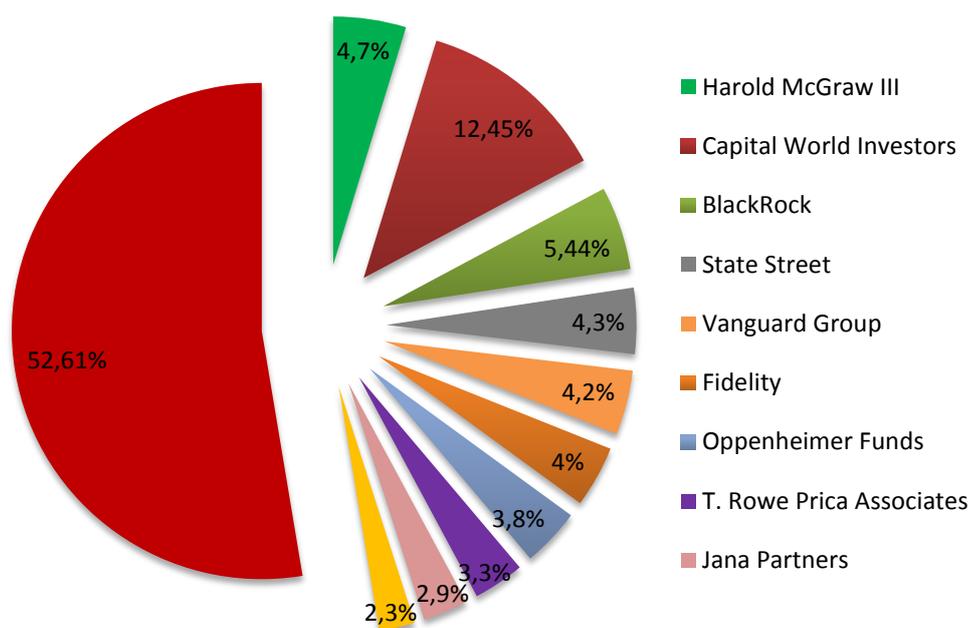
Successivamente nel 1906 nacque la Standard Statistic Bureau, fondata da Luther Lee Blake con lo scopo di offrire informazioni finanziarie sulle imprese americane. Questa stessa società nel 1916 iniziò ad attribuire il rating dapprima alle obbligazioni, in seguito al debito sovrano e, a partire dal 1940, anche alle obbligazioni comunali.

Nel 1941 nacque, infine, Standard & Poor's dalla fusione di Standard Statistics e Poor's Publishing e nel 1966 la società venne acquisita dal gruppo editoriale e di comunicazione McGraw-Hill.

Oggi l'agenzia ha sede a New York ed è quotata a Wall Street.

L'attuale compagine sociale di Standard & Poor's è rappresentata nel grafico sottostante.

FIG. 5 L'assetto proprietario di Standard & Poor's



Fonte: dati Reuters

Come possiamo notare, oltre la metà delle azioni è rappresentata da flottante. Ricordiamo che con il termine flottante si indica il numero di azioni circolanti, emesse da una società, non rappresentative della parte di capitale che costituisce partecipazione di controllo, disponibili per la negoziazione in Borsa².

Tutti gli altri azionisti di Standard & Poor's, a parte Harold McGraw III che attualmente è a capo della McGraw-Hill e da solo detiene il 4,7% delle azioni, sono fondi e investitori istituzionali.

Capital World Investors detiene la partecipazione più rilevante, possiede infatti il 12,45% di Standard & Poor's; BlackRock, State Street, Vanguard e Fidelity hanno quote azionarie importanti, pari rispettivamente al 5,44%, 4,3%, 4,2% e 4%. Gli altri azionisti possiedono quote più basse, Oppenheimer Funds il 3,8%, T. Rowe Price Associates il 3,3%, Jana Partners il 2,9% e Ontario Teachers Pension Price il 2,3%.

Occorre inoltre sottolineare un aspetto fondamentale: circa il 30% delle azioni della McGraw-Hill, la società che possiede Standard & Poor's, è detenuto da alcuni dei fondi, quali Capital World Investors, Black Rock, State Street, Vanguard Group, Fidelity e T. Rowe Price Associates, che sono anche azionisti di Standard & Poor's. Quindi (per coincidenza?) l'assetto proprietario di McGraw-Hill ricalca quasi alla perfezione quello di Standard & Poor's.

Inoltre i vertici delle due società sono legati a realtà bancarie di grande rilievo come Citigroup e a importanti compagnie multinazionali quotate.

Sembra evidente, dunque, il grande rischio legato all'instaurarsi di queste relazioni dalle quali potrebbero scaturire problemi di conflitti d'interesse, fenomeni speculativi, abusi ed illeciti.

²La definizione di flottante è tratta da Borsaitaliana.it

2.3 Moody's

L'agenzia prende il nome dal suo fondatore John Moody che, grazie al talento giornalistico e ad un accentuato spirito imprenditoriale, riuscì ad interpretare per primo le esigenze dei mercati finanziari. Infatti, già nel 1900 la sua società, John Moody & Company pubblicò il *Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities*, un manuale nel quale erano contenute informazioni e statistiche sui titoli (azioni e obbligazioni) emessi dalle istituzioni finanziarie e dal governo e dati riguardanti le imprese che operavano nel campo manifatturiero, alimentare e minerario.

Il testo ebbe enorme successo, presto si diffuse in tutti gli Stati Uniti ma la sua corsa venne arrestata dalla grave crisi finanziaria del 1907. Nonostante ciò, nel 1909 Moody decise di offrire agli investitori un nuovo servizio, avvalendosi dell'innovazione del pony dedicato.

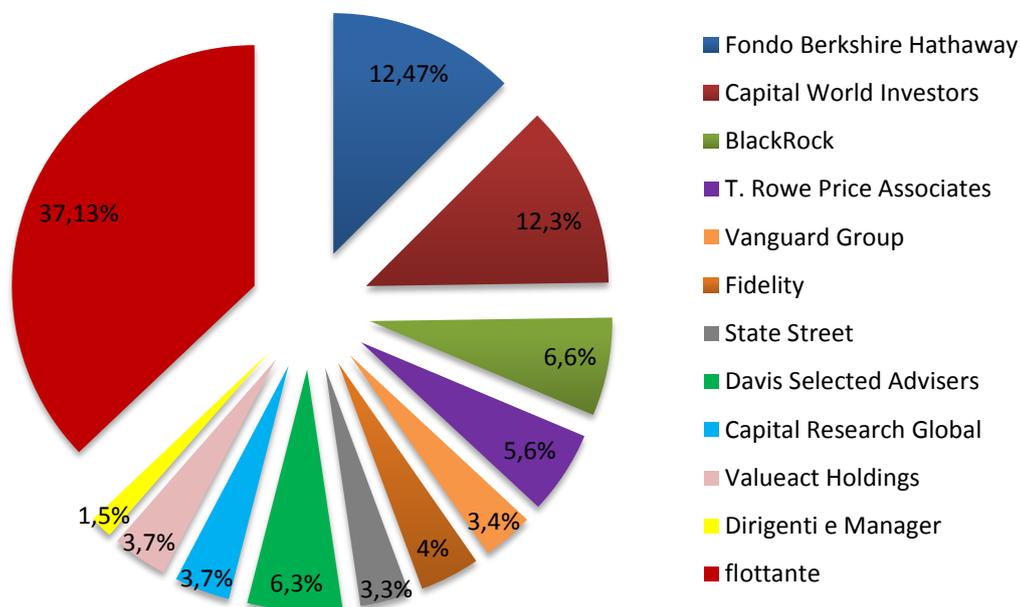
In particolare, decise di andare oltre la mera raccolta e distribuzione di informazioni e scelse di offrire agli investitori un'analisi dei valori dei titoli, assegnando, insomma, un giudizio circa la qualità del titolo stesso. Era nato il rating. I primi giudizi, che si configuravano anche come consigli di investimento, si riferivano ai titoli del comparto ferroviario ed erano espressi tramite simboli alfanumerici.

Negli anni successivi Moody's iniziò ad assegnare il rating anche ai titoli del mercato pubblico, ai titoli delle imprese industriali e di pubblica utilità e alle obbligazioni emesse dai governi locali.

L'agenzia ha sede a New York e dal 1998 è quotata sulla Borsa di New York.

Passiamo ad analizzare l'azionariato dell'agenzia, di cui diamo una rappresentazione grafica nella figura seguente.

FIG. 6 L'assetto proprietario di Moody's



Fonte: dati Reuters

Il maggiore azionista di Moody's con il 12,47% delle quote azionarie è il Fondo Berkshire Hathaway, la holding del magnate statunitense Warren Buffet, famoso per i suoi investimenti miliardari.

Si potrebbe avanzare l'ipotesi che la scelta degli investimenti super redditizi del finanziere sia influenzata anche dall'accesso ad informazioni riservate (Gila, Miscali, 2012).

Passando poi agli altri azionisti di Moody's, ritroviamo (casualmente?) gli stessi fondi proprietari di Standard & Poor's: Capital World Investors con il 12,3%, BlackRock con il 6,6%, T. Rowe Price Associates con il 5,6%, Vanguard Group con il 3,4%, Fidelity con il 4% e State Street con il 3,3%.

Le altre quote azionarie sono infine possedute per il 6,3% da Davis Selected Advisers, per il 3,7% da Capital Research Global, per il 3,7% da Valueact Holdings, per l'1,5% dai dirigenti e manager aziendali, mentre la restante parte è rappresentata da flottante.

Osservando, quindi, la compagine azionaria di Moody's e confrontandola con quella di Standard & Poor's risalta immediatamente agli occhi che i grandi azionisti delle due agenzie di rating più potenti e più temute sono un gruppo di fondi di investimento istituzionali americani e cioè Capital World Investors, BlackRock , T. Rowe Price Associates , Vanguard Group e State Street.

Quindi i proprietari delle due agenzie sono anche coloro che investono sul mercato e questo fa nascere non pochi dubbi circa la "purezza" e l'"onestà" del sistema.

Anche tra i vertici aziendali di Moody's, come già visto in Standard & Poor's, troviamo personaggi di grande potere le cui relazioni spaziano dal mondo bancario a quello industriale e in particolare delle compagnie multinazionali. Senz'altro però la personalità più di rilievo è proprio Warren Buffet, il grande finanziere multimilionario che, chiamato come testimone nel giugno del 2010 davanti alla «Financial Crisis Inquiry Commission» sulle responsabilità delle agenzie di rating, ha sostenuto che tutti avevano sbagliato, anche le agenzie di rating, perfino Moody's stessa, ma non più di tutti gli altri e ha affermato, tra le altre cose, "io non mi affido mai alle valutazioni delle agenzie quando effettuo un investimento"(Roveda, 2010). Su quest'ultima affermazione è lecito porsi delle dubbi visto che Warren Buffet, grande investitore, è l'azionista di maggioranza proprio di un'agenzia, Moody's, che valuta la qualità degli investimenti.

2.4 Fitch

Il padre fondatore di Fitch è John Knowles Fitch, il quale, nel 1913 costituì la società Fitch Publishing Company che iniziò a pubblicare informazioni e statistiche di tutti i titoli quotati sulla Borsa di New York.

Il prestigio di Fitch crebbe negli anni successivi insieme alla sua attività, la quale, negli anni novanta si estese a tutti i settori, anche a quello della finanza strutturata.

Nel 1997 Fitch si fuse con IBCA Limited e venne quindi acquisita da Fimalac, una holding anglofrancese che controllava IBCA dal 1992. Le fusioni continuarono, nel 2000 Fitch acquisì altre due agenzie, Duff & Phelps Credit Rating Co. e Thomson

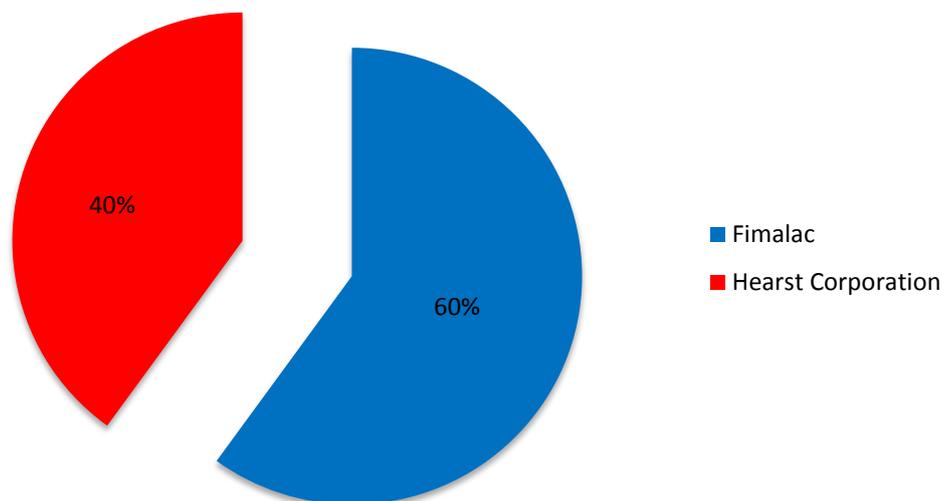
BankWatch, e ciò le consentì di incrementare la propria quota di mercato, offrendo il servizio di rating su scala globale.

Fitch ha due sedi principali, una a New York e l'altra a Londra, anche se il cuore dell'agenzia è a Parigi, ed è una società non quotata, per questo meno visibile delle altre due sorelle.

Quest'ultimo aspetto, il fatto che non sia quotata, potrebbe essere uno dei motivi per i quali Fitch abbia una quota di mercato inferiore a Moody's e Standard & Poor's.

La sua compagine sociale è mostrata nel grafico seguente.

FIG.7 L'assetto proprietario di Fitch



Fonte: dati Reuters

Come si evince dalla figura, Fitch non è partecipata da fondi di investimento, al contrario delle altre due sorelle; la partecipazione di controllo è in mano a Fimalac, una società francese quotata sulla Borsa di Parigi e molto diversificata nei settori finanziario e immobiliare, mentre Hearst Corporation, gruppo editoriale americano, detiene il restante 40% delle quote azionarie.

La circostanza che Fitch non sia posseduta da fondi di investimento non è un fattore da trascurare, infatti è plausibile che i fondi di investimento azionisti di Standard & Poor's e di Moody's spingano sulle società papabili per i loro investimenti affinché queste ottengano il rating proprio dalle agenzie di cui sono proprietari. Questo giustificerebbe ulteriormente la fattispecie per cui Fitch ha una quota di mercato sensibilmente inferiore alle altre due sorelle, che potremmo definire gemelle vista la sovrapposibilità degli assetti proprietari.

Nonostante la minor quota di mercato e quindi il minor fatturato, la terza sorella ha un ruolo strategico, in quanto è certamente l'agenzia globale più europea visto che la partecipazione di controllo è detenuta da una società francese i cui vertici hanno relazioni con grandi società europee.

Lasciando per il momento il tema molto spinoso delle relazioni pericolose o quantomeno ambigue esistenti tra le tre sorelle e il mondo della finanza e dell'industria, affrontiamo nel seguente paragrafo il problema, altrettanto delicato, delle frequenti scarse performance dei rating emessi e soprattutto dei rating revisionati dalle agenzie.

2.5 Retare il rating

La performance delle agenzie di rating, soprattutto nei casi di revisione del rating a seguito dell'emissione del giudizio, in diverse occasioni sono risultate a dir poco deludenti.

Basti pensare ai casi di Enron (2001), di Parmalat (2002), della crisi asiatica (1997) e della crisi finanziaria del 2007. In tutti questi esempi, il declassamento delle agenzie di rating è pervenuto con enorme ritardo, quando ormai lo stato crisi era ampiamente evidente.

Consideriamo le attenuanti del caso. Il declassamento di un titolo può avere, e generalmente ha, effetti molto importanti sul costo del finanziamento per l'impresa,

sulla sua reputazione, e non solo. Per questi motivi, un'agenzia di rating, prima di procedere al *downgrading*, soprattutto nel caso in cui tale declassamento comporti il passaggio del titolo dalla classe *investment grade* a quella *non investment grade*, svolge (o dovrebbe svolgere) un'accurata analisi per valutare se le circostanze che determinano il deterioramento del merito di credito dell'emittente siano durature o temporanee.

Il declassamento avverrà allora solo nel caso in cui l'agenzia riscontri che il deterioramento del merito di credito sia permanente. Insomma, nel procedere al *downgrading*, l'agenzia di rating deve operare e valutare con cautela, considerando anche le reazioni del mercato al declassamento.

Un altro aspetto da tenere in considerazione è certamente il problema della raccolta di informazioni nella fase che segue l'emissione del rating, ossia nel periodo del monitoraggio. Infatti, in caso di prima emissione del rating, l'agenzia sarà facilitata nella raccolta di informazioni che, molto presumibilmente, le verranno fornite con generosità dal management dell'impresa emittente. Nel periodi successivi potrebbe non essere più così e i costi per la raccolta delle informazioni e per l'analisi delle stesse a carico dell'agenzia potrebbero aumentare di molto. Di conseguenza, in tali condizioni, i *downgrading* e gli *upgrading* risulterebbero molto meno accurati dell'iniziale emissione del giudizio (Ferri, Lacitignola, 2009).

Pur prendendo atto di tutte le difficoltà che le agenzie sono chiamate ad affrontare nelle fasi di monitoraggio e conseguente eventuale revisione del rating, ciò non giustifica in molti casi la loro imperizia nella valutazione dei titoli.

Molti sostengono, tra l'altro, che il contenuto informativo offerto dal rating non sia superiore a quello del mercato, e cioè che il rating non aggiunga nulla che il mercato già non sappia. Infatti, un'impresa con la tripla A non andrà quasi certamente in default, ma il mercato ne sarebbe a conoscenza anche senza l'agenzia. D'altra parte, però, se l'agenzia declassa il titolo di un emittente che successivamente fallisce, il default potrebbe essere stato causato proprio dall'agenzia. Anche in questa circostanza l'agenzia non aggiunge nessuna informazione ma causa il default.

Possiamo affermare che, tipicamente, un *downgrading* o un *upgrading* andranno a migliorare o complicare la situazione che l'impresa vive, determineranno, cioè, l'exasperazione della situazione esistente.

Questo preoccupa soprattutto nel caso in cui l'impresa emittente viva un periodo di crisi di illiquidità. Se, infatti, in tale periodo di crisi momentanea, il titolo subisse un declassamento, l'impresa avrebbe maggiori difficoltà ad ottenere finanziamenti e quindi la crisi temporanea potrebbe, a causa del *downgrading*, trasformarsi in crisi permanente e comportare il fallimento dell'emittente.

Da questo semplice esempio, si evince la grande influenza che il giudizio emesso dalle agenzie ha sul destino delle imprese; tale riflessione potrebbe essere traslata, con effetti molto più devastanti, ai governi. Uno Stato che subisca il declassamento dei propri di titoli del debito in un momento di illiquidità, potrebbe andare incontro al rischio di fallimento.

Analizziamo ora la scarsa performance delle agenzie di rating più potenti sul mercato, e cioè Standard & Poor's e Moody's, nella valutazione dei titoli di grandi società protagoniste di mega-fallimenti. Esiste uno schema tipico dietro il default dei grandi colossi societari. In tutti i casi si riconosce infatti la presenza di supposti campioni che riescono a convincere il mercato ad investire ingenti somme di capitale per l'acquisto dei loro titoli e poi, a posteriori, si dimostrano essere dei veri e propri bidoni. In genere a seguito di queste "improvvisate" situazioni di bancarotta vengono alla luce falsificazioni di dati di bilancio e si scopre che dietro ai generosi dividendi distribuiti agli azionisti, vi erano solo schemi Ponzi. Questa pratica, considerata come reato in molti paesi, prevede continue raccolte di fondi da nuovi investitori; tali nuovi fondi, però, non vanno a finanziare attività produttive o finanziarie, bensì servono soltanto a remunerare i finanziatori precedenti. Questo schema è destinato a concludersi con ingenti perdite per la maggioranza degli investitori, visto che il capitale raccolto di fatto non viene investito e quindi non produce nessun interesse o rendita.

Questo tipico schema di mega-fallimento può essere rintracciato in moltissime esperienze societarie, soprattutto americane, per esempio Enron e WorldCom, ma anche italiane, primi fra tutti i casi Cirio e Parmalat.

Torniamo però alle agenzie di rating e vediamo, facendo qualche esempio supportato da dati, quale sia stata la loro performance nella valutazione dei titoli di Enron, la più grande società al mondo nel settore dell'energia, e di WorldCom, una delle più importanti imprese nel campo delle tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni, a pochi giorni dalla bancarotta di tali società.

Di seguito riportiamo due tabelle, tratte da un documento pubblico dell'agenzia di rating Egan-Jones del 2002³, che ci mostrano le revisioni dei rating operate dall'agenzia stessa a confronto con quelle di Standard & Poor's e Moody's.

Come possiamo notare dall'analisi delle tabelle, le due agenzie di rating più potenti sul mercato assegnavano al colosso Enron un rating *investment grade* fino a pochissimi

giorni prima della sua bancarotta,

mentre l'agenzia di rating minore Egan-

Jones, riconosciuta

come NRSRO

soltanto nel 2007,

aveva declassato

Enron già molti

mesi prima.

Riscontriamo un

notevole ritardo,

sempre da parte di

Standard & Poor's e

Moody's anche nel

caso di WorldCom

(FIG.9).

Anzi, in questa

circostanza, il loro

ritardo rispetto al

declassamento

operato da

Egan-Jones è ancora più significativo.

Insomma questi due esempi ci dimostrano come le performance delle agenzie di rating più potenti sul mercato non siano state spesso brillanti.

FIG.8 Rating di Enron a confronto

Enron's Senior Unsecured Ratings

<u>Date</u>	<u>Egan-Jones*</u>	<u>S&P</u>	<u>Moody's</u>
4/19/2001	BBB+	BBB+	Baa1
→6/27/2001	BBB	BBB+	Baa1
→8/15/2001	BBB/ BBB-	BBB+	Baa1
10/16/2001	BBB/ BBB-	BBB+	Baa1 (neg.)
10/23/2001	BBB-	BBB+	Baa1 (neg.)
10/24/2001	BBB-/ BB+	BBB+	Baa1 (neg.)
10/26/2001	BB+	BBB+	Baa1 (neg.)
10/29/2001	BB+/ BB	BBB+	Baa2 (neg.)
10/31/2001	BB+/ BB	BBB+	Baa2 (neg.)
11/1/2001	BB	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
11/6/2001	BB	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
11/7/2001	BB-/ B-	BBB (neg.)	Baa2 (neg.)
11/9/2001	BB	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
11/21/2001	BB/ BB-	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
11/26/2001	BB-/ B+	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
11/28/2001	B+/ B-	BBB- (neg.)	Baa3 (neg.)
11/28/2001	C/ D	B-	B2 (neg.)
11/29/2001	D	B-	B2 (neg.)
11/30/2001	D	CC (neg.)	B2 (neg.)
12/3/2001	D	D	Ca

* Current and projected ratings

Fonte:<http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/040203se.pdf>

³Tabelle reperibili all'indirizzo <http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/040203se.pdf>

FIG.9 Rating di WorldCom a confronto

WorldCom's Senior Unsecured Ratings

The bold indicates non-investment grade

<u>Date</u>	<u>Egan-Jones*</u>	<u>S&P</u>	<u>Moody's</u>	<u>Action</u>
11/1/2000	A- (neg. watch)	A-	A3	EJR issued neg. watch (A-)
11/ 3/00	A- (neg. watch)	A- (neg. watch)	A3	S&P issued a neg. watch (A-)
11/17/2000	BBB+ (neg. watch)	A- (neg. watch)	A3	EJR cut A- to BBB+ (neg. watch)
2/8/2001	BBB	A- (neg. watch)	A3	EJR cut BBB+ to BBB
2/27/01	BBB	BBB+	A3	S&P cut A- to BBB+
6/25/2001	BBB-	BBB+	A3	EJR cut BBB to BBB-
7/26/2001	BB+ (neg. watch)	BBB+	A3	EJR cut BBB- to BB+ (neg watch)
1/29/2002	BB (neg. watch)	BBB+	A3	EJR cut BB+ to BB (neg watch)
2/ 7/02	BB- (neg. watch)	BBB+	A3	EJR cut BB to BB- (neg watch)
2/ 7/02	BB- (neg. watch)	BBB+	A3 (neg. watch)	Moody's issued a neg. watch (A3)
2/19/2002	B+	BBB+	A3 (neg. watch)	EJR cut BB- to B+
4/12/02	B+	BBB+ (neg. watch)	A3 (neg. watch)	S&P issued a neg. watch (BBB+)
4/22/02	B+	BBB	A3 (neg. watch)	S&P cut BBB+ to BBB
4/23/02	B	BBB	A3 (neg. watch)	EJR cut B+ to B
4/23/02	B	BBB	Baa2	Moody's cut A3 to Baa2
4/25/2002	B-	BBB	Baa2	EJR cut B to B-
5/ 9/02	B-	BBB	Ba2	Moody's cut Baa2 to Ba2
5/10/02	B-	BB	Ba2	S&P cut BBB to BB
6/14/2002	B- (neg. watch)	BB	Ba2	EJR issues neg. watch
6/17/02	B- (neg. watch)	B+	Ba2	S&P cut BB to B+
6/20/02	CCC (neg. watch)	B+	Ba2	EJR cut B- to CCC (neg. watch)
6/20/02	CCC (neg. watch)	B+	B1	Moody's cut Ba2 to B1
6/26/02	D	B+	B1	EJR cut CCC to D
6/26/02	D	CCC-	B1	S&P cut B+ to CCC-
6/26/02	D	CCC-	Ca	Moody's cut B1 to Ca
7/ 1/02	D	CC	Ca	S&P cut CCC- to CC
7/17/02	D	D	Ca	S&P cut CC to D

Fonte:<http://archives.financialservices.house.gov/media/pdf/040203se.pdf>

D'altra parte, anche nel 2003, a pochi giorni dalla bancarotta, le obbligazioni Parmalat erano valutate BBB- e migliaia di ignari investitori in un attimo hanno perso tutti i loro risparmi. Purtroppo gli errori delle agenzie di rating non si fermano qui. Nel settembre del 2006, infatti, due aziende semigovernative americane specializzate in mutui, Fannie Mae e Freddie Mac, avevano chiesto un intervento pubblico, una vera e propria nazionalizzazione, realizzata con oltre 200 miliardi di dollari dei contribuenti americani, per tentare di salvarsi dal fallimento. Le agenzie di rating, tuttavia, anche in questo caso, erano ignare di tutto; le due aziende erano valutate, infatti, con il rating più alto, la tripla A.

Poco tempo dopo, una delle più importanti banche americane, la Lehman Brothers, dichiarava bancarotta e fino a poche ore prima le era assegnata un rating molto buono, A. Anche in questo caso le agenzie non si erano accorte di nulla.

Come si sono difese le agenzie di rating di fronte alle innumerevoli accuse che sono state rivolte loro a causa degli evidenti errori commessi? La loro autodifesa è morbida, tipicamente si limitano ad affermare che i loro giudizi non sono previsioni, ma mere opinioni sulla situazione attuale dell'azienda, e non sugli sviluppi futuri che dipendono dalle fluttuazioni di mercato. Torneremo sul problema delle responsabilità delle agenzie e dei loro sistemi di difesa nel capitolo 3.

Lo schema di sotto riassume gli errori storici e più eclatanti delle agenzie di rating.

FIG.10 Gli errori delle agenzie

Gli errori "storici" delle agenzie di rating		
Azienda / Ente / Investimento	Data	Valutazione assegnata
Lehman Brothers	Settembre 2008	A2, A, A+
Fannie Mae / Freddie Mac	Settembre 2008	AAA
Parmalat	Dicembre 2003	BBB-
Enron	Dicembre 2001	Baa1
Bond Argentina	Dicembre 2000	B1, BB

Fonte: Barolini Andrea, 2009,
Standard & Co., le grandi declassate

2.6 Le agenzie di rating nella crisi finanziaria mondiale

Le tre sorelle del rating, Standard & Poor's, Moody's e Fitch hanno giocato un ruolo determinante durante la recente crisi finanziaria che dal settore dei mutui sub-prime si è

estesa a tutti gli ambiti dell'economia. Le agenzie, infatti, non sono riuscite a mettere in allerta gli investitori della situazione difficile che i loro clienti stavano vivendo e anzi hanno contribuito alle perdite subite dagli investitori valutando, nella stragrande maggioranza dei casi, con la tripla A o comunque con un rating *investment grade* titoli tossici.

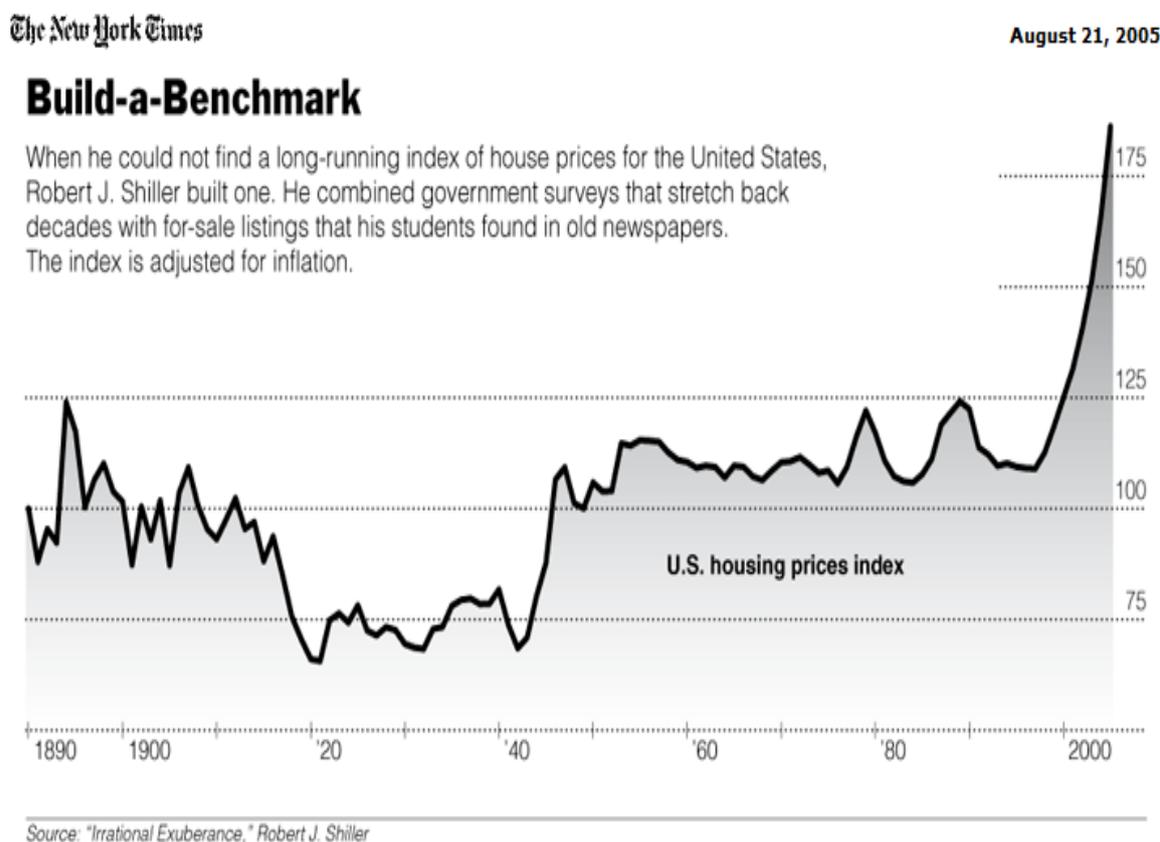
Cerchiamo, nell'ottica di comprendere meglio il ruolo del rating durante crisi, di riepilogare in maniera riassuntiva cosa è accaduto all'economia mondiale negli ultimi anni.

I primi segnali di difficoltà del sistema finanziario americano sono riscontrabili già a partire dal 2001, tuttavia, nel periodo che va da marzo 2007 a settembre 2008 la situazione peggiora notevolmente, molte istituzioni finanziarie per lo più americane ma anche inglesi vivono momenti di forte difficoltà per i quali vengono previste delle politiche di salvataggio ad hoc. Nel settembre del 2008 il fallimento di una delle banche più importanti degli Stati Uniti, la Lehman Brothers, determina l'inizio della crisi vera e propria, il collasso della fiducia e il contagio globale. Nei mesi seguenti e per tutto il 2009 si intensifica la crisi di liquidità del sistema con il collasso dei mercati obbligazionari, azionari e soprattutto interbancari. A questa crisi hanno contribuito diversi fattori, alcuni comuni a tutte le crisi finanziarie, come per esempio la veloce espansione del credito in seguito a politiche monetarie espansive che, tra le altre cose, facilitano la nascita di bolle speculative, o il forte aumento del valore delle azioni non accompagnato dalla corrispondente crescita degli *assets* della società emittente. Altri fattori che hanno caratterizzato questa crisi sono, invece, non tradizionali, ma specifici del contesto finanziario in cui tale crisi è nata. Esempi di questi fattori sono, anzitutto, l'eccessiva e senza precedenti espansione del credito attraverso la concessione di prestiti a controparti assolutamente non meritevoli, la forte finanziarizzazione dell'economia, le valutazioni errate delle società di rating a causa della mancanza di esperienza e competenza soprattutto nell'analisi dei prodotti di finanza strutturata, il modello bancario OTD (Originate to Distribute), le innumerevoli cartolarizzazioni.

Tutto è cominciato con la concessione molto generosa da parte della maggior parte degli istituti bancari americani di mutui per l'acquisto di abitazioni a clienti con un alto profilo di rischio di insolvenza. A tal proposito Chuck Prince, che all'epoca della crisi era il Chief Operative Officer di Citigroup, in un'intervista al *Financial Times* del luglio

2007 ha giustamente affermato che “Quando la musica si interrompe, in termini di liquidità, le cose diventano complicate. Ma finché c’è la musica devi alzarti e ballare”, e così hanno fatto tutte le banche. Il mercato immobiliare era in fortissima crescita all’epoca e quindi, in maniera assolutamente non prudente, le banche concedevano a tutti mutui garantiti da ipoteca sull’abitazione, credendo di rifarsi, qualora il debitore non fosse stato in grado di ripagare il mutuo, sul valore dell’abitazione, che sembrava in costante crescita. Il grafico sottostante mostra, per l’appunto, l’andamento del valore delle abitazioni americane dal 1890 ad oggi. Il professore Robert J. Shiller dell’università di Yale, autore di tale grafico, riportato all’interno del suo testo *Irrational Exuberance* (2006) e ripreso dal «New York Times», si è molto occupato della bolla speculativa e ha prodotto un indice dei prezzi delle abitazioni americane che, come possiamo notare, ha il suo massimo picco negli anni 2006 e 2007.

FIG.11 Il mercato immobiliare americano dal 1890 ad oggi



Fonte: Irrational Exuberance, R.J. Shiller.

Ma in che modo dal settore immobiliare americano è riuscita ad innestarsi una reazione a catena che ha coinvolto l'intera economia mondiale?

Il problema è che questi mutui non sono rimasti nei portafogli delle banche che li avevano concessi ma hanno fatto letteralmente il giro del mondo attraverso le cartolarizzazioni. I mutui, cioè, sono diventati titoli e sono stati acquistati da altre banche ma anche da fondi comuni di investimento, e, quindi, di fatto sono stati sottoscritti da comuni risparmiatori, sempre attraverso il canale delle cartolarizzazioni. Nel frattempo il mercato immobiliare cresceva sempre più a causa dei comportamenti speculativi degli operatori. In questo modo si è creata un'enorme bolla speculativa destinata a scoppiare. E così è stato. Il valore delle case in brevissimo tempo è sceso incredibilmente, i debitori sub-prime non erano in grado di ripagare il mutuo, i titoli emessi sul mercato a seguito delle cartolarizzazioni non valevano più nulla. L'intero mercato creditizio è stato colpito da una fortissima crisi di liquidità. La maggior parte delle società veicolo sono fallite e insieme a loro molti fondi di investimento e istituti bancari.

Tutto ciò ha determinato il crollo della fiducia sui mercati e sull'interbancario, che si è bloccato. Le banche, infatti, non si fidavano più delle altre banche e nessun istituto di credito concedeva prestiti agli altri. I meccanismi che regolano il sistema finanziario erano totalmente bloccati.

A fine 2007, la Federal Reserve, con l'obiettivo di fermare gli effetti della crisi sull'economia reale, costituisce la Term Auction Facility. Attraverso tale organismo la FED intendeva consentire alle banche la possibilità di prendere a prestito a scadenza di un mese anonimamente. Grazie a questo sistema il mercato interbancario inizialmente si riprende ma la crisi è troppo importante e grave per poter essere contrastata con questo debole escamotage. L'anno successivo, infatti, il 2008, segna un drastico cambiamento della finanza mondiale. La figura seguente mostra i principali protagonisti degli eventi accaduti nel 2008.

Approfondiamo alcuni di questi casi.

Nel mese di marzo, Bear Stearns, la banca di investimento che più si era esposta nella cartolarizzazione dei mutui sub-prime, viene acquistata, grazie all'aiuto della FED che riteneva tale banca troppo interconnessa all'interno del sistema finanziario, per lasciarla fallire, da JP Morgan Chase. Nel settembre dello stesso anno, invece, un'altra

importante banca di cui abbiamo già parlato, la Lehman Brothers viene lasciata fallire e ciò determina il contagio della crisi a livello mondiale, a causa delle relazioni che la banca aveva con altre controparti in tutto il mondo. Sempre nel mese di settembre, come abbiamo già evidenziato nel paragrafo precedente, le due aziende semigovernative, colossi del settore immobiliare, Fannie Mae e Freddie Mac vengono nazionalizzate. Lo stesso destino tocca ad un altro colosso, questa volta nel campo assicurativo, AIG, che aveva operato nel settore dei CDS.

FIG.12 Fallimento, salvataggio e nazionalizzazione

Il caso più “mediatico” della crisi riguarda, però, la banca inglese Northern Rock, specializzata nell’erogazione di mutui, e risale al settembre 2007 quando vennero a formarsi, davanti alle filiali di tale istituto di credito, interminabili code di depositanti che chiedevano indietro i loro risparmi, una vera e propria corsa agli sportelli. La

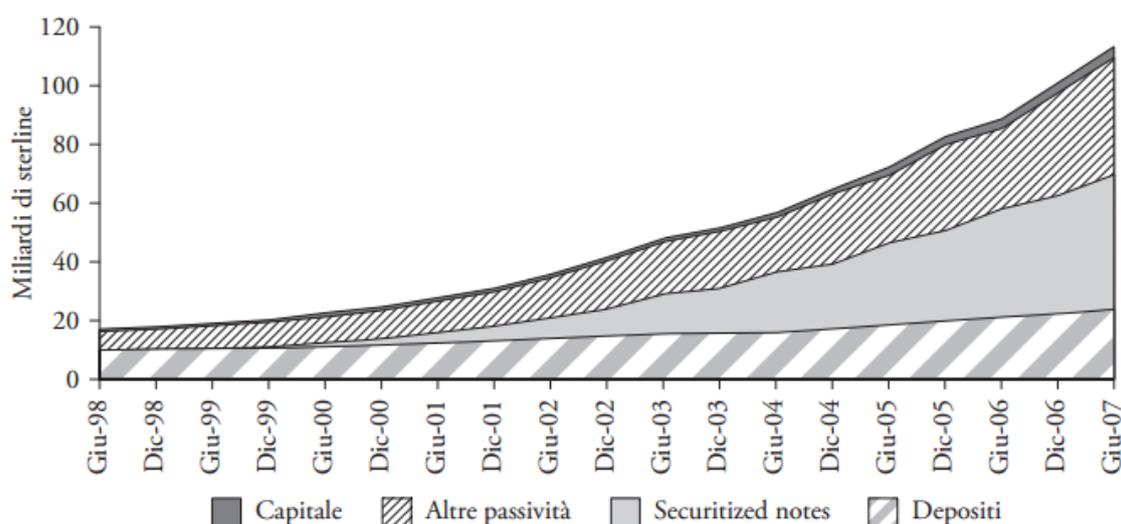


Fonte: www.bbc.co.uk

banca fu poi nazionalizzata nel febbraio 2008. Secondo Shin (Shin, 2009) le cause della crisi della Northern Rock non devono essere ricondotte al panico dei risparmiatori, quanto alla struttura del passivo della banca, essendo quest’ultimo costituito da depositi solo per il 20% circa, e all’eccessivo grado di indebitamento. Northern Rock non era coinvolta nei “traffici” dei mutui sub-prime ma attingeva agli stessi finanziamenti a breve e quindi l’esaurimento delle risorse di liquidità ha provocato anche la sua crisi.

La corsa agli sportelli, insomma, deve essere considerata non come il fattore che ha scatenato la crisi ma come un evento successivo. Il grafico sottostante mostra la composizione del passivo di Northern Rock dal giugno 1998 al giugno 2007. Come è possibile notare, negli anni è fortemente aumentata la quota di *securitized notes*, titoli con scadenza medio-lunga, mentre è rimasta quasi costante la quota di depositi. “Molte analisi del caso Northern Rock condividono l’opinione che sia stato l’utilizzo massiccio di *securitized notes* a rendere il modello di business della banca inusuale e il suo bilancio poco standard. In altre parole, ritengono che il processo di cartolarizzazione sia il vero responsabile della crisi della banca. In realtà, questi titoli emessi da Northern Rock avevano una scadenza medio-lunga, in media pari a circa un anno. A differenza dalle cartolarizzazioni americane in cui *special purpose entities* erano considerati emittenti separati dalla banca che erogava il credito (cioè veicoli fuori bilancio), le regole contabili con cui Northern Rock operava comportavano che questi veicoli speciali venissero consolidati nel bilancio; in questo senso, la rapida crescita del bilancio di Northern Rock è soprattutto il riflesso del regime contabile applicato, combinato naturalmente al flusso dei nuovi crediti che venivano creati” (Bortolotti, Shin, 2009).

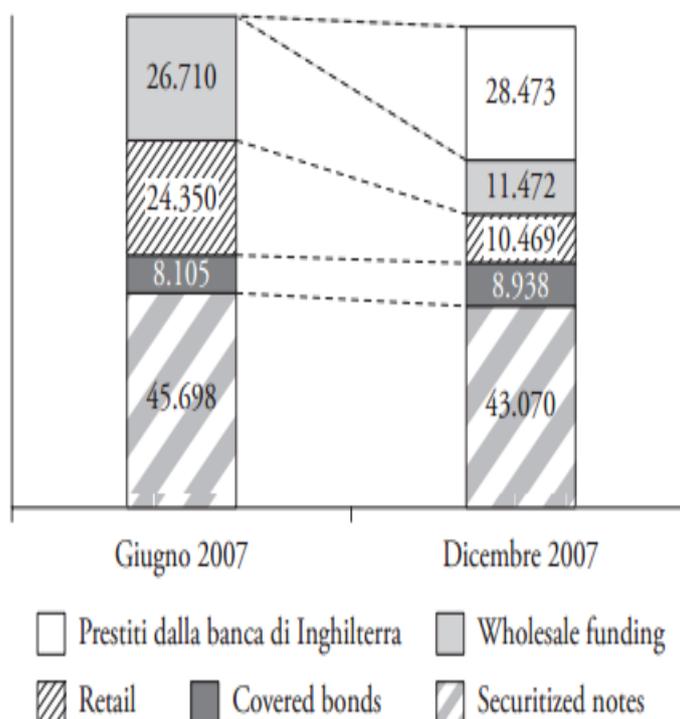
FIG.13 La composizione del passivo di Northern Rock (giugno 1998-giugno 2007)



Fonte: Da *Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne* Bortolotti, Shin, 2009

Il grafico di fianco, sempre con riferimento alla Northern Rock, mostra la composizione del passivo della banca prima e in seguito alla crisi. I depositi si sono fortemente ridotti, così come la raccolta all'ingrosso e la loro riduzione è stata compensata dal prestito ottenuto dalla Banca d'Inghilterra; le quote di *covered bonds* e *securitized notes* sono invece rimaste quasi invariate.

FIG.14 La composizione del passivo prima e dopo la crisi



Fonte: Northern Rock annual report 2007

Tornando agli effetti della crisi dopo questo breve excursus sul caso Northern Rock; in totale, a ottobre 2008 il mercato azionario aveva perso più di 8 trilioni di dollari rispetto all'ottobre dell'anno precedente. Il Tesoro americano, nel tentativo di trovare una soluzione, vara un piano di salvataggio da 700 miliardi di dollari, poi aumentati a 1000 miliardi con il governo Obama.

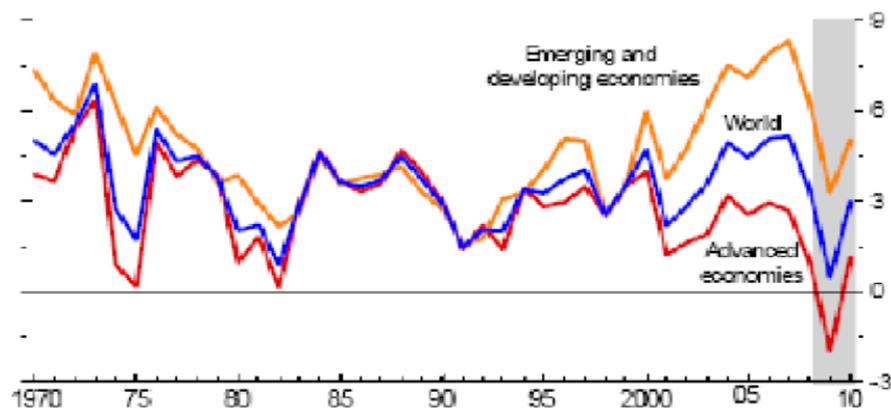
Molti governi, dunque, non solo quello americano, sono dovuti intervenire sul momento per salvare istituzioni finanziarie in crisi e negli anni seguenti per tentare di far ripartire l'economia attraverso l'adozione di, possiamo dire, politiche keynesiane, le stesse che erano state utilizzate per uscire dalla crisi del '29.

La crisi ha infatti determinato la fuga degli operatori dal mercato, la vendita delle attività finanziarie e la contrazione degli impieghi, contribuendo a paralizzare l'economia reale, che rappresenta le fondamenta della "piramide della finanza" al cui vertice troviamo le attività finanziarie. Al momento della crisi tale piramide appariva completamente ribaltata visto che il volume monetario delle attività finanziarie era migliaia di volte superiore di quello delle attività reali sottostanti (Manzocchi, 2009).

Se gli Stati non fossero intervenuti e non stessero intervenendo ancora oggi con politiche ad hoc per far ripartire i consumi, gli investimenti e la produzione, il mercato,

da solo, non ce la farebbe. Gli effetti della crisi, dalla quale ancora oggi non siamo definitivamente usciti, sono stati devastanti, con forti perdite del PIL, come ci mostra la figura di sotto che riporta le stime del Fondo Monetario Internazionale.

FIG.15 Gli effetti della crisi sul PIL



Fonte: IMF Staff Estimates

Ma veniamo al ruolo svolto dalle agenzie di rating durante la crisi. I rating inizialmente favorevoli emessi dalle tre sorelle sui titoli nati dal processo di cartolarizzazione dei mutui sub-prime hanno avuto un ruolo determinante nella vendita di tali di titoli. Tali giudizi positivi hanno, infatti, incoraggiato le istituzioni finanziarie regolamentate ma anche tutti gli altri investitori ad investire in questi titoli. In pratica tutti gli investitori si sono fidati ciecamente delle agenzie di rating senza rendersi conto che dietro quei titoli che promettevano guadagni sicuri in realtà non c'era nulla. Come riportato all'interno della *Proposta di regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alle agenzie di rating*, nel Dossier del Servizio degli Affari europei e internazionali del 2009, "la crisi finanziaria ha portato allo scoperto le carenze dei metodi e modelli utilizzati dalle agenzie di rating del credito; carenze dovute in buona misura al carattere oligopolistico del mercato entro cui le suddette agenzie operano e alla conseguente mancanza di incentivi a competere sulla qualità dei rating prodotti".

Le agenzie sono state accusate sia perché ad ogni passaggio degli innumerevoli processi di cartolarizzazione hanno valutato troppo positivamente quei titoli che in realtà erano tossici, sia per il forte ritardo con cui i rating sono stati aggiornati. Con riguardo al primo aspetto, e cioè ai rating eccessivamente positivi assegnati, si è

riscontrato che nel caso dei mutui sub-prime e nelle successive cartolarizzazioni “magicamente” il rischio spariva. Secondo il Fondo Monetario Internazionale degli 1,2 trilioni di dollari di mutui sub-prime emessi a fine 2007, il 75% era stato cartolarizzato e di questo 75% l’80% aveva ricevuto la tripla A. Quindi il 60% del credito a forte rischio era stato trasformato, con l’aiuto delle agenzie di rating, in titoli sicuri. Tra l’altro le agenzie di rating hanno contribuito alla strutturazione dei titoli, che poi si sono rivelati tossici, e a questi titoli, cosiddetti “salsiccia”, (Riolfi, 2010) quasi meccanicamente veniva attribuita la tripla A.

Al contrario, le agenzie “avrebbero dovuto comprendere ciò che per l’investitore non era comprensibile nella costruzione dei titoli strutturati quando erano chiamate a esprimere un giudizio. Ma erano affette da un istituzionale conflitto di interessi, essendo incaricate e remunerate dall’emittente stesso. Non è la nuova finanza o la finanza creativa la vera ragione della crisi del sistema, ma il mancato apprezzamento del rischio insito nelle operazioni finanziarie. L’opacità, il carattere occulto del rischio, spesso trasferito a carico di altri soggetti, ha propagato in modo incontrollato la crisi. Una miscela esplosiva costituita da un approccio fideistico nell’efficienza dei mercati finanziari e nella loro capacità di autoregolamentazione; una mancata percezione in sé del rischio dei prodotti della nuova finanza; un approccio arrogante degli operatori che presuntuosamente si sono ritenuti in grado di valutare i propri rischi e di tenerli sotto controllo paludati dai modelli di *corporate governance*; un’accettazione senza riserve dei *toxic assets*; la «licenza di indebitamento» senza limiti attraverso un uso della leva del debito ad ogni livello dalle famiglie, agli intermediari, alle imprese; l’incapacità dei sistemi contabili e di vigilanza di cogliere le criticità anche per i limiti territoriali di azione da parte delle autorità di vigilanza, prive di strumenti efficaci per la dimensione globalizzata dei mercati finanziari, e la mancanza di strumenti nei confronti di soggetti quali le agenzie di rating e gli *hedge funds*” (Gila, Miscali, 2012).

Quindi, alla luce di questa breve analisi, possiamo con certezza affermare che i rating emessi dalle agenzie sono stati uno degli ingredienti della crisi. A tal proposito, in conclusione, riportiamo un estratto molto significativo della *Cannes Summit Final Declaration* del G20 del 2011: “Riaffermiamo l’impegno a ridurre l’affidamento delle autorità e delle istituzioni finanziarie sui rating di terzi e ad... abbandonare la pratica di ricorso meccanicistico ai rating”.

CAPITOLO 3

Accuse e Responsabilità

3.1 Le accuse negli Stati Uniti

Accuse molto pesanti sono state rivolte contro le tre sorelle del rating nel corso degli anni: accuse di illecito, di conflitto di interesse, di distorsione delle informazioni, addirittura di azioni fraudolente, imprudenza e superficialità. Tali accuse sono state mosse da privati, società, ma anche da organismi pubblici.

Iniziamo a parlare delle accuse contro le agenzie di rating portate in Tribunale negli Stati Uniti.

Forniamo due casi emblematici che sono stati resi noti dall'agenzia di stampa Reuters e diffusi poi su diversi quotidiani economici di larga tiratura.

Il primo caso che citiamo risale al 2009, quando lo studio legale Grais & Ellsworth ha portato in giudizio le agenzie di rating accusandole di responsabilità per la bancarotta dell'istituto di credito Lehman Brothers, e di reato di corruzione. Secondo gli avvocati dell'accusa, infatti, le agenzie sceglievano, dietro remunerazione degli emittenti, i titoli tossici che poi la banca avrebbe collocato sul mercato; a quei titoli poi assegnavano quasi sempre la tripla A, il rating migliore, quando in realtà dietro quelle obbligazioni c'erano crediti che quasi sicuramente non sarebbero stati recuperati, dal momento che erano relativi a mutui sub-prime.

Il secondo caso, invece, risale al 2010, quando Standard & Poor's, Moody's e Fitch, le tre sorelle appunto, sono state portate in tribunale da Richard Cordray, procuratore generale dell'Ohio, con l'accusa di frode ai danni di ben cinque fondi pensione. In pratica le agenzie sono state accusate di aver causato perdite di diverse centinaia di

milioni di dollari, avendo offerto informazioni distorte circa la sicurezza di alcuni investimenti.

A tali accuse vanno aggiunte tutte le dichiarazioni pubbliche di impiegati e dirigenti delle agenzie, che, avendo lasciato il proprio posto di lavoro, hanno deciso di parlare con i giornalisti e con la magistratura delle pratiche poco ortodosse che vengono utilizzate per l'emissione dei giudizi, delle relazioni molto pericolose che intercorrono tra le agenzie e il mondo della politica e delle banche d'affari, qualcuno ha addirittura parlato di frode e di insider trading. Di recente ha creato molto scalpore la testimonianza di William J. Harrington, impiegato presso Moody's per 11 anni e dal 2006 Vice Presidente Senior, rilasciata l'8 agosto 2011. Dal commento di Harrington sulle nuove regole proposte dalla SEC per le NRSRO si evince una diretta denuncia al modus operandi di Moody's, in particolare riguardo al tema del conflitto d'interesse. Riportiamo alcuni estratti della lunga testimonianza così da rendere più chiaro il tutto (le sottolineature in giallo sono opera nostra ed evidenziano i punti cruciali).

Nel seguente estratto Harrington dichiara che il conflitto di interesse è così pervasivo all'interno dell'agenzia Moody's che i dipendenti non possono fare a meno di esserne colpiti. Infatti, coloro che aiutano le imprese clienti di Moody's (cedendo alle richieste dei clienti) vengono premiati. D'altra parte, coloro che danneggiano i clienti di Moody's vengono puniti. Tale conflitto d'interesse ha altresì effetti sulla formazione dei giudizi.

FIG.16 Il conflitto di interesse pervade Moody's

Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

File Number S7-18-11

William J. Harrington

C. Moody's Enshrines Management Conflict of Interest in Opinion Formation

The salient conflict of interest confronting Moody's employees is that which arises simply from being employed by Moody's. This conflict of interest permeates all levels of employment, from entry-level analyst to the Chairman and Chief Executive Officer of Moody's Corporation.

However, the nature of the conflict-of-interest differs by levels of employment. An entry level analyst balances conducting her committee responsibilities with integrity while staying on sides of management. The Chairman and Chief Executive of Moody's Corporation balances preserving the independence of committee proceedings at Moody's with receiving increased remuneration as Moody's business grows. Analysts and managers at the intervening levels confront both conflicts of interest each time that they participate in a committee or evaluate an analyst.

The ongoing, unresolved conflict of interest plays out in the formation of Moody's opinions. These public opinions of Moody's are often at odds with its private opinions. In some cases, the distinction between public and private opinion is an explicit one. Much more often, the distinction between the two is unknown even to Moody's. Members of committees vote one opinion for publication and keep their private opinions to themselves. A committee member who votes differently, i.e. one who votes the same opinion for publication as she holds privately, earns her own self-respect. She also courts retaliation from management.

In either case, the public opinion fails its only purpose – a tool for external parties to categorize bonds.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Harrington afferma poi che la difesa di Moody's circa le proprie responsabilità per la bolla immobiliare è ridicola. La società, infatti, sapeva bene cosa stava facendo e ciò che sarebbe potuto accadere. E ha compiuto azioni ben precise al fine di proteggersi nel caso in cui la bolla speculativa fosse esplosa.

FIG.17 Le responsabilità della crisi

Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

File Number S7-18-11

William J. Harrington

2. Old Habits Die Hard: Moody's Public Rationale Belied by its Private Opinions and Actions

Moody's argues that RMBS committees could not have factored the collapse of real estate prices into their opinions, given that the scale of the collapse was both unprecedented and unforeseeable. This rationale is as unconvincing as it is disingenuous, for it pretends that Moody's and other financial players were not designing and operating the conveyances that carried real estate prices to unsustainable levels in the first place. A roller coaster inexorably chugs up to stomach-turning heights before it hurtles downward, and both a carnival operator and a thrill seeker understand the nature of the ride's operations.

The rationale of "who could know?" is wholly undone through even a cursory examination of the actions of Moody's and other financial players in the structured finance sector. Moody's and other financial players took care to protect their earning should the real estate bubble that they were ushering into the world subsequently collapse.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

La preoccupazione principale del management, continua Harrington, è la crescita dei profitti di Moody's. Il modo per accrescere i profitti è incrementare la sfera di affari. E a sua volta, il modo per incrementare gli affari è fornire ai clienti le valutazioni che vogliono.

FIG.18 Come incrementare la sfera di affari

The board of Moody's Corporation, the parent of Moody's, exercises no oversight regarding analyst independence nor is there an incentive for it to do so. Moody's has recorded positive earnings in every quarter since going public in 2000. Earnings fell as the financial crisis unfolded, but they remained positive.

The lesson learned to-date by the management of Moody's and that of Moody's Corporation with respect to their roles in the financial crisis and its aftermath is that they can brazen out anything and are untouchable. Implementation of many of the Proposed Rules will be yet another validation that this is the case.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Durante la bolla immobiliare, il desiderio di mantenere i clienti soddisfatti dei giudizi emessi sui loro titoli, ha portato i manager di Moody's a credere che il loro compito fosse quello di dare agli emittenti le valutazioni che volevano. In molti casi, dice Harrington, questo ha portato all'assegnazione di rating resi pubblici molto superiori alle private opinioni degli analisti.

FIG.19 Valutazioni generose

10. CDO Plant Pumped-Out Public Opinions, Dumped Private Ones on the Factory Floor

In the experience of the contributor, the committees that issued opinions on "CDOs" from 2005 to the middle of 2006 degenerated increasingly into "talking shops." In these instances, members felt free to discuss the negative aspects of the CDO but also felt pressure by management to overlook these aspects when voting. The contributor ceased rating CDOs in Spring 2006, but in the ensuing year discerned a further deterioration of CDO committees into what seemed to be "commiseration shops", based on the widespread demoralization that he repeatedly observed as members emerged from such committees.

Moody's management was solely responsible for the degradation of opinions formed in CDO committees from 2005 onwards and possibly earlier. From the Managing Directors of the Derivatives Group upward to the CEO of Moody's Corporation Ray McDaniel and for every intervening management level, Moody's management undercut analyst attempts to produce informed Moody's opinions regarding CDOs. The means employed by management were various, but a manager either supported the increasingly transparent mission of obliging each banker and arranger in all matters and disrupting no scheduled steps of a scheduled CDO issuance or she ceased managing. Surviving management at all levels both protected their jobs and prospered for doing so as compensation grew and payouts from annual option grants skyrocketed along with the stock price of Moody's Corporation. The stock hit a high of \$75 in early 2007 from an initial level of \$14 in 2000.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

A volte, sottolinea Harrington, mentre i membri del comitato del rating stavano discutendo sui meriti alla base dei rating, i manager di Moody's non erano interessati e si dedicavano a giocare con i loro BlackBerries.

FIG.20 Le mancanze dei manager di Moody's

Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations

File Number S7-18-11

William J. Harrington

When Derivatives managers were not attempting to strong-arm committees, they often ignored the proceedings entirely by losing themselves in their Blackberries. Even more destructively, the contributor was left with the strong impression that Derivatives managers were communicating surreptitiously via Blackberry with each other during committees. This destroys the very core of a committee, which is that all points are made for all to hear. An examination of the Blackberry records of managers to compare with their committee attendance would be highly instructive as to their views of their responsibilities in a committee.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Al di fuori delle riunioni della commissione del rating, dichiara ancora Harrington, il Dipartimento Compliance di Moody's "molesta" gli analisti visti come fastidiosi. La definizione di "fastidioso", consiste nel considerare come tali gli analisti che non fanno tutto il possibile per contribuire a dare ai clienti quello che vogliono.

FIG.21 Pratiche poco ortodosse

The Compliance Department is also an enforcer that actively harasses analysts viewed as "troublesome", i.e. independent, and is well-experienced in doing so. Several of its prominent officers trained for the Compliance Department (and Credit Policy) by managing the issuing and monitoring of RMBS opinions. The contributor can attest to harassment meted out by the Compliance Department while employed at Moody's as well as ongoing harassment that has stopped only recently.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Nel momento in cui la bolla immobiliare è esplosa e con lei molti clienti di Moody's, l'agenzia ha assunto analisti sempre più giovani. Questi analisti, argomenta Harrington, non avevano l'esperienza o le competenze per resistere alla pressione dei clienti. Dal punto di vista del management di Moody's questo era l'ideale.

FIG.22 i neoassunti di Moody's dopo la crisi

During the heyday of CDO issuance from 2005 to 2006, management also stopped hiring senior analysts and instead hired junior analysts who, while possessing the raw talent to grow into competent analysts, were too inexperienced to perform the tasks to which they were assigned. Critically, a junior analyst asked to lead the rating of a CDO could not possibly possess sufficient confidence, tactical sense or gravitas to challenge a banker, collateral manager or Moody's manager intent on pumping out another debauched CDO. Nor would the junior analyst have known that she could recommend in committee a lower rating than that indicated solely by modeling, to offset, for instance, the poor quality of RMBS opinions embedded in a CDO of ABS.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Tutto questo, dice Harrington, ha portato all'emissione di rating che sono stati "molte volte più dannosi che se fossero stati semplicemente inutili."

FIG. 23 Rating più dannosi che inutili

The track record of management influence in committees speaks for itself – it produced hollowed-out CDO opinions that that were at great odds with the private opinions of committees and which were not durable for even a short period after publication. External parties who used the opinions to classify CDO bonds suffered greatly from having done so. The CDO opinions were many times more damaging than had they been merely useless.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Il conflitto di interesse è talmente incorporato all'interno della struttura di Moody's, conclude Harrington, che, anche se tutti i manager fossero licenziati e sostituiti, tale conflitto d'interesse permarrrebbe.

FIG.24 Un conflitto di interesse troppo radicato

The contributor believes that the post-debacle policies implemented by Moody's through July 2010 serve only to centralize management control of the "credit rating process," most notably committees, so that the floodgates may be easily opened for arrangers in those sectors that take off in the future. Most dispiritingly, even a top-to-bottom removal of implicated management and a complete replacement of the board of Moody's Corporation would not have a lasting impact as it would leave in place the distorted incentive system for management that is the only material conflict of interest at Moody's. Moody's management is cannot be reformed.

Fonte: Comment on SEC Proposed Rules for NRSRO, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington

Harrington ha lavorato per molti anni presso Moody's, arrivando a ricoprire, come abbiamo visto in precedenza, cariche importanti, finché, stanco e demotivato dal clima poco onesto che si respirava nell'agenzia, ha deciso di rassegnare le proprie dimissioni e di rilasciare tali dichiarazioni davanti alla SEC. L'agenzia Moody's, e come lei anche tutte le altre agenzie che sono state accusate nel corso degli anni, ha reagito molto

blandamente, dichiarando di aver sempre lavorato in maniera corretta e trasparente e di ritenere, quindi, tali accuse del tutto ingiustificate.

Sempre rimanendo negli Stati Uniti, analizziamo un altro caso interessante che ha come protagonista nientemeno che il debito americano, declassato da Standard & Poor's nell'estate 2011. La figura di sotto mostra il comunicato, rintracciabile sul sito web di Standard & Poor's, in cui l'agenzia annuncia il declassamento e, in breve, le motivazioni che lo hanno comportato.

FIG.25 Standard & Poor's declassa il debito americano (5 agosto 2011)

United States of America Long-Term Rating Lowered To 'AA+' Due To Political Risks, Rising Debt Burden; Outlook Negative

Publication date: 05-Aug-2011 20:13:14 EST

 [View Analyst Contact Information](#)

- We have lowered our long-term sovereign credit rating on the United States of America to 'AA+' from 'AAA' and affirmed the 'A-1+' short-term rating.
- We have also removed both the short- and long-term ratings from CreditWatch negative.
- The downgrade reflects our opinion that the fiscal consolidation plan that Congress and the Administration recently agreed to falls short of what, in our view, would be necessary to stabilize the government's medium-term debt dynamics.
- More broadly, the downgrade reflects our view that the effectiveness, stability, and predictability of American policymaking and political institutions have weakened at a time of ongoing fiscal and economic challenges to a degree more than we envisioned when we assigned a negative outlook to the rating on April 18, 2011.
- Since then, we have changed our view of the difficulties in bridging the gulf between the political parties over fiscal policy, which makes us pessimistic about the capacity of Congress and the Administration to be able to leverage their agreement this week into a broader fiscal consolidation plan that stabilizes the government's debt dynamics any time soon.
- The outlook on the long-term rating is negative. We could lower the long-term rating to 'AA' within the next two years if we see that less reduction in spending than agreed to, higher interest rates, or new fiscal pressures during the period result in a higher general government debt trajectory than we currently assume in our base case.

Fonte: www.standardandpoors.com

L'agenzia non ha ritenuto opportuno confermare agli Stati Uniti la Tripla A (riducendo il suo rating da "AAA" a "AA+" con outlook negativo), votazione che rendeva il loro

debito uno degli investimenti più sicuri al mondo e certamente un vero e proprio pilastro della finanza globale. Quella di Standard & Poor's è stata senza dubbio una decisione storica visto che da settant'anni i titoli del debito USA mantenevano il giudizio migliore. Perché questo declassamento? "S&P ha concluso il suo riesame della situazione del paese giudicando insufficiente la recente manovra annunciata da Washington di riduzione del deficit. L'agenzia aveva in passato fatto sapere di ritenere adeguata una riduzione di 4000 miliardi, ma il recente compromesso tra Congresso e Casa Bianca ha un obiettivo di soli 2400 miliardi in dieci anni"(Valsania, 2011). L'agenzia sottolinea che "il declassamento riflette la nostra opinione che il consolidamento che il Congresso e l'Amministrazione hanno concordato sia a nostro avviso meno di ciò che sarebbe necessario a stabilizzare la dinamica del debito del governo nel medio termine".

La reazione della Casa Bianca a questo declassamento non si è fatta attendere. Infatti si è affrettata a dichiarare l'inesattezza del giudizio emesso dall'agenzia, accusata di aver sbagliato i propri calcoli per un valore di 2000 miliardi dollari.

Cerchiamo di andare oltre la pura e semplice notizia. Durante il 2011 non solo Standard & Poor's, ma anche le altre agenzie di rating, hanno dato avvertimenti o pubblicato opinioni sul debito pubblico americano che stava crescendo a dismisura. "In realtà la Trimurti [Standard & Poor's, Moody's e Fitch], più che contrastare le scelte del governo di Washington, pare averle assecondate" (Gila, Miscali, 2012).

Come è noto, negli USA il debito pubblico ha un tetto massimo che viene stabilito per legge. Nel momento in cui il debito pubblico dovesse superare tale limite, ciò determinerebbe il default dello Stato. Questa è la situazione che gli USA hanno dovuto affrontare nell'agosto 2011, quando, se il tetto del debito non fosse stato alzato da 14000 ad almeno 16000 miliardi di dollari, gli Stati Uniti avrebbero dovuto dichiarare bancarotta. Per evitare il default è stato tempestivamente varato ed approvato un decreto che ha rialzato il livello di indebitamento massimo consentito di 2000 miliardi di dollari. Il debito pubblico nel frattempo è aumentato e per la prima volta nella storia anche gli Stati Uniti si sono trovati con un rapporto debito pubblico/Pil superiore al 100%. Diciamo che già un'impostazione di questo tipo crea dei dubbi: è possibile che un livello di debito che supera il Pil sia giustificabile solo perché una legge lo consenta? "Si può dire che un febbriticante non è più tale solo perché – per convenzione – si

stabilisce che la temperatura dalla quale far partire le misurazioni non è più di 37 gradi centigradi ma di 38? Può essere la malattia nel termometro e non nel malato?” (Gila, Miscali, 2012). Insomma modificare i parametri di giudizio perché la realtà non è modificabile è un sistema alquanto discutibile. In questo contesto, allora, gli avvertimenti delle agenzie di rating sul debito pubblico americano e in particolare il declassamento di Standard & Poor’s, potrebbero essere stati delle spinte verso una soluzione che evitasse la bancarotta. Il tetto andava alzato e la resistenza dei repubblicani al rialzo fermata. E così è successo. Improvvisamente il rischio di default è sparito dal futuro americano, i media hanno smesso di parlarne e l’attenzione si è spostata sui paesi dell’Europa di serie B come Grecia, Portogallo, Irlanda, Spagna e Italia. Conviene tener puntato il radar delle agenzie di rating in direzione di questi paesi perché se dalla periferia si spostasse al cuore e a paesi come la Germania, la Francia, l’Inghilterra e gli Stati Uniti ci sarebbe molto, moltissimo, forse troppo da dire.

Le agenzie di rating sono, quindi, molto plausibilmente coinvolte nella speculazione internazionale.

Tornando però al declassamento che Standard & Poor’s ha operato nei confronti del debito americano, qualcuno l’ha pagata? Ebbene sì. E quel qualcuno è Deven Sharma, presidente di Standard & Poor’s dalla fine del 2007 a fine agosto del 2011. Daniela Roveda, corrispondente dal quotidiano «Il Sole 24 Ore» ci spiega: “Deven Sharma è solo parzialmente immune dalle critiche piovute sull’agenzia per aver continuato a dare rating AAA a complessi strumenti derivati basati sui mutui sub-prime e avere così alimentato la bolla speculativa esplosa in seguito. Ma è interamente ritenuto responsabile del downgrade degli Stati Uniti d’America che secondo il Ministero del Tesoro è ingiustificato e basato su un errore contabile di 2000 miliardi di dollari, mentre le altre due agenzie [Moody’s e Fitch] avevano invece confermato l’alto giudizio, la tripla A del debito statunitense... rimane il sospetto che la partenza di Sharma possa essere il frutto di pressioni dell’amministrazione Obama che aveva anch’essa aspramente criticato la decisione di Standard & Poor’s...”(Roveda, 2011). Al suo posto ha preso le redini di Standard & Poor’s Douglas L. Peterson che per molti anni ha ricoperto cariche importanti all’interno di Citibank. Anche su di lui alcuni sospetti. Sempre la Roveda: “Nonostante un pedigree di tutto rispetto, anche la scelta di Douglas L. Peterson ha sollevato critiche e sospetti tra l’opinione pubblica americana, almeno a

giudicare dai commenti che hanno inondato le chat room di finanza a seguito della nomina. La Citigroup è infatti la banca che, insieme alla Bank of America, è più in debito con il governo degli Stati Uniti per essere stata salvata grazie a un finanziamento di 50 miliardi di dollari durante la crisi finanziaria” (Roveda, 2011). Come possiamo notare ancora un volta, se si indaga con più attenzione nell’industria del rating, ci si accorge che esistono delle vere e proprie ragnatele di relazioni molto pericolose dalle quali sembra difficile (o forse non conveniente) liberarsi.

3.2 Le accuse italiane

Le tre sorelle sono state vittime di pesanti accuse anche qui in Italia, soprattutto a seguito dei declassamenti operati nei confronti del debito italiano durante l’estate 2011. Ricordiamo che il declassamento di un titolo ha l’effetto di accrescere il costo del finanziamento a carico dell’emittente del titolo stesso dal momento che un downgrade riflette un aumento della rischiosità dello strumento in questione.

Già nel 2010, il sostituto procuratore della Procura di Trani, Michele Ruggiero, aveva aperto un fascicolo riguardante alcuni comportamenti e attività anomali delle agenzie.

In particolare, durante l’estate del 2010, in seguito a una denuncia da parte di Adusbef e Federconsumatori, la Procura di Trani apre il primo procedimento contro Moody’s a cui viene imputato il report del 6 maggio 2010, diffuso a mercati aperti, nel quale l’agenzia giudicava a rischio lo stato di salute del sistema bancario italiano. “Nel report sarebbero stati espressi «giudizi da ritenersi falsi, infondati o comunque imprudenti secondo quanto asserito da altre agenzie di rating oltre che dalle supreme autorità nazionali»; secondo la procura, «in conseguenza alla diffusione dei giudizi di Moody’s si determinava un’alterazione (da quantificare) di strumenti finanziari»” (La Repubblica di Bari, 2011). Il pm Ruggiero nei mesi successivi ha ampliato l’inchiesta anche alle speculazioni dell’estate 2011, a seguito dei declassamenti operati contro l’Italia. La Procura ha indagato sui giudizi emessi dall’agenzia Moody’s ritenendo che tali giudizi “non si basino su dati reali o che comunque non abbiano basi tanto solide per alterare e deprezzare, come invece hanno fatto, il valore dei titoli italiani. In particolare secondo la

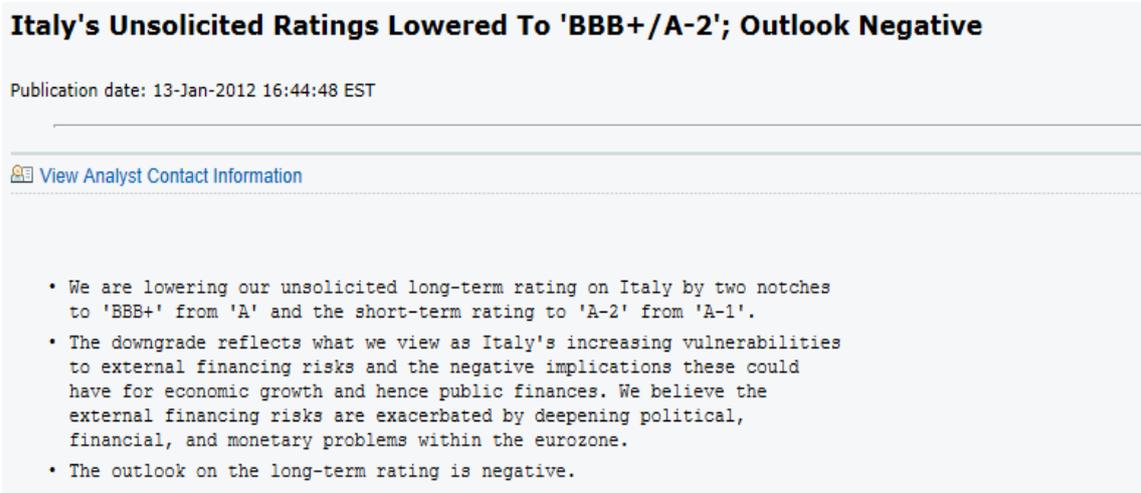
Finanza e secondo il parere di una serie di personalità ascoltate dagli investigatori – Tremonti, Draghi, Vegas tra gli altri – le valutazioni sulla solidità del sistema bancario italiano che causarono un anno fa [estate 2010] il crollo di alcuni titoli bancari, sono assolutamente inopportune” (La Repubblica di Bari, 2011). La procura, per questi motivi, ha iscritto nel registro degli indagati i tre analisti di Moody’s che si sono occupati del caso italiano, contestandogli i reati di *market abuse* e di aggio. Il magistrato, insieme ad altri ufficiali della guardia di finanza, si è poi recato, nel mese di luglio 2011, presso gli uffici della Consob dove ha potuto raccogliere dati e informazioni sulle analisi che la Consob aveva avviato nei riguardi delle agenzie di rating dopo la diffusione dei report.

Il secondo procedimento, sempre aperto dalla Procura di Trani, riguarda Standard & Poor’s ed è stato avviato nella primavera del 2011. L’agenzia è stata accusata, oltre che di manipolazione del mercato e abuso di informazioni privilegiate, di aver elaborato e diffuso nei mesi di “maggio, giugno e luglio 2011 – anche a mercati aperti – notizie non corrette (dunque false anche in parte), comunque esagerate e tendenziose sulla tenuta del sistema economico-finanziario e bancario italiano”. Il 20 maggio 2011, in particolare, Standard & Poor’s ha tagliato l’outlook del debito sovrano italiano da stabile a negativo con, a parere della Procura, “giudizi/previsioni da ritenere falsi, parzialmente infondati e comunque imprudenti, tendenziosi e scorretti (anche nelle forme di comunicazione) secondo quanto asserito da altre agenzie di rating (Moody’s e Fitch), oltre che dalle supreme autorità nazionali (ministero Economia) che smentivano – alla stregua di dati macroeconomici ufficiali – il giudizio di S&P che (con)causava sensibili perdite dei titoli azionari, obbligazionari e dei titoli di Stato nazionali”. In aggiunta a tutto questo, gli analisti di Standard & Poor’s, “il giorno venerdì 1 luglio 2011 poco dopo le 13:00 (prima della chiusura dei mercati) elaboravano e divulgavano in un’ulteriore nota giudizi negativi sulla manovra finanziaria presentata in Consiglio dei Ministri dal Ministro dell’ Economia quando il testo della stessa non era ancora ufficiale e definitivo, così determinando ulteriori turbolenze sul mercato dei titoli e sulle aste dei titoli di Stato”.

Il rating italiano ha subito poi un ulteriore declassamento il 13 gennaio 2012, operato sempre dall’agenzia Standard & Poor’s, come mostra la figura di seguito. Come sempre, il comunicato emesso dall’agenzia riassume nella prima parte i motivi che hanno

determinato il declassamento. Il rating viene abbassato di due gradini, da A a BBB+ e il downgrade riflette l'opinione dell'agenzia che considera crescenti le vulnerabilità dell'Italia rispetto ai rischi di finanziamenti esterni e, di conseguenza, le implicazioni negative che tali rischi potrebbero avere sulla crescita economica e sulla finanza pubblica.

FIG.26 Standard & Poor's declassa il debito italiano (13 gennaio 2012)



Italy's Unsolicited Ratings Lowered To 'BBB+/A-2'; Outlook Negative

Publication date: 13-Jan-2012 16:44:48 EST

[View Analyst Contact Information](#)

- We are lowering our unsolicited long-term rating on Italy by two notches to 'BBB+' from 'A' and the short-term rating to 'A-2' from 'A-1'.
- The downgrade reflects what we view as Italy's increasing vulnerabilities to external financing risks and the negative implications these could have for economic growth and hence public finances. We believe the external financing risks are exacerbated by deepening political, financial, and monetary problems within the eurozone.
- The outlook on the long-term rating is negative.

Fonte:www.standardandpoors.com

Le reazioni a questo declassamento non si sono fatte attendere. Mario Draghi, presidente della Banca Centrale Europea, ha dichiarato: “bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di rating o quantomeno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi”. Anche Giuseppe Vegas, presidente della Consob, è intervenuto prontamente a seguito del declassamento, scrivendo a Steven Maijoor, presidente dell'ESMA, richiedendo all'autorità di svolgere un'analisi sul downgrade operato da Standard & Poor's e sulle argomentazioni che l'agenzia ha esposto per motivare la riduzione di due gradini nel suo giudizio sull'Italia.

Anche la Procura di Trani ha indagato a fondo la questione di questo declassamento. In particolare a fine giugno 2012 la Procura ha sequestrato una mail definitiva decisiva per le indagini. La mail risale proprio al 13 gennaio 2012, giorno in cui Standard & Poor's declassava di due gradini il debito sovrano italiano, esprimendo tra l'altro giudizi

negativi sugli istituti di credito. Nel report di Standard & Poor's, a tal proposito, si legge:

FIG.27 Le motivazioni del declassamento

The downgrade reflects what we see as Italy's increasing vulnerabilities to external financing risks, given the high foreign ownership of its government and financial sector debt. It is our view that deepening political, financial, and monetary problems within the eurozone are exacerbating the external funding constraints on the Italian public and private sectors.

The downgrade of Italy's ratings reflects our view that the country's external financing costs have risen markedly and may remain elevated for an extended period of time amid a reduction in cross-border financing of Italian banks and the government. We expect that a difficult external financing environment will have negative implications for growth performance and hence public finances. Looking at BIS data, we note a marked and sustained decline in foreign banks' claims on Italian borrowers; this represents a risk to the sustainability of Italy's balance of payments, in our view, as it could reduce Italian borrowers' capacity to roll over their debt at low interest rates acceptable to the borrowers. Consequently we have lowered our external liquidity score for Italy (one of the five key factors in our published sovereign ratings criteria).

Fonte: www.standardandpoors.com

Quindi, da quanto si evince dal report dell'agenzia, l'Italia viene declassata data la sempre maggiore vulnerabilità dovuta a finanziamenti esterni.

Tornando alla mail sequestrata dalla Procura di Trani, l'autore del testo è Renato Panichi, il responsabile per le banche di Standard & Poor's, e i destinatari sono due degli autori del report elaborato dall'agenzia, Eileen Zhang e Moritz Kraemer (l'altro autore è Franklin Crawford Gill), i quali, non a caso, sono due dei tre analisti di Standard & Poor's iscritti nel registro degli indagati della Procura di Trani.

Nella mail Panichi contesta agli analisti di aver espresso nel report del 13 gennaio 2012 giudizi non coerenti con la reale condizione italiana.

Questo il testo della mail:

"Ciao Eileen e Moritz. Ho provato a chiamarvi entrambi. Ho il RU dell'Italia e vedo una frase proprio all'inizio dove menzionate la vulnerabilità crescente dell'Italia ai rischi di finanziamenti esterni, considerato l'elevato livello di presenza esterna nel settore finanziario e in quello del debito pubblico. Eileen, non mi hai detto questa frase ieri, e non è giusto che tu dica che c'è un elevato livello di vulnerabilità ai rischi di finanziamenti esterni. Attualmente è proprio il contrario, uno dei punti di forza delle

banche italiane è stato proprio il limitato ricorso/appello ai finanziamenti esterni o all'ingrosso. Per favore rimuovi il riferimento alle banche! Grazie. Renato".

Da questa mail sembrano essere “emersi con chiarezza anche i contrasti tra gli analisti e la deliberata volontà di declassare l'Italia pur in assenza dei presupposti, come implicitamente dichiarato dagli stessi analisti il giorno stesso del declassamento” (Rutigliano, 2012).

Standard & Poor's in merito alla notizia di questa mail di dissenso tra i suoi analisti ha dichiarato: “Le analisi alla base dei nostri rating sono condotte e discusse in maniera collegiale all'interno dell'Agenzia e la divergenza di opinioni è una naturale e salutare componente di questo processo”. L'agenzia ha poi aggiunto: “Non entriamo nel merito dei contenuti della email interna, né tantomeno delle modalità attraverso cui questa sia stata diffusa a mezzo stampa. Ricordiamo che i rating si basano su criteri trasparenti e disponibili al pubblico, e che nel caso dei Paesi sovrani, i fattori presi in considerazione sono rappresentati dal punteggio politico, economico, esterno, fiscale e monetario; il settore bancario rappresenta solo uno dei numerosi fattori che concorrono a definire il punteggio esterno”. Questo è il modo, forse non molto convincente, tramite cui Standard & Poor's ha giustificato l'accaduto.

Tornando all'inchiesta aperta dalla Procura di Trani contro Standard & Poor's, il pm Michele Ruggiero nel mese di maggio 2012 ha chiuso le indagini e chiesto il giudizio per gli analisti e i vertici indagati. Nell'atto notificato ai legali dell'agenzia, consegnato anche alla Consob, si chiede che l'autorità (Consob) valuti la possibilità che Standard & Poor's possa o meno continuare ad operare in Italia.

Il comunicato stampa sottostante, redatto da Federconsumatori approfondisce quanto già detto a proposito della chiusura delle indagini e della richiesta di giudizio.

Interessante notare l'ultima parte del comunicato: “Adusbef e Federconsumatori, grate alla Procura di Trani e al PM Michele Ruggiero, si costituiranno parte civile nel processo, a nome di migliaia di risparmiatori frodati”.

Ricordiamo che le due associazioni, seriamente impegnate al fine di tutelare il consumatore, si sono interessate alla questione, hanno denunciato le pratiche poco ortodosse delle agenzie di rating e hanno sostenuto con forza le indagini del PM Michele Ruggiero.

Federconsumatori

Comunicato Stampa

31/5/2012

CRICCA DEL RATING: IL PM DI TRANI MICHELE RUGGIERO CHIUDE LE INDAGINI E CHIEDE IL GIUDIZIO PER I VERTICI DI STANDARD & POOR'S. NEGLI ATTI RICHIESTA A CONSOB REVOCA LICENZA A S&P DALL'ITALIA.

Standard & Poor's, una delle tre sorelle del rating indagata dalla procura di Trani per i declassamenti dell'Italia, su denuncia dell'Adusbef, è imputata per manipolazione di mercato pluriaggravata e continuata nell'atto notificato ieri ai legali dell'agenzia stessa. Nello stesso atto, che oggi verrà consegnato oggi pomeriggio alla Consob dal PM Michele Ruggiero, si chiede che venga valutata la possibilità alla Consob perché valuti la possibilità che S&P possa continuare ad operare in Italia. L'inchiesta sulle agenzie di rating coordinata dal pm Michele Ruggiero della procura di Trani prese le mosse, nell'estate 2010, in seguito a una denuncia di Adusbef e Federconsumatori sull'operato di Moody's. In particolare, a Moody's veniva imputato il report del 6 maggio 2010 che definiva l'Italia un Paese a rischio. L'inchiesta si è poi arricchita dei casi relativi a S&P e Fitch.

Oltre agli analisti, sono indagati infatti anche l'ex presidente, Deven Sharma, e l'attuale responsabile dell'agenzia per l'Europa, Yann Le Pallec. E' quanto emerge dall'avviso di conclusione delle indagini notificato ieri dal nucleo di polizia tributaria di Bari, a Milano, ad Antonio Golino dell'ufficio legale Clifford Chance e all'avvocato Guido Alleva, che curano la difesa di S&P insieme a Giuseppe Fornari. Sharma e Le Pallec devono rispondere di manipolazione di mercato pluriaggravata e continuata insieme ai tre analisti Eileen Zhang, Frank Gill e Moritz Kraemer, già indagati per i report del maggio e luglio 2011 e per il declassamento del 13 gennaio scorso. L'indiano Deven Sharma si è dimesso, nell'agosto 2011, dal suo incarico di guida internazionale dell'agenzia con sede a New York dopo le polemiche seguite al declassamento del debito Usa. Ma l'avviso di conclusione delle indagini della procura di Trani, che da un anno ha puntato gli obiettivi su S&P, ieri mattina ha riguardato anche lui per via dei declassamenti operati all'Italia, oltre che a diversi Paesi europei. Gli vengono imputate, perciò, solo le valutazioni sospette del 20 maggio e dell'1 luglio 2011.

In particolare, il 20 maggio venne divulgato in un report l'avvenuto «taglio dell'outlook del debito sovrano dell'Italia da stabile a negativo». Questa valutazione venne puntualmente smentita dall'allora ministro Giulio Tremonti, ma il report ebbe l'effetto di causare perdite di titoli azionari, obbligazioni e titoli di Stato italiani. L'1 luglio, invece, i giudizi negativi di Standard & Poor's riguardarono persino la manovra finanziaria presentata in Consiglio dei ministri da Tremonti, «quando il testo della stessa - spiegò la procura nell'atto di esibizione di documenti notificato durante alcuni sequestri - non era ancora ufficiale e definitivo, determinando ulteriori turbolenze sul mercato dei titoli e sulle aste dei titoli di Stato». Risale, invece, al 13 gennaio scorso il declassamento dell'Italia da A a BBB+, firmato dagli analisti Gill e Kraemer e ritenuto «incongruo e incoerente - come scrisse il pm nel decreto di perquisizione e sequestro della sede di S&P effettuata a gennaio - da una molteplicità di autorevoli soggetti istituzionali».

Adusbef e Federconsumatori, grate alla Procura di Trani ed al PM Michele Ruggiero, si costituiranno parte civile nel processo, a nome di migliaia di risparmiatori frodati.

Fonte: www.federconsumatori.it

L'Italia, in ogni caso non è l'unico paese europeo ad essere stato vittima dei giudizi delle agenzie di rating. Contro di loro, infatti, sta combattendo più o meno tutto il Vecchio Continente, soprattutto dal 13 gennaio 2012, quando Standard & Poor's ha declassato ben nove paesi europei, togliendo tra l'altro la tripla A alla Francia.

3.3 Difesa morbida e responsabilità

In che modo le tre sorelle del rating si sono difese e continuano a difendersi dalle pesanti e numerose accuse che vengono rivolte loro? “Sulla base della documentazione pubblicata, le prese di posizione di Standard & Poor’s, Moody’s e Fitch sono abbastanza rare. I comunicati sono scarni, le dichiarazioni ufficiali dei vertici piuttosto rarefatte, nel tempo e nei concetti, anche se concordano nel difendere l’impostazione e le metodologie adottate” (Gila, Miscali, 2012). Le agenzie tendono ad utilizzare una linea morbida di difesa, limitandosi a ribattere solo nei casi di accuse di rilievo sostenendo la correttezza dei metodi utilizzati e la trasparenza nei giudizi.

Per ciò che riguarda un tema molto sentito dagli investitori, ovvero gli errori di valutazione, le agenzie si sono difese sostenendo che quasi nessuno era riuscito a prevedere il crac dei mutui sub-prime, o che il caso Parmalat si trattava di una vera e propria truffa ai danni degli ignari investitori. Di fronte a queste giustificazioni torniamo a chiederci allora quale sia il contributo informativo aggiuntivo che ci viene fornito dal rating. Per ogni caso di errore di valutazione, le agenzie hanno una risposta pronta, anche perché di fatto le loro dichiarazioni sono suffragate e supportate da dati statistici, i quali dimostrano che, statisticamente appunto, le triple A vengono assegnate a società e Stati che se le meritano effettivamente. Di conseguenza, la responsabilità dell’eventuale perdita dell’investimento dovrebbe ricadere sull’investitore che malauguratamente ha deciso di sottoscrivere il titolo. Questo discorso varrebbe se si ammettesse che i rating emessi dalle agenzie non sono altro che mere opinioni fornite da intermediari specializzati nella valutazione dei titoli. Tuttavia non è così, i rating emessi non vengono trattati come semplici opinioni dal momento che, come abbiamo più volte sottolineato, “molti fondi sono legati da statuti e regolamenti a investire solo su certe tipologie di titoli, dal rating elevato. Al di sotto di certe soglie – di solito la doppia A – non si possono avanzare acquisti e si devono dismettere le quote di bond declassati, se in portafoglio” (Gila, Miscali, 2012).

A questo proposito Franck Partnoy, noto giurista e autore di libri di inchiesta finanziaria, che si è molto occupato di agenzie di rating nei suoi studi, in un’intervista ha dichiarato che “bisogna abolire l’obbligo per gli investitori istituzionali di basarsi sul rating e far loro adottare criteri conosciuti dal mercato per capire il rischio di un titolo”(Cometto, 2011). Proprio in questo senso il Dodd-Frank Act americano, che verrà

approfondito nel capitolo 4, cerca di eliminare l'obbligo imposto agli investitori istituzionali di basare le loro scelte di investimento sul rating. Ma la strada è ancora molto lunga.

Un'altra questione di cui si continua a discutere è quella della responsabilità civile delle agenzie di rating. A tal proposito si è esposta nel novembre 2011 anche la Commissione europea nella *Proposta di modifica al Regolamento del Parlamento e del Consiglio n. 1606 del 2009*. Riportiamo di seguito un estratto del testo:

FIG. 29 La responsabilità civile delle agenzie di rating

(20) dopo l'articolo 35 è inserito il seguente titolo III *bis*:

“TITOLO III *bis*

RESPONSABILITÀ CIVILE DELLE AGENZIE DI RATING DEL CREDITO

Articolo 35 *bis*

Responsabilità civile

1. Se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all'allegato III che hanno inciso sul rating del credito sul quale un investitore si è basato nell'acquistare uno strumento valutato, l'investitore può promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti.

2. Un'infrazione è considerata tale da incidere sul rating del credito se il rating che l'agenzia ha emesso è diverso da quello che avrebbe emesso se non avesse commesso l'infrazione.

3. Un'agenzia di rating del credito commette una negligenza grave se disattende gravemente i doveri che il presente regolamento le impone.

4. Se l'investitore accerta fatti dai quali si può dedurre che un'agenzia di rating del credito ha commesso una delle infrazioni di cui all'allegato III, spetta all'agenzia dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che l'infrazione non ha avuto un impatto sul rating emesso.

IT

36

IT

5. La responsabilità civile di cui al paragrafo 1 non può essere esclusa o limitata a priori grazie ad un accordo. Eventuali clausole in tali accordi che escludono o limitano la responsabilità civile a priori sono nulle e prive di effetto.”;

Fonte: Proposta di modifica al regolamento del Parlamento e del Consiglio n. 1606/2009

L'agenzia può essere ritenuta responsabile, nel caso in cui, ad esempio, l'investitore che si è affidato in buona fede al giudizio emesso dall'agenzia, subisca un pregiudizio, ovvero l'insolvenza dell'emittente, e la valutazione espressa dall'agenzia si riveli in tutto o in parte infondata.

L'investitore che subisce un danno dovuto ad una o più infrazioni commesse dall'agenzia e rientranti nell'allegato III al regolamento (CE) n.1060/2009, potrà direttamente fare ricorso per essere risarcito; spetterà poi all'agenzia dimostrare la sua "innocenza". Nel febbraio 2012 anche il Senato italiano si è esposto sulla questione, apprezzando il nuovo "meccanismo di agevolazione probatoria". (Senato, 2012):

FIG.30 Il parere del Senato Italiano



per quanto concerne il nuovo articolo 35-bis sulla responsabilità civile, è apprezzabile il meccanismo di agevolazione probatoria per cui per l'investitore è sufficiente allegare la violazione da parte dell'agenzia di rating di tutto l'elenco di violazioni contenute nell'allegato III al regolamento (CE) n. 1060/2009, mentre spetterà all'agenzia di rating dimostrare di non aver commesso l'infrazione o che non c'è stata alcuna influenza dell'infrazione sul rating.

Pertanto, la previsione di specifiche condotte che integrano uno degli elementi della speciale responsabilità civile prevista dall'articolo 35-bis non dovrebbe essere ostativa all'operatività, per i casi non disciplinati dall'allegato III, dell'ordinario sistema della responsabilità civile proprio di ciascuno Stato membro. Il sistema italiano della responsabilità civile è, invero, incentrato sulla responsabilità per qualsiasi fatto che causi un danno (articolo 2043 codice civile), e quindi non solo per fatti specifici, come previsto dalla proposta in esame. In termini più ampi, il Riksdag svedese ha addirittura sollevato un'eccezione di sussidiarietà nella parte in cui la proposta armonizza i regimi di responsabilità civile degli Stati membri.

Conseguentemente, fatti salvi i casi già previsti dall'allegato III e il meccanismo di agevolazione probatoria previsto dall'articolo 35-bis, si dovrebbe valutare l'opportunità di integrare il suddetto articolo - per le parti non ricadenti nel suo ambito di applicazione - con un richiamo ai regimi propri di responsabilità civile di ciascuno Stato membro;

Fonte: www.senato.it

La questione della responsabilità delle agenzie rimane comunque un tema aperto. Sembra giusto che le agenzie di rating, come tutti del resto, paghino nel momento in cui commettano errori. Fino ad ora, non essendo sottoposte a nessuna regolamentazione

organica, sono riuscite a trovare escamotage per non essere ritenute responsabili civilmente, adesso si sta lavorando affinché questa prassi cessi di esistere.

A tal proposito, l'attuale Presidente del Consiglio italiano Mario Monti, in una lettera pubblicata su «Il Sole 24 Ore» ha dichiarato che occorre “responsabilizzare le agenzie di rating e adoperarsi per imprimere un’accelerazione al processo di definizione di un quadro normativo che regoli in modo puntuale l’operatività delle agenzie garantendo trasparenza sulle metodologie di analisi, assenza di conflitto di interesse e soprattutto di responsabilità civile nel caso di dolo o di colpa grave”⁴.

Le agenzie da sempre usano *disclaimer* con l’intento di sottolineare la differenza tra i rating e le raccomandazioni all’acquisto, al mantenimento o alla vendita di strumenti finanziari. I rating, dicono le agenzie, devono essere considerati come opinioni indipendenti sull’affidabilità finanziaria di un emittente in un determinato momento, e non come certificazioni contabili né garanzie sull’effettivo pagamento del debitore, né raccomandazioni di investimento. Tuttavia “non per questo le agenzie possono andare esenti da responsabilità, poiché dovranno comunque risarcire il danno se hanno agito con dolo o colpa grave. La categoria generale di inquadramento della responsabilità è quella del «danno da informazione finanziaria inesatta o erronea»” (Gila, Miscali, 2012).

I casi giurisprudenziali in materia di responsabilità civile delle agenzie di rating sono in prevalenza americani, dal momento che nel nostro Paese e nella maggior parte delle nazioni europee esiste una minore propensione all’utilizzo del rating in chiave speculativa. I casi riguardano tipicamente emittenti di strumenti finanziari che sostengono di essere stati danneggiati dall’emissione di rating, di solito *unsolicited*, formulati con imperizia o dolo. Le conseguenze di un declassamento o dell’emissione di un rating basso sono chiaramente l’aumento del costo del finanziamento per l’emittente dello strumento finanziario, la difficoltà di trovare nuove linee di credito o la necessità di accantonare ingenti risorse a garanzia del rimborso del titolo emesso. Le agenzie coinvolte, di fronte alle accuse, si sono difese sostenendo che il rating è solo un’informazione finanziaria e dunque, in quanto tale, non può recare danno. Esempio in questo senso è il caso del distretto scolastico di Jefferson County in Colorado, il quale, non essendo riuscito a provare la falsità dei giudizi e informazioni divulgate

⁴ Il Sole 24 Ore, 18 gennaio 2012.

presso il pubblico da Moody's, non ha potuto ottenere la condanna dell'agenzia che si è affidata alla tutela Primo Emendamento, il quale garantisce, tra le altre, la libertà di parola.

In definitiva, il percorso per garantire la tutela degli investitori danneggiati dai rating emessi dalle agenzie è avviato ma resta ancora moltissimo da fare. Come abbiamo più volte ripetuto, innanzitutto è strettamente necessaria la previsione di un sistema normativo che, a livello internazionale, regoli l'industria del rating.

3.4 Questioni spinose

Esiste tutta un'altra serie di problematiche riguardanti le agenzie di rating ed il loro *modus operandi*. Senza avere la pretesa di svolgere un'analisi accurata ed esaustiva, cercheremo di offrire degli spunti di riflessione su quelle che appaiono essere le questioni più rilevanti.

3.4.1 Unsolicited Rating

Gli *unsolicited* rating sono giudizi sulla solvibilità di un debitore emessi dalle agenzie senza che vi sia stata la richiesta specifica da parte dell'emittente. Questi rating non richiesti hanno certamente un ruolo molto significativo e utile in quei mercati caratterizzati da scarsa disponibilità di informazioni dato il contenuto informativo che offrono agli investitori. Ciononostante, “il fatto che un rating sia emesso senza una specifica richiesta da parte dell'emittente solleva non pochi dubbi sull'integrità del processo che porta all'attribuzione del rating e sul potenziale conflitto di interessi insito in tale pratica. Cioè potrebbe verificarsi che l'agenzia sia incentivata a emettere un rating poco favorevole allo scopo di indurre l'impresa a richiedere ufficialmente il rating – e pagare la relativa commissione – per ottenerne uno più favorevole” (Ferri, Lacitignola, 2009). Un problema non da poco insomma se in più si tiene conto che i rating (*solicited* o meno) hanno influenza sul costo del denaro sui mercati finanziari internazionali e che gli investitori spesso non sanno se sono di fronte a un rating

solicited o *unsolicited*. Chiaramente i rating *unsolicited* vengono emessi soltanto sulla base delle informazioni pubbliche disponibili sul mercato riguardo l'emittente dal momento che, non avendo l'emittente fatto specifica richiesta per il rating, l'agenzia non avrà accesso ad informazioni confidenziali. Tali *unsolicited* rating, essendo basati solo su informazioni pubblicamente disponibili, saranno tipicamente meno accurati di quei rating emessi in seguito alla richiesta da parte dell'emittente. Di fatto, questi rating sono considerati come uno strumento tramite il quale le agenzie aumentano la loro quota di mercato cercando di guadagnarsi un vantaggio competitivo rispetto alle altre agenzie che non offrono tale tipo di giudizi senza richiesta da parte dell'emittente.

Le agenzie di rating che sono state indagate a causa dell'emissione di "rating ostili", ovviamente *unsolicited*, si sono difese dichiarando che emettere rating anche se non direttamente richiesti dagli emittenti rientra nei loro obblighi istitutivi di riduzione delle asimmetrie informative. Quindi, nel momento in cui per un certo emittente esistano sufficienti informazioni pubblicamente disponibili e vi sia interesse al rating da parte della platea di investitori, le agenzie possono decidere di emettere un rating *unsolicited* rinunciando alla remunerazione. Proprio a questo proposito l'agenzia Moody's ha affermato innanzitutto che "un rating è sempre *solicited*, sia che sia richiesto dagli investitori sia che sia richiesto dagli emittenti", ed inoltre "Moody's segnala che anche nel caso dell'emissione di *unsolicited* rating, essa invita il management a partecipare al processo di emissione del rating", sottolineando che l'emissione di un rating non richiesto ha l'obiettivo di migliorare l'informazione sul mercato e "avviene laddove c'è una percezione distorta del rischio di credito in risposta alle esigenze degli investitori" (Ferri, Lacitignola, 2009). Tuttavia, in uno studio condotto nel 2002, Byoun e Shin, partendo dall'osservazione del comportamento degli emittenti, i quali tendono a richiedere il rating alle agenzie che applicano le commissioni più basse, osservano che, proprio in risposta a questa prassi, Moody's emette *unsolicited* rating per spingere gli emittenti a richiedere il suo rating (Byoun, Shin, 2002). Pratica poco ortodossa insomma, a dispetto di quanto l'agenzia dichiara. I due studiosi sopracitati, inoltre, mostrano che gli *unsolicited* rating non hanno nessun contenuto informativo significativo e utile per il mercato, ma che anzi non sono altro che una violazione dell'efficienza informativa semi forte (tale forma di efficienza si realizza quando i prezzi di mercato riflettono tutta l'informazione contenuta nella serie storica dei prezzi,

più qualunque altra informazione pubblica). A tal proposito il Japanese Center for International Finance (JCIF) mostra che i rating *solicited* hanno la tendenza ad essere più elevati degli omologhi rating *unsolicited*, visto che l'agenzia ha accesso anche ad informazioni non pubbliche. Quindi, “piuttosto che fornire un'utilità sociale ai mercati, i rating non richiesti contengono potenzialmente considerevoli distorsioni sul merito di credito degli emittenti e non servono ad altro se non a estorcere la richiesta di un rating (*solicited*) da parte dell'impresa interessata”(Ferri, Lacitignola, 2009).

3.4.2 Rating shopping

Il cosiddetto “rating shopping” consiste nella pratica diffusa tra gli emittenti di andare alla ricerca del rating migliore, cioè più elevato; insomma di ricercare l'agenzia pronta ad offrire la votazione più alta. Evidenti, con la diffusione di questa pratica, sono i potenziali conflitti di interesse per le agenzie.

Esistono vari studi che affrontano il tema attraverso modelli diversi. Bolton, Freixas e Shapiro, in uno studio del 2009, utilizzano un modello basato sull'ipotesi che la struttura con cui il rating viene concesso può influenzare il livello del rating stesso. In effetti l'agenzia, in sede di richiesta del rating, discute con l'emittente le commissioni e nello stesso tempo gli presenta il suo rating potenziale. Proprio a questo punto, nel caso in cui l'emittente non sia soddisfatto del rating che l'agenzia gli ha proposto, può fare shopping, recandosi da un'altra agenzia, senza, ovviamente, aver pagato la prima. Questo studio mostra che le agenzie tendono ad emettere rating inflazionati tanto più ci sono investitori inesperti sul mercato (il numero di investitori inesperti aumenta nei periodi di crescita dell'economia) o quando il rischio di perdita reputazionale è basso.

Le conclusioni del lavoro condotto da Bolton e colleghi sono le seguenti:

- i. La probabilità di gonfiare il livello dei rating aumenta al crescere della quota di investitori inesperti sul mercato e diminuisce all'aumentare dei costi reputazionali delle agenzie;
- ii. Tale probabilità è più alta nei periodi di euforia dei mercati finanziari (perché aumenta il numero di investitori inesperti);

- iii. Un aumento della concorrenza nel settore del rating non risulta essere ottimale dal momento che aumenta la possibilità di shopping a danno degli investitori meno esperti.

Un altro studio interessante sul tema è quello condotto da Skreta e Veldkamp, sempre risalente al 2009. Questi autori cercano di dare una risposta al perché i rating abbiano sottostimato la rischiosità di molti titoli strutturati. La loro analisi considera la possibilità per gli emittenti di fare shopping e il grado di complessità dello strumento finanziario. I risultati a cui lo studio giunge sono:

- i. I rating emessi dalle agenzie sugli strumenti semplici sono molto simili tra loro e quindi l'incentivo allo shopping è basso;
- ii. I giudizi emessi dalle agenzie sugli strumenti complessi sono differenti e quindi l'incentivo allo shopping è alto.

Di seguito riportiamo un estratto dello studio di Skreta e Veldkamp nel quale gli autori, anche attraverso un esempio numerico (di cui riportiamo solo il grafico per semplicità), dimostrano quanto appena detto.

FIG.31 Rating shopping e grado di complessità dello strumento

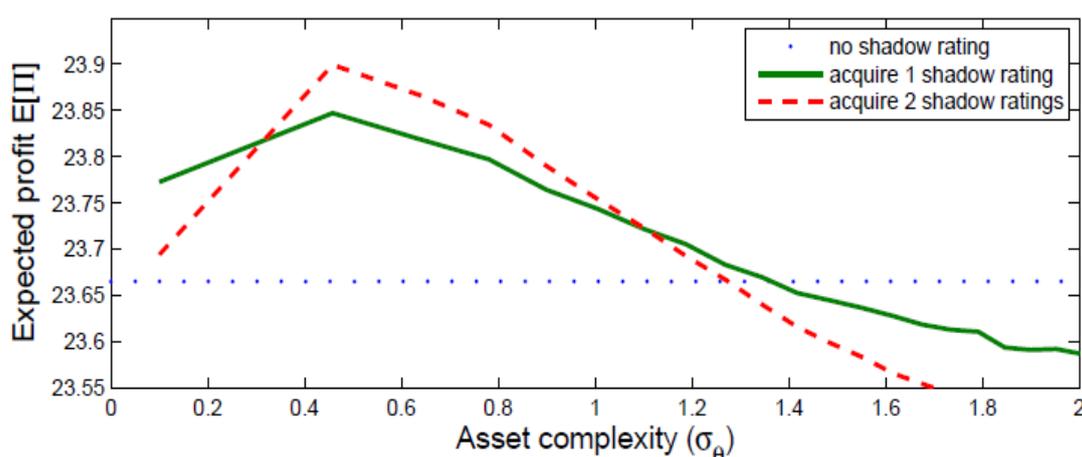
When complexity approaches zero, each rating is perfectly precise. Therefore, there is no benefit and only a cost to acquiring a second rating. When complexity approaches infinity, ratings are uninformative. Again, there is no benefit and only a cost to acquiring either a first or second rating. In between these two extremes, there can be a value to acquiring more than one rating in order to shop for the best one. But if that is the case, then rising complexity must cause the net benefit of a second rating to rise and then fall.

Fonte: *Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Rating Inflation*, in "Journal of Monetary Economics", Skreta V. e L. Veldkamp, 2009

Quanto più la complessità di uno strumento finanziario approssima lo zero, tanto più il rating è preciso e quindi non vi sono benefici, ma solo costi nel richiedere un secondo rating. Quando la complessità dello strumento tende ad infinito, invece, i rating non sono in grado di offrire un'informazione utile all'investitore e quindi non vi sono benefici ma solo costi nel richiedere sia il primo che il secondo rating. Tra queste due situazioni estreme, e cioè per un livello di complessità compreso tra zero ed infinito, può esserci

convenienza ad acquistare più di un rating per ottenere il migliore, può essere conveniente, insomma, fare rating shopping. Come ci mostra il grafico sottostante, fintanto che il livello di complessità si attesta su valori bassi, non vi sarà convenienza a richiedere il secondo rating. Via via che la complessità aumenta vi sarà un livello per il quale è indifferente richiedere uno o due rating; superato tale livello vi sarà convenienza a richiedere il secondo rating. Con l'ulteriore crescita della complessità vi sarà nuovamente un livello per il quale sarà indifferente richiedere uno o due rating; dopo tale livello tornerà ad essere più conveniente richiedere un solo rating.

FIG.32 Complessità dello strumento e convenienza al rating shopping



Fonte: *Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Rating Inflation*, in "Journal of Monetary Economics", Skreta V. e L. Veldkamp, 2009

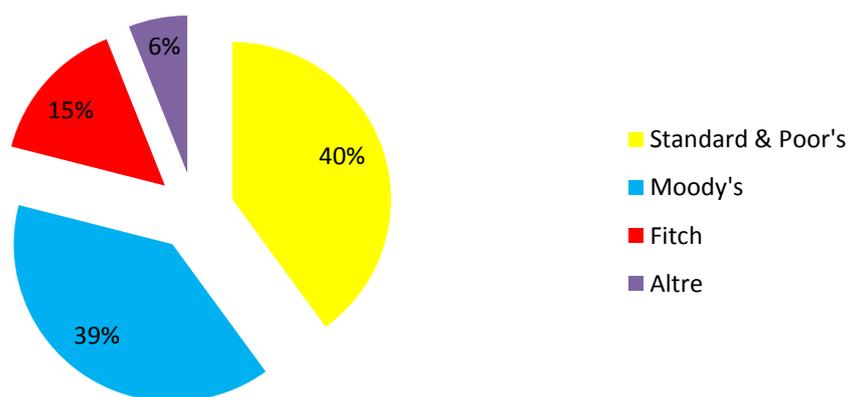
Gli autori concludono sostenendo che l'eliminazione dei conflitti d'interesse potrebbe non essere sufficiente, che un aumento della concorrenza non sarebbe ottimale, che cambiare il modello di business delle agenzie potrebbe creare altri problemi. L'unica soluzione sarebbe allora quella di riconsiderare il ruolo del rating, riducendo l'affidamento che gli investitori hanno fatto sulle agenzie.

3.4.3 Concorrenza

Un altro tema molto caldo è senza dubbio quello della concorrenza. L'industria del rating, come abbiamo più volte sottolineato, è gestita dal tripolio dominante: Standard

& Poor's detiene il 40% del mercato del rating, Moody's ne controlla il 39%, Fitch il 15%; insieme le tre sorelle detengono il 94% del mercato dei "giudizi".

FIG.33 Il mercato del rating



Fonte: dati Reuters

Tale mercato, a ben vedere, è di fatto oligopolistico, comandato dal duopolio composto da Standard & Poor's e Moody's, al quale solo di recente si è aggiunta Fitch.

Le agenzie, come abbiamo visto, hanno le loro sedi principali negli Stati Uniti ma sono attive anche all'interno dell'Unione Europea attraverso società controllate. Quindi, di fatto, finora assolutamente indisturbate, controllano l'intero mercato del rating. La circostanza per la quale queste tre agenzie, sicuramente non per merito, negli anni siano riuscite a costruirsi una situazione tale da non avere concorrenti, fa sorgere importanti preoccupazioni. Finalmente, infatti, le autorità internazionali si stanno muovendo nell'ottica di ampliare l'arena di concorrenti anche nel mercato del rating, con la logica economica secondo la quale all'aumentare del grado di competitività di un settore dovrebbe crescere la qualità del prodotto/servizio offerto e i prezzi dovrebbero attestarsi su un livello ottimale. D'altra parte, i casi recenti di scarsa performance dei giudizi emessi dalle agenzie, e soprattutto dei notevoli ritardi nel declassamento di società di cui lo stato di crisi era palese, hanno dimostrato le debolezze dell'industria del rating e, di conseguenza, indotto le istituzioni comunitarie a promuovere la concorrenza in questo mercato. L'obiettivo di accrescere il grado di competitività in questo settore viene perseguito facilitando la comparabilità dei rating e riducendo le barriere

normative all'ingresso. Proprio verso questa direzione, ad esempio, va la proposta di comunicare i rating all'Aesfem (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), in inglese ESMA, la quale “farà sì che tutti i rating disponibili sul mercato per uno strumento di debito siano pubblicati sotto forma di un indice europeo di rating (Eurix), liberamente consultabile dagli investitori” (Gila, Miscali, 2012). Sempre in questo senso va la proposta di creare una scala di rating armonizzata, con gli stessi standard, che dovrà essere utilizzata da tutte le agenzie, o la possibilità che l'Aesfem svolga il monitoraggio per preservare la concorrenza nel mercato del rating.

Per accrescere il numero di agenzie concorrenti si potrebbe procedere tramite un abbassamento delle barriere all'entrata, agendo per esempio sulla riduzione dei requisiti reputazionali che le agenzie devono possedere affinché i propri rating possano essere utilizzati ai fini regolamentari. Oppure si potrebbe prevedere lo “spezzettamento” delle agenzie di rating esistenti in un'ottica di specializzazione funzionale (Gila, Miscali, 2012).

Occorre sottolineare, inoltre, che la difficoltà che incontrano le nuove agenzie di rating ad entrare nel mercato derivano dalla natura e dalle caratteristiche stesse del mercato piuttosto che dall'esistenza di vere e proprie barriere all'entrata. Ciò perché gli emittenti richiedono il rating solo a quelle agenzie universalmente riconosciute dagli investitori e ai fini regolamentari e ritenute, quindi, più affidabili, insomma, le agenzie che hanno accumulato capitale reputazionale. Costruire tale reputazione richiede tempo e risorse che le nuove agenzie, essendo tali, non possiedono. A questo punto, un'ulteriore questione che sorge consiste nel fatto che tipicamente le agenzie riconosciute ai fini regolamentari vengono scelte sulla base della percezione della loro affidabilità da parte di emittenti e di investitori; stando così le cose sono, quindi, escluse tutte le nuove agenzie. Dunque, “fino al punto in cui il riconoscimento regolamentare è basato sull'affidamento al mercato, e l'affidamento al mercato è influenzato dal riconoscimento regolamentare, si crea un ciclo di discriminazione perpetuo” (Ferri, Lacitignola, 2009). Problema non da poco, insomma; torneremo sulla questione del riconoscimento regolamentare nel successivo capitolo.

3.4.4 Conflitti d'interesse

Il conflitto di interesse è una problematica molto importante nell'industria del rating. Tale conflitto trova le sue radici nel sistema attraverso cui viene attribuito il rating stesso: l'emittente che richiede l'emissione del rating all'agenzia è anche colui che paga le commissioni all'agenzia per il servizio che gli ha reso. Dall'utilizzo di tale modello, che prende il nome di *issuer-pays*, discende il fatto che le agenzie ricevono la maggior parte di loro ricavi dagli emittenti a cui attribuiscono il rating. Risulta chiaro che l'agenzia, in queste condizioni, potrebbe non essere del tutto indipendente. Il rischio, infatti, è che l'agenzia non valuti correttamente la solvibilità dell'emittente, soprattutto nel caso in cui una corretta valutazione portasse ad un livello di rating inferiore a quello che l'emittente desidera o di cui ha necessità, pur di non perdere quel cliente.

I conflitti di interesse sembrano essere ancora più pericolosi quando alle transazioni di finanza strutturata viene attribuito un rating. Essendo, infatti, il mercato del rating per tali prodotti cresciuto molto negli ultimi anni (basti pensare alla crisi dei mutui sub-prime), questo ha fatto nascere il rischio che le agenzie possano essere diventate meno scrupolose nell'attribuzione dei giudizi pur di mantenere il flusso di transazioni. Un'ulteriore questione non di poco conto a cui si è già accennato è che le agenzie spesso e volentieri non si sono limitate all'emissione di rating per i prodotti di finanza strutturata ma hanno fornito anche servizi di consulenza su come procedere alla strutturazione dei titoli. "Il profilo patologico della strutturale commistione tra attività di rating e attività di consulenza per i prodotti di finanza strutturata ha fatto sì che le agenzie di rating fossero incentivate ad assegnare rating troppo generosi, poiché ciò consentiva l'ottenimento di un rating elevato per effettuare il collocamento" (Gila, Miscali, 2012). Per questi motivi le autorità internazionali si stanno muovendo nell'ottica di proibire l'attività di servizi «universali», di porre limitazioni a investitori e azionisti delle agenzie, di obbligare gli emittenti a cambiare periodicamente agenzia e di imporre requisiti di indipendenza più stringenti per gli amministratori.

Dal canto loro, le agenzie si stanno impegnando a prevedere dei cosiddetti «codici di condotta» attraverso i quali disciplinare anche il conflitto di interesse. Standard & Poor's lo scorso 29 giugno ha pubblicato un nuovo codice di condotta di cui riportiamo un estratto in cui vengono previste le misure adottate per ridurre il conflitto di interessi.

FIG.34 Le misure adottate da Standard & Poor's in tema di conflitto d'interesse



Standard & Poor's Ratings Services Code of Conduct

June 29, 2012

3. Independence and Avoidance of Conflicts of Interest

- 3.1 Standard & Poor's will establish and maintain reporting lines and compensation arrangements for compliance officers and Employees in Control Roles and Analytical Roles that reinforce the independence of their respective judgments. For a compliance officer or Employee in a Control Role this means that Standard & Poor's will not consider its financial performance when evaluating the performance or determining the compensation (including incentive awards) of those Employees. For an Employee in an Analytical Role this means that Standard & Poor's will not consider the commercial implications (such as revenue, fees, or market share) of that

Standard & Poor's Ratings Services Code of Conduct – June 29, 2012

Page | 5

Employee's analytical decisions when evaluating the performance or determining the compensation (including incentive awards) of that Employee.

- 3.2 To minimize the potential for bias as well as potential conflicts of interest from long-standing relationships between Issuers and Employees in Analytical Roles, Standard & Poor's requires Primary Analysts to rotate analytical responsibility over time and in a manner that will promote the continuity of the ratings process. In addition, when required by law or regulation or where otherwise feasible and appropriate, Standard & Poor's also rotates Rating Committee Chairpersons and/or other Analysts.
- 3.3 Standard & Poor's will establish and maintain measures to protect against Analysts and other Employees directly involved in Credit Rating Activities engaging in Commercial Activities or other activities that may create an actual or potential conflict of interest or that may compromise the independence and objectivity of Standard & Poor's Credit Ratings Activities.
- 3.4 Standard & Poor's will establish and maintain controls so that the Ancillary Services and Other Services of Standard & Poor's or its affiliates do not affect Standard & Poor's Credit Rating Activities.
- 3.5 Standard & Poor's will take a Credit Rating Action regardless of the potential effect (economic, political, or otherwise) of that action on Standard & Poor's, an affiliate, an Issuer, an investor, or any other market participant.
- 3.6 Standard & Poor's will establish and maintain written policies and measures to (a) identify and (b) eliminate, or manage and disclose, as required by law or regulation or where otherwise feasible and appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence Standard & Poor's Credit Rating Activities as well as the opinions and analyses of Standard & Poor's or the judgment and analyses of its Analysts.
- 3.7 Employees (including officers of Standard & Poor's) will not directly participate in Credit Rating Activities related to an Issuer when engaged in employment discussions with that Issuer.

Fonte: www.standardandpoors.it

Ecco, invece le misure adottate da Moody's, tratte dal suo codice di condotta professionale, pubblicato nel giugno 2011:

FIG.35 Le misure adottate da Moody's in tema di conflitto d'interesse

2. Independence and Avoidance and/or Management of Conflicts of Interest

A. GENERAL

- 2.1 MIS will not forbear or refrain from taking a Credit Rating Action, or from initiating or concluding a review of a Credit Rating, based on the potential effect (economic, political, or otherwise) of the action on MIS, an Issuer, an investor or other market participant.
- 2.2 MIS and its Analysts will use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity.
- 2.3 The determination of a Credit Rating will be influenced only by factors relevant to the credit assessment.
- 2.4 The Credit Rating MIS assigns to an Issuer or obligation will not be affected by the existence of, or potential for, a business relationship between MIS (or its affiliates) and the Issuer (or its affiliates), or any other party, or the non-existence of any such relationship.
- 2.5 MIS will separate, operationally and legally, its Rating Services and Analysts from any other business that may present a conflict of interest. MIS will disclose on moodys.com any Ancillary Services and Other Permissible Services it offers. If MIS intends to offer new Other Permissible Services or Ancillary Services, MIS will first consult with the Compliance or Legal Departments. For Ancillary Services and Other Permissible Services that do not necessarily present conflicts of interest with MIS's Credit Rating Services, MIS will have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise, or to appropriately manage those conflicts that may arise.

B. PROCEDURES AND POLICIES

- 2.6 MIS will adopt written internal procedures and mechanisms to:
 - a. identify; and
 - b. eliminate, or manage and disclose, as appropriate, actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses MIS makes or the judgment and analyses of Employees who have an influence on Credit Ratings decisions.
- 2.7 MIS's disclosures of known actual and potential conflicts of interest will be complete, timely, clear, concise, specific, and prominent. Such disclosures will be made through moodys.com.
- 2.8 MIS will disclose the general nature of its compensation arrangements with rated entities.
 - a. MIS does not provide consulting services. MIS does not receive from rated Issuers compensation unrelated to its Rating Services. If MIS were to receive from a rated Issuer compensation unrelated to its Rating Services, MIS would disclose the proportion such fees constitute against the fees MIS receives from the Issuer for Rating Services.
 - b. MIS will disclose if it receives 10 percent or more of its annual net billings from a single Issuer, originator, arranger or subscriber (including any affiliates of the Issuer, originator, arranger, or subscriber).
- 2.9 In accordance with MIS's *Securities Trading Policy*, MIS and its Employees will not engage in any Securities (including derivatives) trading that presents conflicts of interest with MIS's or its Employees' rating activities.
- 2.10 In instances where rated entities (e.g., governments) have, or are simultaneously pursuing, affiliated oversight functions related to MIS, MIS will use different Employees to conduct its Credit Rating evaluations for such rated entities than those Employees involved in its oversight issues.

C. ANALYST AND EMPLOYEE INDEPENDENCE

- 2.11 Reporting lines for Employees and their compensation arrangements will be organized to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest.
- a. Analysts will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that MIS derives from Issuers that the Analyst rates or with which the Analyst regularly interacts.
 - b. MIS will conduct formal and periodic reviews of compensation policies and practices for Employees who participate in, or who might otherwise have an effect on, the Credit Rating process to ensure that these policies and practices do not compromise the objectivity of the Credit Rating process.
- 2.12 MIS has implemented a separation of its rating and commercial activities. MIS Employees who approve or participate in determining or monitoring Credit Ratings, or who are involved in the development or approval of models or methodologies used in providing Rating Services, will not participate in discussions regarding fees or payments with any rated entity. Employees in the MIS Commercial Group will not participate in the determination or monitoring of Credit Ratings or in the development or approval of models or methodologies used in providing Rating Services.
- 2.13 As described in more detail in various policies and procedures, Employees will not approve, participate in or otherwise influence the determination of the Credit Rating of any particular entity or obligation if the Employee or any Family Member of the Employee:
- a. owns Securities (including derivatives of Securities) of the rated entity;
 - b. owns Securities (including derivatives of Securities) of any entity related to a rated entity, the ownership of which either constitutes a conflict of interest or creates the impression of a conflict of interest that MIS deems to be unacceptable;
 - c. has had a recent employment or other significant business relationship with the rated entity that either constitutes a conflict of interest or creates the impression of a conflict of interest that MIS deems to be unacceptable;
 - d. has an immediate relation (*i.e.*, a spouse, partner, parent, child, or sibling) who works for the rated entity in circumstances where this employment relationship either constitutes a conflict of interest or creates the impression of a conflict of interest that MIS deems to be unacceptable; or
 - e. has, or had, any other relationship with the rated entity or any related entity thereof that either constitutes a conflict of interest or creates the impression of a conflict of interest that MIS deems to be unacceptable.
- 2.14 In accordance with the *Securities Trading Policy*, Employees who are involved in the rating process and their Family Members are prohibited from buying, selling or engaging in any transaction in any Security (including a derivative of any Security) issued, guaranteed, or otherwise supported by any entity within such Employee's primary area of analytical responsibility.
- 2.15 MIS maintains prohibitions on soliciting or accepting money, gifts, favors, services or entertainment from any customer (*i.e.* any third party with whom MIS has a business relationship that relates to Credit Rating activities). All MIS personnel are required to obey these prohibitions and those in the MCO Code.
- 2.16 Any Analyst or Manager who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility), will be required, subject to applicable law, to disclose such relationship to his or her

immediate supervisor, his or her department head, and/or a member of the Compliance, Human Resources or Legal Departments, as required by applicable policies and procedures. Based on the assessment of this information, MIS will take appropriate steps to mitigate the real or apparent conflict.

- 2.17 Where an Analyst or any other Employee who participates in determining or monitoring Credit Ratings leaves the employ of MIS and becomes an employee of an Issuer, underwriter, or sponsor of obligations the Analyst or other Employee was involved in rating or of a financial firm with which he or she had dealings as part of his or her duties at MIS, MIS will conduct a look back review of such Analyst's or Employee's work in accordance with applicable law. Where required by law, MIS will report to the regulatory authorities those instances where MIS becomes aware within the time period specified by the relevant regulatory authority, that a former MIS employee obtains employment with such an entity referred to in the preceding sentence in the circumstances described therein after his or her employment with MIS.

Fonte: www.moodys.com

Infine ecco le misure adottate da Fitch nel suo codice di condotta risalente al 1 agosto 2012:

FIG.36 Le misure adottate da Fitch in tema di conflitto d'interesse

2.2 Independence and Avoidance of Conflicts of Interest

A. General

- 2.2.1 Fitch shall not forbear or refrain from taking a rating action based on the potential effect (economic, political or otherwise) of the rating action on Fitch, an issuer, an investor or other market participant.
- 2.2.2 Fitch and its analysts shall use care and professional judgment to maintain both the substance and appearance of independence and objectivity. All employees shall comply with the provisions of the Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy, which is available on Fitch's free public website
- 2.2.3 The determination of a rating shall be influenced only by factors known to the relevant rating committee and believed by it to be relevant to such rating.
- 2.2.4 The rating Fitch assigns to an issuer or security shall not be affected by the existence of or potential for a business relationship between Fitch (or its affiliates) and the issuer (or its affiliates) or any other party, or the non-existence of such a relationship.
- 2.2.5 Fitch shall separate, operationally and legally, its rating business and rating analysts from any other Fitch businesses, including consulting businesses, that may present a conflict of interest. Fitch shall maintain and publish a formal

Fitch Ratings – Code of Conduct – 1 August 2012

7

FitchRatings

Firewall Policy governing firewalls and operations between Fitch and its non-rating affiliates to mitigate potential conflicts of interest. This policy is available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com. Fitch shall ensure that ancillary business operations, which do not necessarily present conflicts of interest with Fitch's rating business, have in place procedures and mechanisms designed to minimize the likelihood that conflicts of interest will arise or to appropriately manage those conflicts that may arise. Fitch has defined what it considers, and does not consider, to be an ancillary business and why in Fitch's Statement on "Definition of Ancillary Business", available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com.

B. Procedures and Policies

- 2.2.6 Fitch shall adopt written internal procedures and mechanisms to (1) identify and (2) eliminate, or manage and disclose, as appropriate, any actual or potential conflicts of interest that may influence the opinions and analyses Fitch makes or the judgment and analyses of the individuals Fitch employs who have an influence on ratings decisions. Fitch will disclose such conflict avoidance and management measures.
- 2.2.7 Fitch's disclosures of known actual and potential conflicts of interest shall be timely, clear, concise, specific and prominent.
- 2.2.8 The general nature of Fitch's compensation arrangements with rated entities is as follows: Fitch shall make every effort to manage the potential conflict arising from the payment of fees by issuers and ensure that Fitch's receipt of fees from issuers does not impair the independence, objectivity or integrity of its ratings and rating actions. Fitch shall maintain a set fee schedule and make it available to all issuers and their agents, provided, however, that Fitch reserves the right to periodically revise such fee schedule without prior notice. Fitch shall not base any fees on the success of a bond issue or the issuer achieving any particular rating or other result. Fitch shall disclose in all of its published research that Fitch is paid fees by the issuers it rates, as well as its range of fees. Any issuer may terminate its fee arrangement with Fitch without fear that its rating will be lowered for that reason. Fitch, however, reserves the right to withdraw any rating at any time for any other reason, including if Fitch deems there is insufficient market interest in the rating or insufficient information to maintain the rating, or both.
- a. If Fitch were to receive from a rated entity compensation unrelated to Fitch's ratings and routine subscription and license fees for its published research and data, such as compensation for consulting services, Fitch shall disclose the proportion such non-rating fees constitute against the fees Fitch receives from the entity for ratings and routine subscriptions and licenses.

FitchRatings

- b. Fitch Inc. shall disclose if it receives 10 percent or more of its consolidated annual billings (the "Ten Percent Threshold") for a fiscal year from a single issuer, originator, arranger or subscriber. Fitch Inc. shall neither issue nor maintain a credit rating solicited by a rated entity if the Ten Percent Threshold is reached for such rated entity in the most recently ended fiscal year.
- c. Fitch shall also make any other disclosures concerning revenues or billings at the relevant Fitch subsidiary as required by applicable regulation.
- d. Fitch shall encourage issuers and originators of structured finance products to disclose publicly all relevant information with respect to such products to enable investors to conduct their own analyses independently of that of rating agencies. As specified in Clause 3.6 below, Fitch expects that such public disclosure will happen.
- 2.2.9 In accordance with the Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy (which is available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com), Fitch's employees shall not engage in any securities or derivatives trading presenting conflicts of interest with their involvement in Fitch's rating activities.
- 2.2.10 If a rated entity (for example, a government or central bank) has, or is simultaneously pursuing, affiliated oversight functions related to Fitch, Fitch shall use different employees to conduct its rating actions with respect to such entity than those employees involved in its oversight issues.

C. Analyst and Employee Independence

- 2.2.11 Reporting lines for Fitch employees and their compensation arrangements shall be structured to eliminate or effectively manage actual and potential conflicts of interest.
- a. An analyst will not be compensated or evaluated on the basis of the amount of revenue that Fitch derives from issuers that the analyst rates or with which the analyst regularly interacts.
 - b. Fitch shall conduct formal and periodic reviews of its compensation policies and practices for its analysts and other employees who participate in or who might otherwise have an effect on the rating process to ensure that these policies and practices do not compromise the objectivity of Fitch's rating process.
- 2.2.12 Employees who are directly involved in the rating process shall not initiate, or participate in, discussions regarding fees or payments with any entity they rate.

FitchRatings

- 2.2.13 In accordance with the Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy (which is available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com), no Fitch employee shall participate in or otherwise influence the determination of Fitch's rating of any particular entity or obligation if the employee:
- a. Owns securities or derivatives of the rated entity, other than holdings in diversified collective investment schemes;
 - b. Owns securities or derivatives of any affiliate of a rated entity, the ownership of which may cause or may be perceived as causing a conflict of interest, other than holdings in diversified collective investment schemes;
 - c. Has had a recent employment or other significant business relationship with the rated entity that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest;
 - d. Has a relative in a "Key Management Position" defined as a position held by a Fitch employee's spouse, partner, parent, child or sibling at a rated entity that includes a member of a board of directors or an equivalent position; an executive officer role, such as chairman, chief executive officer, president, chief legal officer, or chief operating officer; chief financial officer or a role that reports directly to the chief financial officer; treasurer or a role that reports directly to the treasurer; or a role in any capacity that interfaces with rating agencies ; or
 - e. Has, or had, any other relationship with the rated entity or any affiliate thereof that may cause or may be perceived as causing a conflict of interest.

2.2.14 In accordance with the Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy (which is available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com), Fitch's analysts and anyone involved in the rating process (or their spouse, domestic partner or minor children) shall not buy or sell or engage in any transaction in any security or derivative based on a security issued, guaranteed or otherwise supported by any entity within such analyst's area of primary analytical responsibility, other than holdings in diversified collective investment schemes.

2.2.15 In accordance with the Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy (which is available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com), Fitch employees are prohibited from soliciting money, gifts or favors from anyone with whom Fitch does business and are prohibited from accepting gifts offered in the form of cash or any gifts exceeding a minimal monetary value.

FitchRatings

2.2.16 In accordance with the Worldwide Confidentiality, Conflicts of Interest and Securities Trading Policy (which is available on Fitch's free public website, www.fitchratings.com), any Fitch analyst who becomes involved in any personal relationship that creates the potential for any real or apparent conflict of interest (including, for example, any personal relationship with an employee of a rated entity or agent of such entity within his or her area of analytic responsibility) shall, subject to applicable law, disclose such relationship to the appropriate manager or officer of Fitch.

2.2.17 Fitch shall establish a policy and related procedure for reviewing, as appropriate, the past work of analysts that leave the employ of Fitch and join an issuer that any such analyst has been significantly involved in rating or a financial firm with which any such analyst has had significant dealings as part of his or her duties at Fitch.

Fonte: www.fitchratings.com

Possiamo identificare diversi punti in comune tra le misure adottate dalle tre agenzie per contrastare il conflitto d'interesse. Cerchiamo di mettere in evidenza i punti più significativi:

- per rafforzare l'indipendenza dei loro impiegati, le agenzie si impegnano a non valutarli, né determinare i loro compensi, sulla base dei guadagni che procurano loro;
- per evitare i potenziali conflitti di interesse derivanti dall'instaurarsi di lunghe relazioni con i clienti, le agenzie si impegnano a prevedere dei sistemi di rotazione dei loro analisti;

- per non compromettere l'indipendenza e l'obiettività dell'attività di credit rating (emissione del giudizio), le agenzie provvedono affinché gli analisti e dipendenti che si occupano della valutazione e decidono i giudizi, non siano coinvolti in altre attività che potrebbero creare conflitti di interesse (ad esempio non parteciperanno alle riunioni in cui si discute delle commissioni da applicare agli emittenti);
- le agenzie effettuano controlli affinché i servizi accessori offerti non influenzino l'attività di emissione dei rating, impegnandosi a separare, a livello operativo e legale, i servizi di rating e analisi dagli altri servizi offerti;
- le agenzie elaborano e rendono pubbliche misure e procedimenti per identificare, eliminare o gestire, come richiesto dalla legge, i conflitti di interesse che possono influenzare sia l'attività di emissione dei giudizi che i loro dipendenti;
- le agenzie si impegnano a rendere pubblici i conflitti di interesse effettivi esistenti e potenziali.

CAPITOLO 4

Spiragli di Riforme

4.1 Rating vs Regolamentazione

Come abbiamo più volte sottolineato, l'industria del rating si caratterizza per l'assenza di regole che disciplinino l'operato delle agenzie, nonostante poi i giudizi emessi da tali agenzie siano utilizzati ai fini regolamentari.

Possiamo affermare che le agenzie di rating hanno acquisito un grande potere all'interno del mercato nel corso degli anni in parte grazie al meccanismo di costruzione della propria reputazione, in parte proprio grazie alla regolamentazione. Partnoy, a tal proposito, parla di licenze regolamentari (Partnoy, 1999). La teoria delle licenze regolamentari fornita da Partnoy è molto lineare, cerchiamo di spiegarla. In assenza di una regolamentazione che include al suo interno i rating, questa teoria coinciderebbe con la teoria del capitale reputazionale, secondo la quale le agenzie perdurano sul mercato grazie alla loro capacità di accumulare capitale reputazionale appunto, attraverso la vendita di informazioni, i rating. Nel momento in cui però i rating vengono utilizzati per finalità regolamentari, ossia la regolamentazione li richiede e li utilizza come punto di riferimento (per esempio per la determinazione del Patrimonio di Vigilanza nell'accordo di Basilea), allora le agenzie di rating non vendono solo informazioni ma anche "preziosi diritti di proprietà associati all'ottemperanza della regolamentazione"(Ferri, Lacitignola, 2009). Sempre secondo Partnoy i rating non hanno alcun contenuto informativo ma servono soltanto ad ottenere un trattamento regolamentare di favore: per gli emittenti ottenere un livello di rating idoneo è fondamentale per raccogliere capitali sul mercato e quindi le agenzie sarebbero una

sorta di riscossori di una tassa di accesso ai mercati finanziari. Una tesi, quella sostenuta da Partnoy, molto forte, visto che di fatto nega l'utilità per gli investitori dell'intermediario finanziario agenzia di rating. Sempre l'autore scrive: "Le agenzie di rating sono perciò un eccellente esempio di come non privatizzare una funzione regolamentare [...] Mai [chi ha agito] troppo poco e troppo tardi è stato così potente". Le agenzie baserebbero i loro profitti, quindi, sulla vendita di «licenze regolamentari», ossia certificazioni del rispetto di determinati requisiti necessari per beneficiare del trattamento previsto dalla regolamentazione, in pratica per poter accedere ai mercati finanziari. Ciò perché, come abbiamo evidenziato diverse volte in precedenza, una larga parte degli investitori è soggetta alla regolamentazione, la quale richiede l'acquisto di titoli di debito che abbiano ottenuto un rating *investment grade* da parte di una delle agenzie riconosciute ai fini regolamentari. Conseguentemente gli strumenti di debito che non hanno ottenuto un rating *investment grade* hanno meno possibilità di essere collocati sul mercato. Sempre secondo il parere di Partnoy, l'esperienza dimostra che i declassamenti o gli up-grade dei rating emessi dalle agenzie non offrono nessun contributo informativo dal momento che, in caso di declassamento, esso avviene tipicamente in ritardo, quando ormai lo stato di crisi dell'emittente è palese, mentre in caso di aumento del livello del rating, le agenzie non fanno altro che confermare una situazione che gli investitori già conoscono.

D'altra parte Hill considera le argomentazioni di Partnoy troppo severe: non c'è dubbio che i dettami regolamentari siano un'ottima motivazione per richiedere un rating, però devono esserci anche altre motivazioni che spingono gli emittenti ad ottenere un rating (Hill, 2004). In particolare occorre considerare che nella maggior parte dei casi gli emittenti richiedono il rating a due agenzie e, in genere, alle agenzie che applicano le commissioni più alte, e cioè Moody's e Standard & Poor's. Le prescrizioni regolamentari richiedono raramente l'ottenimento di due rating, in genere è sufficiente un solo rating, il quale potrebbe essere tranquillamente ottenuto da Fitch ad esempio, che applica commissioni più basse delle altre due. Quindi, stando così le cose, sembra assurdo, o quantomeno strano il fatto che un gran numero di emittenti richieda due rating e per lo più alle agenzie più costose. Una spiegazione potrebbe essere quella che il mercato valuta in maniera diversa le imprese i cui titoli siano retati da due agenzie, rispetto a quelle i cui titoli siano retati da una sola agenzia. Ottenere due rating

potrebbe essere un segnale percepito come positivo dal mercato. Il motivo per il quale il rating venga richiesto alle due agenzie che applicano le commissioni più alte, Moody's e Standard & Poor's per l'appunto, potrebbe plausibilmente essere di tipo «emotivo»: gli investitori in genere preferiscono ciò che conoscono, ciò che gli è familiare e il fatto che un'agenzia sia più conosciuta di un'altra è percepito, di solito, come segnale di maggiore affidabilità.

Inoltre, la circostanza per la quale diversi emittenti richiedano il rating anche quando si aspettano di ricevere una votazione che non rientri nella categoria *investment grade*, potrebbe essere un'ulteriore dimostrazione che il trattamento regolamentare non sia la principale o l'unica motivazione per la richiesta di un rating (Ferri, Lacitignola, 2009).

Resta comunque irrisolto un palese paradosso: il rating è uno strumento chiave di cui si serve la regolamentazione ma gli intermediari finanziari che emettono tale rating non sono sottoposti a nessuna regolamentazione. La crisi recente ha fortemente sensibilizzato le autorità e in generale i mercati sul tema «regolamentazione»: il crollo dell'economia è stato causato in parte, probabilmente in gran parte, proprio dalla mancanza di regole. Ecco quindi il motivo per il quale, una volta superato l'acme della crisi, tutte le autorità si stanno muovendo nell'ottica di disciplinare l'accesso al mercato e l'operato di tutti gli intermediari finanziari, agenzie di rating comprese, le quali, ricordiamo, nate deregolate hanno acquisito il loro potere proprio dalla regolamentazione. Un potere, quello delle agenzie di rating, che spazia in tutti i campi, dal momento che «le valutazioni degli analisti di Standard & Poor's, Moody's e Fitch (o anche di una soltanto di esse) non soltanto hanno un'eccezionale rilevanza sui mercati, ma esercitano un peso politico sugli orientamenti dei governi e su decisioni che gli stessi governi sono costretti a prendere»(Nava, 2011).

Insomma, per tutti questi motivi, soprattutto negli Stati Uniti, in tempi recenti si è avvertita l'impellente necessità di dotare il settore del rating di una regolamentazione organica. Fino a pochissimo tempo fa la posizione del legislatore è stata agnostica, di totale trascuratezza nei confronti del soggetto «agenzia di rating» ma, nel contempo, di riconoscimento della rilevanza del prodotto della loro attività, il «rating».

Cerchiamo, prima di analizzare le nuove regole del rating, di ripercorrere tutte le fasi che hanno portato all'inizio di questo tortuoso percorso, tuttora in atto, che ha come meta finale la previsione di un sistema normativo che disciplini le agenzie di rating.

4.2 Dall'autoregolamentazione al riconoscimento NRSRO

La prima fase del percorso che oggi sta portando alla realizzazione di un corpus organico di regole atte a disciplinare le agenzie di rating, può essere collocata tra la seconda metà dell'Ottocento e la metà degli anni settanta del secolo scorso. Tale fase si caratterizza per la quasi totale assenza di interesse del legislatore e, quindi, per la completa autoregolamentazione del settore in questione. Sappiamo che già dall'inizio del Novecento la società di Jhon Moody pubblicò i primi rating, seguita da Fitch Publishing Company, Poor's Publishing Company e Standard Statistic Company.

In quei primi tempi il modello di business delle agenzie di rating era del tipo «investors-pays»: coloro che avevano intenzione di acquistare un determinato strumento di debito, dunque gli investitori, si rivolgevano alle agenzie di rating per ottenere informazioni sul merito di credito dell'emittente e pagavano le agenzie per il servizio di cui avevano usufruito.

Se fino allo scoppio della crisi del 1929 lo strumento del rating era solo parzialmente diffuso e non si rivolgeva alla grande platea degli investitori, dopo il '29 e la successiva fase di recessione che colpì tutto il mondo, si avvertì sempre più la necessità di valutare con maggiore prudenza l'allocatione dei propri investimenti. Nel 1934 il presidente americano Franklin Delano Roosevelt, nell'ambito del programma New Deal, fondò la SEC (Securities and Exchange Commission), l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori. Questa agenzia nel 1936 promulgò un decreto che vietava agli istituti di credito di effettuare investimenti di carattere «speculativo». In quegli anni alle banche vennero posti importanti limiti all'acquisto di obbligazioni che non avessero ottenuto un rating *investment grade*. Inoltre, dal momento che il modello vigente era quello «investors-pays», le agenzie erano incentivate a fornire giudizi sui titoli che fossero affidabili, al fine di offrire un servizio di livello agli investitori e quindi di ottenere il successo economico.

Sempre in quegli anni erano molto diffusi i «recognized rating manuals», manuali per identificare la natura di un investimento e distinguerne l'eventuale carattere speculativo dello stesso. Le banche dovevano seguire le analisi e le procedure contenute in questi manuali, che pian piano divennero indispensabili e di riferimento per l'intero sistema finanziario. «In questo modo il regolatore, inibendo di fatto tutto ciò che non era riconducibile a una valutazione contenuta all'interno di questi manuali di rating,

consacrava il lavoro delle agenzie presenti sul mercato; da quel momento ne legittimò il lavoro e contribuì alla rapida e potente ascesa delle agenzie all'interno del mercato finanziario” (Gila, Miscali, 2012).

L'effetto di questo primo utilizzo del rating ai fini regolamentari fu devastante: circa la metà delle emissioni obbligazionarie americane non ottenne un livello di rating *investment grade*. Quindi il rating stava rafforzando sempre più il proprio ruolo come strumento di riferimento ai fini regolamentari, d'altra parte, le agenzie che emettevano tali giudizi erano esenti da qualsiasi tipo di regolamentazione. Non veniva infatti identificato nessun requisito per potersi definire «agenzia di rating» e tutto era, molto genericamente, rimesso ad una interpretazione, del tutto imprecisa, del riferimento normativo di agenzie «riconosciute», in pratica le società già presenti sul mercato. D'altra parte, occorre sottolineare che in quegli anni non vi furono numerosi default, né shock sistemici, il quarantennio che va dagli anni trenta ai primi anni settanta fu caratterizzato da crescita economica senza forti scossoni. Anche per questo non si avvertì l'esigenza di preoccuparsi di regolamentare il settore del rating.

I primi anni settanta furono, invece, contraddistinti da numerose crisi e fallimenti che le agenzie di rating non furono sempre in grado di valutare in maniera adeguata. Ecco il motivo per cui, proprio in quegli anni, il legislatore americano si preoccupò per la prima volta di prevedere una normativa riguardante le agenzie di rating. In particolare la SEC introdusse il concetto di NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization), prevedendo, dal 1975, che qualsiasi strumento finanziario sarebbe stato quotato sul mercato statunitense solo dopo aver ottenuto un rating da almeno una agenzia riconosciuta come NRSRO. La conseguenza di questo provvedimento fu il rafforzamento del potere di quelle agenzie già esistenti sul mercato e, quindi, la nascita di ulteriori difficoltà all'entrata nel settore per le nuove agenzie (Partnoy, 1999). In effetti, dal 1975, la SEC ha riconosciuto come NRSRO solo pochissime agenzie.

La figura di sotto riporta le agenzie registrate come NRSRO; tale documento, contenente l'elenco delle NRSRO e reperibile sul sito web della SEC, è datato 5 dicembre 2011.

FIG.37 Le agenzie registrate come NRSRO



Credit Rating Agencies—NRSROs

A credit rating agency is a firm that provides its opinion on the creditworthiness of an entity and the financial obligations (such as, bonds, preferred stock, and commercial paper) issued by an entity. Generally, credit ratings distinguish between investment grade and non-investment grade. For example, a credit rating agency may assign a "triple A" credit rating as its top "investment grade" rating for corporate bonds and a "double B" credit rating or below for "non-investment grade" or "high-yield" corporate bonds.

Credit rating agencies registered as such with the SEC are known as "Nationally Recognized Statistical Rating Organizations." There are ten firms currently registered as NRSROs:

- A.M. Best Company, Inc.
- DBRS Ltd.
- Egan-Jones Rating Company
- Fitch, Inc.
- Japan Credit Rating Agency, Ltd.
- Kroll Bond Rating Agency, Inc. (f/k/a LACE Financial Corp.)
- Moody's Investors Service, Inc.
- Rating and Investment Information, Inc.
- Realpoint LLC
- Standard & Poor's Ratings Services

Under the Credit Rating Agency Reform Act, an NRSRO may be registered with respect to up to five classes of credit ratings: (1) financial institutions, brokers, or dealers; (2) insurance companies; (3) corporate issuers; (4) issuers of asset-backed securities; and (5) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government.

Fonte: www.sec.gov

Per poter essere riconosciute come NRSRO le società dovevano possedere determinati requisiti; una volta registrate avrebbero svolto analisi ed emesso rating che le autorità avrebbero considerato come validi, per la precisione, come le sole analisi e i soli rating validi. Per ciò che riguarda i requisiti richiesti, la normativa si focalizzava su aspetti come, ad esempio, la struttura organizzativa dell'agenzia, le sue risorse finanziarie, il grado di indipendenza dell'agenzia rispetto ai clienti, il numero di dipendenti e la loro esperienza. Occorre però ammettere che le procedure e i requisiti per ottenere il

riconoscimento NRSRO non sono molto chiari e danno adito ad una serie di dubbi (Ferri, Lacitignola, 2009).

In effetti, la regolamentazione rimase imprecisa, piena di lacune e, invece di migliorare la qualità del servizio offerto dalle agenzie di rating e aprire il mercato alla concorrenza, di fatto rafforzò soltanto lo status delle società già presenti sul mercato.

“In estrema sintesi il concetto che nella realtà dei fatti fece da elemento distintivo per poter identificare le NRSRO fu semplicemente quello della «buona reputazione» di cui queste società godevano sul mercato; di fatto, si immaginò di strutturare un’impostazione normativa che superasse i limiti del passato, ma come unico risultato si ottenne che si passò da un concetto di «riconoscibilità» a un concetto di «good reputation» dove, come sempre, gli attori presenti erano gli unici in grado di poter rientrare in questa particolare categoria” (Gila, Miscali, 2012).

Il valore del riconoscimento NRSRO è cresciuto nel tempo con il rafforzamento del ruolo che la regolamentazione ha affidato allo strumento del rating. Evidentemente gli operatori del mercato (nella fattispecie gli emittenti, dal momento che proprio nel corso negli anni settanta si è passati al modello «*issuer-pays*») sono costretti a richiedere un rating alle agenzie NRSRO e ciò accresce la domanda di rating e il potere di cui godono tali agenzie. “È in un certo senso paradossale che, a dispetto di ciò, il termine NRSRO non sia mai stato ufficialmente definito dalle SEC, né siano stati definiti formalmente dei criteri per l’attribuzione dello status di NRSRO” (Ferri, Lacitignola, 2009).

4.3 Il Credit Rating Agent Reform Act

La successiva fase del percorso verso la previsione di una regolamentazione organica che disciplini il settore del rating si colloca tra la seconda metà degli anni novanta e i giorni nostri e si caratterizza dalla disciplina speciale, ossia dalla necessità di normative ad *hoc* che abbiano ad oggetto l’«attività di rating» e i soggetti «agenzie di rating». Tale esigenza nasce innanzitutto a causa dell’enorme potere che le agenzie di rating stavano acquisendo negli anni novanta. Significativa, proprio a tal proposito, la famosa considerazione di Thomas L. Friedman, uno dei più noti opinion leader americani,

autore di numerosi articoli di politica estera sul New York Times, vincitore di tre premi Pulitzer per i suoi reportage. Il giornalista, in un'intervista trasmessa il 13 febbraio 1996 da *PBS television broadcast*, ha dichiarato: "There are two superpowers in the world today in my opinion. There's the United States and there's Moody's Bond rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody's can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it's not clear sometimes who's more powerful". Il potere economico e reputazionale che le agenzie stavano acquisendo era enorme ed il tutto era accompagnato dal sempre maggiore riconoscimento ed uso che il rating aveva ai fini regolamentari. Il mercato finanziario, e cioè legislatore, autorità, investitori ed emittenti, si fidava ciecamente dei giudizi emessi dalle agenzie, i quali erano diventati strumenti unici e insostituibili per la valutazione dell'affidabilità di titolo di debito. Nel frattempo, però, iniziavano a verificarsi i primi casi di scarsa performance dei rating emessi dalle agenzie. Queste ultime cominciarono ad essere accusate, nella maggior parte dei casi, di aver creato falsi affidamenti negli investitori, soprattutto non esperti, non avendo aggiornato in tempo i rating di emittenti in crisi, e avendoli declassati solo quando lo stato di crisi era ormai manifesto e palese.

Gli errori di valutazione compiuti nei casi di Enron e WorldCom, le quali, ricordiamo, avevano mantenuto un rating *investment grade* fino a pochi giorni prima della dichiarazione di bancarotta, insieme ad altri casi default che le agenzie non erano state in grado di prevedere, stimolarono il dibattito circa la necessità di riformare completamente l'industria del rating. Lo strumento del rating continuava ad essere considerato il più adeguato per la misurazione del merito di credito di un emittente, tuttavia, andavano riconosciuti e, in qualche modo, regolati tutti i suoi limiti e le sue inefficienze. Proprio a questo scopo, a seguito di una lunga e complessa gestazione, nel 2006 negli Stati Uniti veniva approvato il Credit Rating Agent Reform Act (CRARA), attraverso il quale, per la prima volta, veniva regolamentata l'attività di emissione dei giudizi e venivano assegnati alla SEC importanti poteri di vigilanza.

Questa nuova normativa si poneva l'obiettivo di migliorare la qualità dei rating emessi dalle agenzie nell'ottica sia di offrire un servizio migliore agli investitori sia di tutelarli maggiormente. Il contenuto del CRARA è molto ampio e innovativo. Innanzitutto, per la prima volta, vengono introdotte definizioni importanti, come quella di credit rating, di credit rating agency, di NRSRO; poi vengono previsti una procedura per ottenere la

registrazione NRSRO, una serie di obblighi informativi in capo alle agenzie registrate, e, come già evidenziato, vengono definiti i poteri di vigilanza della SEC. La figura di sotto è un estratto del testo del CRARA, che riporta le definizioni sopracitate.

FIG.38 Le definizioni del CRARA

120 STAT. 1328

PUBLIC LAW 109-291—SEPT. 29, 2006

SEC. 3. DEFINITIONS.

(a) SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934.—Section 3(a) of the Securities Exchange Act of 1934 (15 U.S.C. 78c(a)) is amended by adding at the end the following new paragraphs:

“(60) CREDIT RATING.—The term ‘credit rating’ means an assessment of the creditworthiness of an obligor as an entity or with respect to specific securities or money market instruments.

“(61) CREDIT RATING AGENCY.—The term ‘credit rating agency’ means any person—

“(A) engaged in the business of issuing credit ratings on the Internet or through another readily accessible means, for free or for a reasonable fee, but does not include a commercial credit reporting company;

“(B) employing either a quantitative or qualitative model, or both, to determine credit ratings; and

“(C) receiving fees from either issuers, investors, or other market participants, or a combination thereof.

“(62) NATIONALLY RECOGNIZED STATISTICAL RATING ORGANIZATION.—The term ‘nationally recognized statistical rating organization’ means a credit rating agency that—

“(A) has been in business as a credit rating agency for at least the 3 consecutive years immediately preceding the date of its application for registration under section 15E;

“(B) issues credit ratings certified by qualified institutional buyers, in accordance with section 15E(a)(1)(B)(ix), with respect to—

“(i) financial institutions, brokers, or dealers;

“(ii) insurance companies;

“(iii) corporate issuers;

“(iv) issuers of asset-backed securities (as that term is defined in section 1101(c) of part 229 of title 17, Code of Federal Regulations, as in effect on the date of enactment of this paragraph);

“(v) issuers of government securities, municipal securities, or securities issued by a foreign government; or

“(vi) a combination of one or more categories of obligors described in any of clauses (i) through (v); and

“(C) is registered under section 15E.

Fonte: www.sec.gov

I punti essenziali di questa riforma sono:

- L’agenzia ottiene la qualifica NRSRO a seguito della registrazione presso la SEC, a valle di una procedura definita, scandita nei tempi e basata sul possesso di requisiti oggettivi.

- La registrazione può essere negata solo nel momento in cui l'agenzia non possieda anche uno soltanto dei requisiti stabiliti dalla legge oppure quando la SEC ritenga che l'agenzia non possieda le risorse finanziarie e manageriali adatte al corretto svolgimento dell'attività di credit rating.
- All'interno della domanda di registrazione le agenzie devono fornire tutta una serie di informazioni sulla loro organizzazione e attività; alcune di queste informazioni saranno rese pubbliche, altre rimarranno in possesso della SEC ai fini del controllo di vigilanza.
- Le informazioni fornite dalle agenzie alla SEC devono essere aggiornate continuamente, o almeno su base annua.
- Nel momento in cui una società di rating è registrata, automaticamente è sottoposta alla vigilanza della SEC, alla quale dovrà fornire periodicamente tutta una serie di informazioni; le NRSRO sono tenute, inoltre, a dotarsi di procedure atte ad evitare l'abuso di informazioni privilegiate e il conflitto di interesse, aspetti su cui la SEC ha il potere di imporre particolari prescrizioni e, solo per quanto riguarda i conflitti di interesse, di vietarne alcuni;
- Alle NRSRO è proibito mettere in atto alcune pratiche commerciali sleali, tra cui, ad esempio, quella di condizionare l'attribuzione del rating all'acquisto da parte del cliente di altri servizi offerti, o quella di minacciare un declassamento o un rifiuto dell'emissione di un rating su un prodotto di finanza strutturata, nel caso in cui tutti o parte degli *assets* che costituiscono il prodotto non siano retati dall'agenzia stessa.
- La SEC detiene il potere esclusivo di prevedere sanzioni per le agenzie che non rispettino il nuovo quadro normativo.

L'idea di questa riforma americana era quella di creare un'architettura di regole che rendessero il settore del rating più trasparente e competitivo e meno soggetto ai conflitti di interesse, considerato l'enorme potere che le agenzie avevano acquisito, riuscendo, con i loro giudizi, ad indirizzare le scelte finanziarie delle più importanti istituzioni finanziarie. Tuttavia, questa impostazione normativa soffriva di un errore di sostanza non indifferente che si è palesato con la crisi dei mutui dei sub-prime. Lo sbaglio del legislatore è stato quello di proibire all'organo preposto alla vigilanza delle agenzie, la SEC, di entrare nel merito delle modalità lavorative, delle procedure, metodologie e

sistemi di elaborazione dei rating delle agenzie. Di fatto, “non c’era la minima capacità di controllo, e ancora di più non vi era la minima possibilità di comprendere come le agenzie effettivamente lavorassero e come fossero in grado di elaborare i loro giudizi” (Gila, Miscali, 2012). Ciò ha comportato enormi perdite per gli investitori quando sono iniziati i primi default dei mutui sub-prime, dal momento che molti avevano acquistato strumenti finanziari retati con i migliori giudizi, anche quando gli investimenti non erano assolutamente sicuri.

Un altro errore commesso dal legislatore è stato quello di ritenere che il valore della reputazione acquisita avrebbe motivato le agenzie ad operare con efficienza, obiettività e professionalità. Non garantire l’offerta di un servizio idoneo agli investitori, avrebbe comportato una perdita di reputazione che avrebbe inciso sulla domanda di rating e quindi sui guadagni delle agenzie. Il rischio di una perdita reputazionale avrebbe, quindi, dovuto spingere le agenzie ad operare in maniera corretta. Purtroppo la realtà dei fatti non ha confermato questa logica: le agenzie, a seguito dei numerosi e clamorosi errori di valutazione, invece che perdere la propria reputazione, hanno affermato ancora di più il loro potere. Infatti, quanto più i giudizi delle agenzie su strumenti correlati ai mutui sub-prime erano flessibili, tanto più il loro potere aumentava, dal momento che gli emittenti richiedevano un numero sempre maggiore di servizi alle agenzie (i cosiddetti «servizi ancillari») per poter ottenere, spesso anche attraverso pratiche poco ortodosse, un buon rating sui loro titoli in modo tale da poterli collocare più agevolmente nei portafogli istituzionali. I servizi ancillari, di fatto, erano un costo supplementare che i clienti dovevano sostenere per ottenere quel livello di rating che avrebbe permesso l’allocazione dei loro titoli nei più importanti portafogli di investimento.

D’altra parte le società di rating potevano operare assolutamente indisturbate: non vi era una normativa che disciplinasse la loro attività di elaborazione dei giudizi e contro qualsiasi accusa veniva utilizzato lo scudo del Primo Emendamento americano che garantisce, come già abbiamo visto, la libertà di opinione.

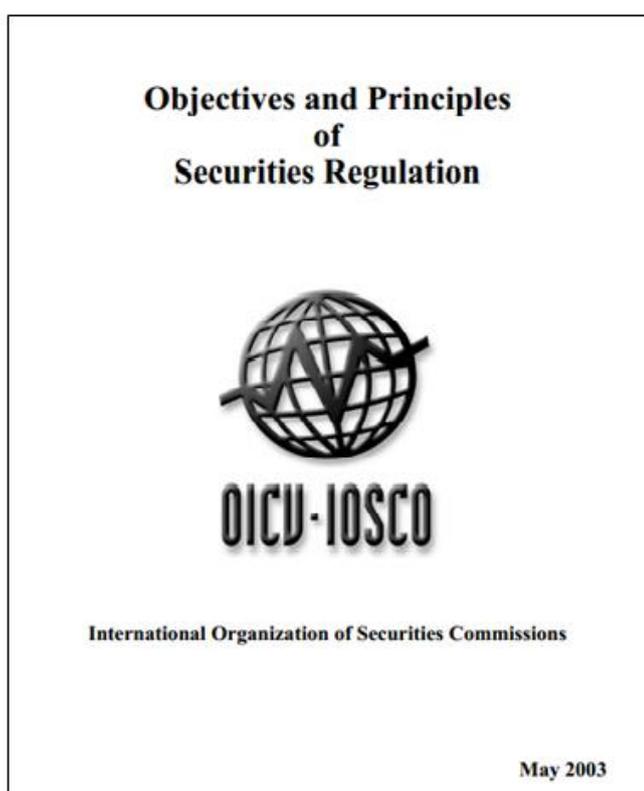
Lo scoppio della bolla immobiliare e tutte le sue drammatiche conseguenze hanno convinto le autorità ad intraprendere un percorso di regolamentazione più stringente nei confronti del settore del rating.

Tra le iniziative di carattere autoregolamentare volte a definire una serie di «best practises» per le agenzie di rating, vanno richiamate quelle della *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO). Nel 2003 la commissione IOSCO ha pubblicato una serie di principi (FIG.39) che le autorità regolamentari, le agenzie di rating e i partecipanti dovrebbero rispettare per migliorare la qualità e l'accuratezza del rating. Tali principi vengono periodicamente aggiornati e sono rivolti a tutte le agenzie: “When developing the principles, IOSCO acknowledged that CRAs [Credit Rating Agencies] were regulated and operated differently in each jurisdiction. Therefore, the principles were drafted as broad high-level objectives so they could be applied in any country and for any type of CRA, regardless of its size or business model.” (Alcubilla, Del Pozo, 2012).

Nel 2004 la IOSCO ha emanato il codice di condotta per le agenzie di rating, il quale contiene le linee guida su cui ciascuna agenzia deve basare il proprio codice di condotta.

Questo progetto è stato realizzato proprio per soddisfare la richiesta degli operatori del mercato e di alcune agenzie di rating, che, avendo fatto propri i principi emanati dalla commissione IOSCO nel 2003, hanno suggerito a quest'ultima la pubblicazione di un codice di condotta in cui venissero fornite misure pratiche per implementare nel concreto tali principi. Nel corso del 2007 la IOSCO ha poi pubblicato una revisione del codice di condotta, nella quale si prende atto che le principali agenzie di rating hanno adottato il codice di condotta IOSCO.

FIG.39 i principi IOSCO



Fonte: www.iosco.org

Tutte le iniziative IOSCO si riferiscono sempre all'ambito dell'autoregolamentazione, importantissima in tutti i settori, ma talvolta non sufficiente a colmare un vuoto regolamentare significativo, come quello del settore del rating.

4.4 Il Dodd-Frank Act

A seguito della crisi dei mutui sub-prime, gli Stati Uniti, come già accennato, istituirono una commissione di inchiesta, la «Financial Crisis Inquiry Commission» per indagare sulle cause che avevano scatenato la bolla immobiliare. Tale commissione esaminò centinaia di documenti, ascoltò le testimonianze di grandi esponenti del mondo finanziario e alla fine elaborò un report che venne presentato alle maggiori autorità politiche del paese. All'interno di tale report, contenente i risultati dell'inchiesta, vengono evidenziate, tra le tante cose, anche le responsabilità delle agenzie di rating, i cui rating, insieme alle cartolarizzazioni, si posizionano al quarto posto tra le dieci cause essenziali della crisi economica e finanziaria. Ecco l'estratto del report:

FIG.40 I rating tra le cause della crisi

IV. Credit ratings and securitization. Failures in credit rating and securitization transformed bad mortgages into toxic financial assets. Securitizers lowered the credit quality of the mortgages they securitized. Credit rating agencies erroneously rated mortgage-backed securities and their derivatives as safe investments. Buyers failed to look behind the credit ratings and do their own due diligence. These factors fueled the creation of more bad mortgages.

Fonte: THE FINANCIAL CRISIS
INQUIRY REPORT

All'interno del report, in molte altre occasioni, si torna a parlare delle responsabilità delle agenzie, le quali non sono state in grado, a parere della Commissione, di captare i segnali di allarme provenienti dal settore immobiliare e dei mutui, causando, quindi, attraverso i mancati aggiornamenti dei loro giudizi, enormi perdite per gli investitori. Sempre secondo la Commissione, inoltre, le agenzie si sono interessate molto più ai loro

profitti che alla qualità e integrità dei rating da loro emessi. Gli investitori si sono fidati ciecamente dei loro giudizi, continua la Commissione, e in alcuni casi sono stati obbligati ad utilizzare quei rating a causa delle prescrizioni regolamentari. Nel report si legge inoltre: “questa crisi non sarebbe potuta esplodere senza le agenzie di rating”. Ecco altri estratti del report in cui si riprendono i punti appena evidenziati:

FIG.41 Gli errori delle agenzie di rating

COMMISSION CONCLUSIONS ON CHAPTER 10

The Commission concludes that the credit rating agencies abysmally failed in their central mission to provide quality ratings on securities for the benefit of investors. They did not heed many warning signs indicating significant problems in the housing and mortgage sector. Moody's, the Commission's case study in this area, continued issuing ratings on mortgage-related securities, using its outdated analytical models, rather than making the necessary adjustments. The business model under which firms issuing securities paid for their ratings seriously undermined the quality and integrity of those ratings; the rating agencies placed market share and profit considerations above the quality and integrity of their ratings.

Fonte: THE FINANCIAL CRISIS
INQUIRY REPORT

FIG.42 Le responsabilità delle agenzie di rating

• We conclude the failures of credit rating agencies were essential cogs in the wheel of financial destruction. The three credit rating agencies were key enablers of the financial meltdown. The mortgage-related securities at the heart of the crisis could not have been marketed and sold without their seal of approval. Investors relied on them, often blindly. In some cases, they were obligated to use them, or regulatory capital standards were hinged on them. This crisis could not have happened without the rating agencies. Their ratings helped the market soar and their downgrades through 2007 and 2008 wreaked havoc across markets and firms.

Fonte: THE FINANCIAL CRISIS
INQUIRY REPORT

Proprio dai risultati di questa inchiesta prese piede il più grande progetto di riforma del sistema finanziario americano, il Dodd-Frank Act, approvato nel 2010. Questa nuova normativa dedica un intero capitolo alle agenzie di rating individuando nel dettaglio modalità concrete per implementare le prescrizioni del Credit Rating Agent Reform Act del 2006. Analizziamo le novità e i punti salienti di questa nuova riforma:

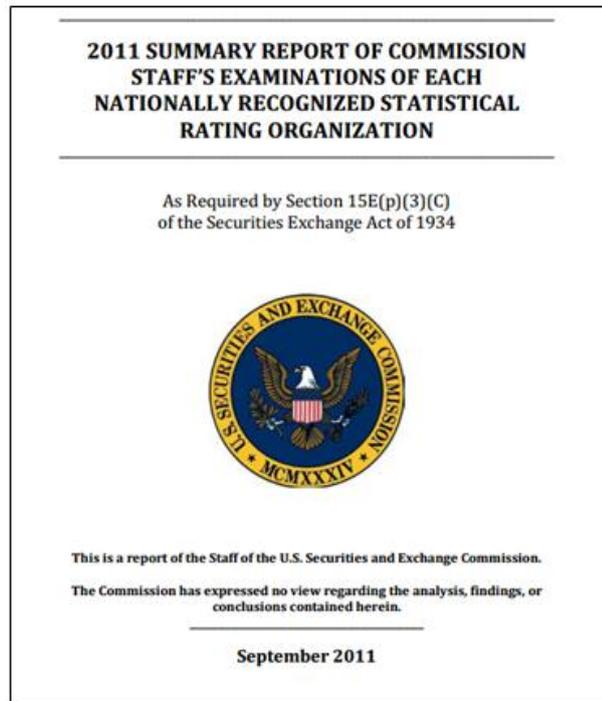
- In tema di *corporate governance* la riforma prevede una serie di sistemi di controllo interno per verificare la conformità delle modalità lavorative in tutte le fasi del processo di emissione del rating; le agenzie, inoltre, devono verificare periodicamente tale *compliance* e predisporre un report annuale da sottoporre alla SEC; viene imposta, poi, la costituzione di consigli indipendenti che vigilino sulle procedure interne delle agenzie.
- In tema di riduzione del conflitto di interesse, la riforma vieta ai professionisti delle aree marketing e vendite di essere parte attiva dei processi di valutazione dei clienti; ma la novità più importante è il conferimento alla SEC del potere di imporre limitazioni all'offerta di servizi «ancillari» da parte delle agenzie. Alla SEC, inoltre, “viene dato mandato di studiare modalità di *income* diverse dal modello «*issuer-pays*» che tante ambiguità aveva prodotto e che si era rivelato estremamente fragile nell'offerta delle garanzie al sistema finanziario” (Gila, Miscali, 2012).
- In tema di processi di rating e di modalità di lavoro, la riforma prevede la possibilità per la SEC di chiedere alle agenzie di utilizzare modalità lavorative standardizzate, di pubblicare il loro metodo di lavoro e di delineare il tipo di dati analizzati in sede di attribuzione del rating.
- In tema di responsabilità delle agenzie, la riforma elimina l'automatico appello delle agenzie al Primo Emendamento, esponendole a eventuali cause di responsabilità.

Queste rappresentano le novità più significative in tema di agenzie di rating del Dodd-Frank Act, la cui applicazione pratica non sembra essere stata semplice in tutte le fasi di implementazione operativa. Nel 2011 è stato elaborato dalla SEC il primo report annuale per valutare l'attività delle agenzie e il rispetto delle previsioni normative della riforma. Dal documento si evince che nessuna delle dieci agenzie prese in esame sia riuscita a rispettare tutte le indicazioni previste dalla riforma.

Ecco alcune osservazioni dello Staff che si è occupato di valutare le agenzie:

- «The NRSROs appear to be trending even more toward employing the issuer-pay business model.»
- «One of the larger NRSROs reported that it had failed to follow its methodology for rating certain asset-backed securities.»
- «All of the NRSROs failed to follow their ratings procedures in some instances.»
- «Two of the smaller NRSROs appeared to have troubling weaknesses with respect to their employee securities ownership policies and procedures. Each of the three larger NRSROs and four of the smaller NRSROs appeared to have some weaknesses with respect to their employee securities ownership policies and procedures.»
- «Two of the larger NRSROs did not have specific policies and procedures for managing the potential conflict of rating issuers that may be significant shareholders of the NRSRO.»
- «The Staff identified other areas where the NRSROs' conflicts of interest policies and procedures could be strengthened.»
- «The Staff identified apparent weaknesses in the procedures for publishing pending rating actions at one of the larger NRSROs and three of the smaller NRSROs.»
- «The Staff identified other areas where the NRSROs' internal supervisory controls could be strengthened.»

FIG.43 Il report elaborato dalla SEC sulle NRSRO



Fonte: www.sec.gov

- «The public disclosures of each of the seven smaller NRSROs could be improved.»

La strada per regolamentare definitivamente il settore del rating è molto lunga ancora, tuttavia, occorre prendere atto del significativo impegno del legislatore americano nel costruire una cornice normativa adeguata.

Passiamo ora all'analisi della normativa comunitaria europea.

4.5 La normativa europea e l'ESMA

Passando alla normativa europea in tema di rating, occorre innanzitutto sottolineare il ritardo che lo sviluppo del mercato del rating in Europa ha scontato rispetto agli Stati Uniti, dal momento che la liberalizzazione e apertura ai mercati finanziari in Europa sono state certamente più recenti di quelle americane. Senza dubbio per le agenzie di rating, ed in particolare per le tre sorelle, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, l'Europa ha rappresentato un'enorme opportunità di crescita, con la facilitazione, tra l'altro, di una totale assenza di regolamentazione del settore. Bisogna aspettare il 2003, infatti, perché si iniziò a percepire l'esigenza di una regolamentazione comunitaria in materia. Proprio in quell'anno il Committee on Economic and Monetary Affairs del Parlamento Europeo elaborò un report nel quale spiegava le motivazioni che rendevano necessaria, o quanto meno opportuna, la previsione di una disciplina per il rating. Tale disciplina avrebbe dovuto risolvere una serie di problemi connessi al rating; innanzitutto avrebbe colmato il gap legislativo con gli Stati Uniti, poi, avrebbe dovuto aprire il mercato del rating alla concorrenza e affrontare la questione del conflitto di interesse.

La Commissione Europea, tuttavia, non giudicò necessaria, per il momento, l'elaborazione di una normativa specifica per le agenzie di rating, ritenendo che la disciplina prevista in tre direttive in particolare, ossia la direttiva in materia di *market abuse* (2003/6/Ce), la direttiva in tema di requisiti patrimoniali per le banche (Crd 2006/48/Ce) e la direttiva in materia di mercato degli strumenti finanziari (MiFid 2004/39/Ce), sarebbe stata sufficiente a regolare il settore. Nella sua comunicazione (Commissione Europea, 2006), la Commissione aggiungeva che avrebbe potuto

considerare in futuro la possibilità di azioni legislative se la conformità alle regole europee o al codice IOSCO fosse diventata non soddisfacente o se lo avessero richiesto nuove circostanze, come ad esempio significativi cambiamenti nel modo in cui le agenzie di rating erano regolate in altre parti del mondo.

Ma torniamo alle tre direttive che secondo la Commissione sarebbero state sufficienti a regolare il settore. Per ciò che riguarda la prima che ha ad oggetto l'abuso di informazioni privilegiate e la manipolazione del mercato, se un'agenzia avesse emesso, ad esempio, un rating falso o fuorviante, il divieto di diffusione di informazioni false e fuorvianti, nell'ambito della manipolazione del mercato, avrebbe potuto applicarsi. Oppure, dato che esiste la possibilità che il rating di per sé costituisca un'informazione privilegiata, nel momento in cui l'agenzia lo formula avendo accesso ad informazioni non pubbliche ma confidenziali, in caso di abuso di tali informazioni, si sarebbe potuta applicare la suddetta direttiva. La seconda direttiva prevede che per stabilire i requisiti patrimoniali, gli istituti di credito utilizzino le valutazioni di agenzie di rating; mentre la terza direttiva stabilisce che l'emissione di un rating non implica generalmente il fatto che l'agenzia fornisca anche servizi di consulenza sugli investimenti.

L'approccio, per così dire, agnostico della Commissione Europea in materia di regolamentazione del settore del rating, subisce un cambiamento a seguito della crisi finanziaria e dell'entrata in vigore negli Stati Uniti del Credit Rating Agent Reform Act. Finalmente anche le autorità europee si rendono conto della necessità di prevedere una cornice normativa idonea. È possibile sostenere che “il ritardo nell'intervento regolamentare più che uno svantaggio si è dimostrato alla fine un vantaggio, poiché ha avuto ad oggetto fatti e modelli sperimentati nel periodo di crisi della finanza strutturata” (Gila, Miscali, 2012).

L'intervento del legislatore europeo si sostanzia nell'elaborazione del *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1060/2009*. Tale Regolamento disciplina sia i soggetti, le agenzie, sia l'attività di attribuzione del rating, ponendo particolare attenzione ai temi del conflitto di interesse, della *governance*, della trasparenza, della responsabilità, della accuratezza dei processi di emissione del rating e della vigilanza. Ma soprattutto la riforma prevede per le agenzie l'obbligo di registrazione. A proposito di registrazione, tra le considerazioni contenute nel Regolamento, si legge: “Per garantire un livello elevato di fiducia degli investitori e dei consumatori nel mercato

interno, le agenzie di rating del credito che emettono rating del credito nella Comunità dovrebbero essere soggette ad obbligo di registrazione. La registrazione è il principale requisito affinché le agenzie di rating del credito emettano rating da utilizzare a fini regolamentari nella Comunità. È pertanto necessario stabilire le condizioni armonizzate e la procedura per la concessione, la sospensione e la revoca di tale registrazione”.

La disciplina, entrando nel dettaglio, dispone tutte le fasi della procedura di registrazione.

Per ciò che riguarda il tema della riduzione del conflitto di interesse, il Regolamento prevede l’obbligo di avere almeno un terzo di amministratori indipendenti, il divieto di fornire servizi di consulenza o raccomandazioni ai soggetti richiedenti il rating, il divieto di fornire anticipazioni sulle valutazioni future se non ai soggetti valutati, l’obbligo di adottare misure di trasparenza sul conflitto di interesse. Per ciò che riguarda il processo di attribuzione dei giudizi, il Regolamento impone l’obbligo di revisione periodica dei rating, l’obbligo di comunicazione, almeno dodici ore prima della pubblicazione, del giudizio all’emittente, in modo tale che quest’ultimo abbia la possibilità di individuare eventuali errori materiali, l’obbligo di informazione periodica, corretta e trasparente al pubblico.

Il Regolamento affronta anche il delicato tema della vigilanza, sottolineando che: “La vigilanza di un’agenzia di rating del credito dovrebbe essere esercitata dall’autorità competente dello Stato membro di origine in collaborazione con le autorità competenti degli altri Stati membri interessati avvalendosi del collegio competente e coinvolgendo opportunamente il CESR [Committee of European Securities Regulators]”. La disciplina prevede che alle autorità di vigilanza di ciascun stato membro vengano riconosciuti ampi poteri, come quello di accedere a qualsiasi documento, di richiedere tutte le informazioni necessarie e di eseguire ispezioni senza l’obbligo di preavviso.

Nel maggio 2011 il Regolamento di cui finora si è discusso è stato modificato, in alcune delle sue parti, dal *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 513/2011*. Tale disciplina istituisce una nuova autorità europea di vigilanza, ovvero l’ESMA (European Securities and Markets Authority), in italiano AESFEM (Autorità Europea degli Strumenti Finanziari E dei Mercati). A proposito dei compiti di questa autorità, all’interno del Regolamento si legge: “All’AESFEM dovrebbe essere affidata la competenza generale in conformità del regolamento (CE) n. 1060/2009 del Parlamento

europeo e del Consiglio in relazione alla registrazione e alla vigilanza permanente delle agenzie di rating del credito registrate”.

L'ESMA, dunque, secondo quanto si legge anche all'interno del suo sito web, è un'autorità indipendente dell'Unione Europea che contribuisce a salvaguardare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione garantendo l'integrità, la trasparenza, l'efficienza ed l'ordinato funzionamento dei mercati dei valori mobiliari e la tutela degli investitori. In particolare, l'ESMA favorisce la convergenza della vigilanza sia tra le autorità di regolamentazione dei valori mobiliari, sia tra i settori finanziari, lavorando a stretto contatto con le altre autorità europee di vigilanza competenti per il settore delle banche (EBA), e per quello delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA).

Al suo interno l'ESMA ha un'unità organizzativa che si occupa nello specifico di agenzie di rating, essendo esclusivamente responsabile per la registrazione e la vigilanza delle agenzie operanti nell'Unione europea. Infatti, “following the establishment of ESMA, and taking into account the fact that credit ratings are used throughout the European Union and that rating services are not linked to particular territories, the European Union legislators decided that it was no longer appropriate to maintain the traditional distinction between the home competent authority and the other competent authorities and the use of supervisory coordination by colleges” (Alcubilla, Del Pozo, 2012).

L'ESMA, inoltre, ha il compito di elaborare la disciplina futura in tema di rating, sia a livello di norme tecniche di regolamentazione che di linee guida. Questa attività viene effettuata attraverso il comitato tecnico delle agenzie di rating, di cui fanno parte i rappresentanti di tutte le autorità nazionali competenti.

Riportiamo di seguito l'elenco delle agenzie di rating ad oggi (l'ultimo aggiornamento risale al 10 luglio 2012) registrate presso l'ESMA, e quindi operanti all'interno dell'Unione Europea, in conformità alle disposizioni del *Regolamento (CE) N. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio*, del 16 settembre 2009 relativo alle agenzie di rating del credito.

FIG.44 Le agenzie di rating registrate presso l'ESMA

Name of CRA	Country of residence	Registering competent authority of home Member State	Status	Effective date
Euler Hermes Rating GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	16 November 2010
Japan Credit Rating Agency Ltd	Japan	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Certified	6 January 2011
Feri EuroRating Services AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	14 April 2011
Bulgarian Credit Rating Agency AD	Bulgaria	Financial Supervision Commission (FSC)	Registered	6 April 2011
Creditreform Rating AG	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	18 May 2011
Scope Credit Rating GmbH (formerly PSR Rating GmbH)	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	24 May 2011
ICAP Group SA	Greece	Hellenic Capital Market Commission (HCMC)	Registered	7 July 2011
GBB-Rating Gesellschaft für Bonitätsbeurteilung mbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	28 July 2011
ASSEKURATA Assekuranz Rating-Agentur GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	16 August 2011
Companhia Portuguesa de Rating, S.A. (CPR)	Portugal	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)	Registered	26 August 2011
AM Best Europe-Rating Services Ltd. (AMBERS)	UK	Financial Services Authority (FSA)	Registered	8 September 2011
DBRS Ratings Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Fitch France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Registered	31 October 2011
Fitch Deutschland GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	31 October 2011
Fitch Italia S.p.A.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	31 October 2011
Fitch Polska S.A.	Poland	Komisja Nadzoru Finansowego (KNF)	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings España S.A.U.	Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Fitch Ratings CIS Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service Cyprus Ltd	Cyprus	Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)	Registered	31 October 2011
Moody's France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Registered	31 October 2011
Moody's Deutschland GmbH	Germany	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)	Registered	31 October 2011

Moody's Italia S.r.l.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service España S.A.	Spain	Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)	Registered	31 October 2011
Moody's Investors Service Ltd	UK	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services France S.A.S.	France	Autorité des Marchés Financiers (AMF)	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Italy S.r.l.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	31 October 2011
Standard & Poor's Credit Market Services Europe Limited	UK	Financial Services Authority (FSA)	Registered	31 October 2011
CRIF S.p.A.	Italy	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)	Registered	22 December 2011
Capital Intelligence (Cyprus) Ltd	Cyprus	Cyprus Securities and Exchange Commission (CySEC)	Registered	8 May 2012
European Rating Agency, a.s.	Slovakia	National Bank of Slovakia	Registered	30 July 2012

Fonte: www.esma.europa.eu

Questa che abbiamo cercato in breve di descrivere, è la cornice normativa che l'Europa ha previsto per il settore del rating. Il processo di regolamentazione è tuttora in atto e certamente vi saranno futuri sviluppi. Le autorità sono state spinte ad elaborare la disciplina di cui abbiamo discusso proprio a causa dell'evidente fallimento del sistema di autoregolamentazione del settore, prendendo atto da un lato dell'importanza che lo strumento del rating ha acquisito nella struttura di funzionamento dei mercati finanziari, dall'altro dell'esigenza di regolare il settore per garantire, anzitutto, la tutela degli investitori.

Conclusioni

Posto che il rating è uno strumento tecnico-conoscitivo utile e necessario, nel corso di questa analisi, abbiamo provato a domandarci se e in che modo le agenzie di rating producano valore per il mercato. Addentrandoci meglio nell'industria nel rating, ci siamo allora accorti dell'esistenza di contraddizioni, ombre e paradossi che sono talmente radicati all'interno di questo settore da rendere molto ardua la sua riforma.

Abbiamo sottolineato le mancanze del legislatore, il quale, trascurando completamente per moltissimo tempo l'industria del rating, sia a livello dei soggetti agenzie di rating che dell'attività di emissione dei giudizi, ha permesso che il sistema del rating venisse, per così dire, "compromesso". Le questioni da affrontare, come abbiamo più volte sottolineato, sono molte e variegate: il settore non è concorrenziale; il conflitto di interesse, dovuto anzitutto al modello «*issuer-pays*», permea l'attività delle agenzie; le modalità utilizzate per l'attribuzione dei rating non sono note e quindi risulta difficile valutarle; le tre agenzie più potenti sul mercato (Standard & Poor's, Moody's e Fitch) sono possedute da fondi di investimento e quindi non del tutto (o affatto) indipendenti; gli investitori ripongono eccessiva fiducia nei giudizi emessi; la regolamentazione utilizza lo strumento del rating per indirizzare le scelte di investimento dei più importanti investitori, quando, tuttavia, le agenzie che emettono tali giudizi sono per lo più fuori controllo; la responsabilità civile delle agenzie non è ancora universalmente riconosciuta; e così via...

Solo di recente il legislatore americano, seguito da quello europeo, ha iniziato ad occuparsi del settore del rating, ma la strada per definire un quadro normativo idoneo e soprattutto per garantirne il rispetto è ancora molto lunga.

Abbiamo più volte sottolineato come i declassamenti operati dalle agenzie influenzino fortemente i destini di imprese ma anche di governi, e abbiamo per così dire insinuato che le agenzie siano coinvolte nella speculazione internazionale. Conviene che il radar delle agenzie si focalizzi sui paesi di serie B come la Grecia, la Spagna o l'Italia, perché se si spostasse su altri paesi, quelli più ricchi e potenti, ci sarebbe molto, probabilmente troppo, da dire. Per nascondere ciò che non si vuole mostrare, occorre attirare

l'attenzione su altro, servono alibi, e chi meglio delle agenzie rating con i loro continui declassamenti (che non fanno altro che complicare la situazione dal momento che determinano un aumento del costo di finanziamento) potrebbe raggiungere tale obiettivo?

Tralasciando queste questioni così spinose, intraprendere la strada del depotenziamento del rating risulta non essere ottimale, dal momento che tale strumento, se utilizzato nel modo opportuno, è utile alla riduzione delle asimmetrie informative, e può rappresentare un supporto molto importante per le scelte di investimento dei risparmiatori. L'obiettivo allora è quello di migliorare il settore del rating, correggendo le imperfezioni che lo caratterizzano. Bisogna fare in modo che la reputazione delle agenzie non derivi dal tempo di permanenza sul mercato, dalla loro longevità potremmo dire, ma sia valutata e asseverata dagli investitori con il supporto di autorità preposte alla vigilanza del settore. D'altra parte, la crisi recente ci ha insegnato che i mercati non sono in grado di autoregolarsi in maniera efficiente. Questo fa nascere una riflessione importante, e cioè che "per far funzionare bene un'economia capitalista rendendola più sostenibile, la ricetta non può continuare ad essere meno Stato e più mercato, ma al contrario, più Stato – probabilmente non nella veste di proprietario ma certo in quella di tutore di interessi generali – e più mercato" (Ferri, Lacitignola, 2009).

Detto questo allora non deve stupire che l'industria del rating, esempio lampante di autoregolamentazione, sia uno dei primi settori sottoposti all'attenzione del legislatore. Finalmente, potremmo aggiungere.

Indice bibliografico

Akerlof G.A.

1970 *The Market of «Lemons»: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in «Quarterly Journal of Economics», 84, 3, pp. 448-500.

Alcubilla R.G., J.R. Del Pozo

2012 *Credit Rating Agencies on the watch list*, Oxford University Press.

Altman E.I., H.A. Rijken

2004 *How Rating Agencies Achieve Rating Stability*, in «Journal of Banking and Finance», 28, 11, pp. 2679-2714.

Amato J.D., C.H. Furfine

2004 *Are Credit Ratings Procyclical?*, in «Journal of Banking and Finance», 28, 11, pp. 2641-2677.

Barolini A.

2009 *Standard & Co., le grandi declassate* in sbilanciamoci.info.

Bolton P., X. Freixas e J. Shapiro

2009 *The credit ratings game*, NBER Working Paper n. 14712.

Bortolotti B., H.S. Shin

2009 *Da Mary Poppins a Northern Rock. Spunti sulle corse agli sportelli moderne*, in Mercato Concorrenza Regole, n.1, Il Mulino, p.79.

Byoun S. e S.H. Shin

2002 *Unsolicited credit ratings: Theory and empirical analysis*, Proceedings of the Midwest Business Economics Association.

Cometto M.T.

2011 *I rating? Inutili e dannosi, aboliamo la loro dittatura*, intervista a Frank Partnoy in «Corriere Economia», 26 settembre.

Comitato di Basilea

1999 *A New Capital Adequacy Framework*, Comitato di Basilea per la Supervisione delle Banche, Consultative Paper.

2004 *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards. A Revised Framework*, paragrafo 394.

Commissione Europea

2011 *Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di rating del credito*, Bruxelles, 15.11.2011, COM(2011) 747 definitivo, 2011/0361 (COD).

2006 *Communication by the Commission in Credit Rating Agencies* (2006/C 59/02), OJ C59, 11.3.2006: p.2

Credit Rating Agencies Reform Act (CRARA)

2006 Public law 109-291-SEPT. 29, 2006.

De Laurentis G., Maino R.

2010 *I rating interni durante e dopo la crisi: rapporti banca-impresa, vincoli regolamentari e modelli di business*, Contributi Bancaria Editrice n.1.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

2010 Public law 111-203-JUL. 21, 2010.

Ferri G., Lacitignola P.

2009 *Le agenzie di rating*, il Mulino.

Fondo Monetario Internazionale

2008 *Containing Systemic Risk and Restoring Financial Soundness*, aprile 2008, 59.

Gila P., Miscali M.

2012 *I Signori del rating*, Bollati Boringhieri.

Hill C.A.

2004 *Regulating the Rating Agencies*, in «Washington University Law Quarterly», 82, pp. 24-95.

La Repubblica di Bari

2011 *Speculazione, l'affondo dei pm "Giudizi infondati e imprudenti"*, 9 agosto.

2011 *Moody's manipola i mercati" Il pm di Trani contro l'agenzia*, 25 giugno.

Lenoci F., Peola S.

2004 *Negoziare con le banche alla luce di Basilea 2*, IPSOA.

Manzocchi S.

2009 *La crisi finanziaria internazionale e le sue ripercussioni sulla congiuntura economica*, dispense LUISS.

Nadotti L., Porzio C., Previati D.

2010 *Economia degli Intermediari finanziari*, McGraw-Hill.

Nava M.

2011 *Agenzie di rating troppo potenti. Un rischio per le nostre democrazie*, in «Corriere della Sera», 13 agosto.

Parlamento e Consiglio dell'Unione Europea

2009 *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n.1060/2009*.

2011 *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n.513/2011*.

Partnoy F.

1999 *The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies*, in «Washington University Law Quarterly», 77, 3, pp. 619-714.

Riolfi W.

2010 La «salsiccia» indigesta dei derivati finì anche alla mensa dei frati, in «Il Sole 24 Ore», 8 agosto.

Roveda D.

2010 *Buffet: Moody's sbaglia come tutti*, in «Il Sole 24 Ore», 3 giugno.

2011 *Un nuovo presidente per S&P*, «Il Sole 24 Ore», 24 agosto.

Rutigliano V.

2012 *Ecco il testo della mail che accusa S&P: sul rating delle banche italiane abbiamo sbagliato*, 29 giugno.

Securities and Exchange Commission (SEC)

2011 *Comment on SEC Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, File Number S7-18-11, 8/8/2011 William J. Harrington.

Senato italiano,

2012 *OSSERVAZIONI APPROVATE DALLA COMMISSIONE SUGLI ATTI COMUNITARI CONGIUNTI NN. COM (2011) 746 definitivo E COM (2011) 747 definitivo SOTTOPOSTI AL PARERE MOTIVATO SULLA SUSSIDIARIETA'*, Resoconto sommario n. 199 del 29/02/2012.

Shiller R.J.

2006 *Irrational Exuberance*, Princeton University Press

Shin H.S.

2009 *Reflections on Northern Rock: the Bank Run the Heralded the Global Financial Crisis*, in «Journal of Economic Perspectives», pp. 101-119.

Skreta V. e L. Veldkamp

2009 *Rating Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation*, in «Journal of Monetary Economics».

The Financial Crisis Inquiry Report

2011 ai sensi della Public law 111-21-JAN. 2011.

Valsania

2011 *Inadeguati gli interventi sul debito: S&P toglie la tripla A agli Stati Uniti. Il Tesoro: errori di calcolo dell'Agenzia*, in «Il Sole 24 Ore», 6 agosto.

Sitografia

<http://bari.repubblica.it/>

<http://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>

<http://companyinfo.northernrock.co.uk/>

<http://www.corriere.it/>

<http://www.egan-jones.com/>

<http://www.esma.europa.eu/>

<http://eur-lex.europa.eu/it/index.htm>

<http://fcic.law.stanford.edu/>

<http://www.federconsumatori.it/>

<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/fitch-home.jsp>

<http://www.ilsole24ore.com/>

<http://www.imf.org/external/index.htm>

<http://www.iosco.org/>

<http://www.moodys.com/>

<http://www.reuters.com/>

<http://scholar.google.it/>

<http://www.senato.it/>

<http://www.sec.gov/>

<http://www.standardandpoors.com/home/en/eu>

<http://archives.financialservices.house.gov>

<http://www.ssrn.com/>