



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E
AZIENDALI “MARCO FANNO”**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA (TrEC)

PROVA FINALE

**“IL RUOLO DELLE AGENZIE DI *RATING* ALLA
LUCE DELLA RECENTE CRISI ECONOMICO-
FINANZIARIA”**

RELATORE:

CH.MO PROF. ANTONIO NICOLÒ

LAUREANDO: ALBERTO VOLPIN

MATRICOLA N. 1088948

ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018

SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	1
1. LE AGENZIE DI <i>RATING</i>.....	2
1.1. CENNI SULLA NASCITA ED EVOLUZIONE DELLE AGENZIE DI <i>RATING</i>.....	2
1.1.1. Le <i>credit reporting agencies</i>	2
1.1.2. La stampa specializzata.....	3
1.1.3. Le banche di investimento.....	3
1.2. LE PRINCIPALI FUNZIONI DELLE AGENZIE DI <i>RATING</i>	6
1.2.1. La funzione di intermediazione delle agenzie di <i>rating</i>	6
1.2.2. La funzione di monitoraggio	8
1.3. LA SCALA DEI VALORI DEI <i>RATING</i>.....	9
1.4. IL PROCESSO DI DETERMINAZIONE DEL <i>RATING</i>.....	11
1.4.1. Presentazione della domanda di <i>rating</i>	11
1.4.2. Analisi della commissione di analisti.....	11
1.4.3. Proposta di <i>rating</i>	12
1.4.4. Emissione del <i>rating</i>	12
2. IL RUOLO DELLE AGENZIE DI <i>RATING</i> NELLA CRISI DEL 2007.....	13
2.1. LE PRINCIPALI CAUSE DELLA CRISI DEI MUTUI <i>SUBPRIME</i>	13
2.1.1. La bolla immobiliare	14
2.1.2. La cartolarizzazione	16
2.1.3. Il <i>leverage</i>	19
2.2. IL RUOLO DELLE AGENZIE DI <i>RATING</i> DURANTE LA CRISI	21
3. I CONFLITTI DI INTERESSE DELLE AGENZIE DI <i>RATING</i>.....	28
4. ALCUNE PROPOSTE CHE HANNO SEGUITO LA CRISI PER MITIGARE IL CONFLITTO DI INTERESSI	34
4.1. PREVENIRE E GESTIRE I CONFLITTI DI INTERESSE IN MODO DA MIGLIORARE LA QUALITÀ DEI <i>RATING</i>	36
4.2. RIVEDERE IL MODELLO” <i>ISSUER-PAYS</i>”	37
CONCLUSIONE	38
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI.....	39
RIFERIMENTI NORMATIVI.....	40

INDICE DEI GRAFICI

Figura 1: Concessione di mutui negli USA.....	14
Figura 2 Incremento dei prezzi del mercato immobiliare negli USA (Fonte: La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze. Lucidi prof. Carluccio Bianchi, Università di Pavia).....	16
Figura 3 Le cartolarizzazioni dei mutui subprime negli USA (in miliardi di dollari).....	18
Figura 4 Tassi di Leverage per le maggiori banche di investimento	20
Figura 5 Tasso di morosità dei mutui subprime negli USA	24

INTRODUZIONE

Il ruolo delle Agenzie di *rating* è stato fortemente messo in discussione in seguito allo scoppio della crisi economico-finanziaria globale del 2007. In molti le hanno accusate di essere state delle vere e proprie protagoniste nel dispiegarsi degli eventi che hanno caratterizzato quella che dalla maggior parte degli economisti è stata forse la più grave crisi economica di sempre. Ad essere chiamate sul banco degli imputati sono state in particolar modo *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch ratings*: le agenzie di *rating* più grandi a livello mondiale (le prime due detengono una quota di mercato simile al 40% ciascuna, la terza il 15%).

L'elaborato è strutturato in 4 capitoli. Il primo capitolo introduce il concetto di *rating*, descrive l'evoluzione storica delle società di *rating* e le loro principali funzioni nel mercato finanziario. Nel secondo capitolo si prenderanno in esame le principali cause che hanno portato allo scoppio della crisi economico-finanziaria e nello specifico in che modo le agenzie di *rating* sono "complici" di tale crisi. Nel terzo e nel quarto capitolo si approfondiranno rispettivamente i principali conflitti di interesse che caratterizzano le attività delle agenzie di *rating*, ed alcune proposte che hanno come obiettivo la riduzione di tali conflitti d'interesse, una riduzione che porterebbe ad una maggiore efficienza nel mercato del credit *rating*.

1. LE AGENZIE DI *RATING*

1.1.CENNI SULLA NASCITA ED EVOLUZIONE DELLE AGENZIE DI *RATING*

A partire dal XIX secolo, numerosi Stati americani iniziarono ad emettere obbligazioni nei mercati nazionali ed internazionali allo scopo di raccogliere finanziamenti per poter sostenere economicamente molti progetti di infrastrutture pubbliche: ferrovie, strade e ponti. Anche le imprese nordamericane – quelle ferroviarie furono le pioniere in tal senso – iniziarono a raccogliere capitale di credito attraverso l'emissione di obbligazioni in quanto né la capacità degli azionisti né delle banche finanziatrici era in grado di soddisfare la loro crescente domanda di capitale.

Di conseguenza, emerse per gli investitori la necessità di avere maggiori informazioni riguardo agli emittenti di tali obbligazioni in modo che le loro scelte di investimento potessero essere supportate da informazioni veritiere circa l'emittente che andavano a finanziare. Fino a quel momento gli investitori non sentirono mai l'esigenza di ricevere un *rating* poiché le obbligazioni emesse fino ad allora erano “sovrane”, cioè garantite dallo Stato.

Ferri e Lacitignola¹ individuano tre progenitrici delle agenzie di *rating*, così chiamate in quanto tutte e tre hanno contribuito a diffondere informazioni riguardanti il merito di credito degli emittenti:

- le *credit reporting agencies*;
- la stampa specializzata
- le banche di investimento.

1.1.1. Le *credit reporting agencies*

La prima *credit reporting agency* fu fondata nel 1841 da Lewis Tappan, e venne denominata *Mercantile Agency*. Il suo scopo era quello di raccogliere quante più informazioni possibili circa l'affidabilità dei titoli delle società e di venderle ai sottoscrittori. In seguito a numerose trasformazioni e fusioni di tale agenzia, nacque nel 1933 la *Dun & Bradstreet*, un'agenzia di *rating* che rimase influente ed indipendente fino al 1962, anno in cui fu acquisita da *Moody's*.

¹ FERRI, G., LACITIGNOLA, P., 2009, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Milano.

1.1.2. La stampa specializzata

La stampa specializzata dell'epoca si concentrava per lo più sulla pubblicazione di dati e statistiche riguardanti le imprese operanti nel settore delle infrastrutture.

È stata di fondamentale importanza la pubblicazione del manuale "*The History of Railroads and Canals of the United States*", scritto da Henry Poor nel 1868, che, seppur lontanissimo dal concetto attuale di *rating*, forniva una valutazione sulle maggiori aziende statunitensi. Il successo del manuale fu seguito dalla fondazione della "Poor and Co.", la quale continuava ad operare nel settore finanziario ed era una delle maggiori aziende a Wall Street.

Successivamente nacque nel 1906 la Standard Statistics Bureau che dava anch'essa pareri sulle aziende. Le due compagnie si fusero nel 1941 dando luogo all'attuale Standard and Poor's, che nel 1966 fu acquisita dalla McGraw-Hill.

Se ad Henry Poor venne l'idea di "giudicare" le performance e le prospettive delle aziende, a John Moody dobbiamo quella di valutare le stesse tramite codici alfanumerici. Egli, infatti, dopo la pubblicazione del *Manual of industrial securities* contenente dati statistici di grandi aziende nel 1900, decise di darne seguito, giudicando il merito di credito delle stesse tramite codici e guadagnando presso gli investitori una grande reputazione in tempi rapidi. nel 1909 fondò *Moody's*, che al giorno 'oggi rappresenta insieme a S & P la società di *rating* più importante al mondo.

In questa categoria si inserisce anche *Fitch ratings*, fondata nel 1913 da John Knowles Fitch con lo scopo di pubblicare statistiche finanziarie, divenendo da subito uno dei principali attori presso il NYSE (New York Stock Exchange). A questa agenzia va imputata la paternità della familiare scala di *rating* da "AAA" a "D", usata a partire dal 1924, e che assicurò a questa agenzia un grande successo presso gli investitori.

1.1.3. Le banche di investimento

Le banche di investimento finanziavano le imprese collocando le obbligazioni da queste emesse presso gli investitori fornivano agli investitori, fornendo loro informazioni dettagliate circa l'andamento dei titoli e dei mercati finanziari, mettendo in gioco la loro reputazione e il loro capitale (poiché esse sottoscrivevano, acquistavano e distribuivano i titoli delle altre società). Proprio per la posizione di grande rilevanza ricoperta, tali banche detenevano anche il potere di collocare uomini di fiducia nei consigli di amministrazione delle società emittenti. Così facendo, avevano la possibilità

di accedere ad una notevole quantità di informazioni attendibili che potevano, in parte, essere condivise con i propri clienti (gli investitori) in modo da poterli convincere ad acquistare titoli di debito da esse negoziati.

Il primo vero intervento normativo da parte del legislatore in merito all'attività delle agenzie di *rating* risale al 1936, quando l'*Office of the Controller of the Currency* (OCC) stabilì che le banche non potessero investire in obbligazioni inferiori all'*investment grade*, ossia al di sotto del *rating* BBB, designato come la soglia limite dei titoli a carattere non speculativo. A partire proprio da questo momento le banche e gli emittenti furono dunque indotti a tenere conto dei giudizi espressi dalle agenzie, che iniziarono così ad influire direttamente sulla capacità di uno strumento finanziario di essere venduto sul mercato, indirizzando la vasta platea del pubblico degli investitori (soprattutto non professionali), altrimenti privi dei mezzi e della competenza specificamente richiesti per un'ideale valutazione del rischio d'investimento.

È soprattutto a partire dagli anni '70 che si è assistito ad un periodo di rapido sviluppo dell'attività del *rating*, determinato da²:

1. cambiamenti strutturali nei mercati finanziari. Il numero dei partecipanti al mercato è aumentato ed inoltre le strategie di investimento sono diventate più complesse e diversificate;
2. la “disintermediazione”, che ha spostato il credito dalle banche al mercato dei capitali con l'introduzione, inoltre, di nuovi e più articolati prodotti per la cartolarizzazione;
3. i singoli paesi hanno cominciato a finanziarsi sempre più spesso mediante i mercati di credito;
4. la globalizzazione. L'approccio americano al mercato dei capitali ha fissato lo standard per il resto del mondo;
5. la regolamentazione basata sui *rating* è aumentata non solo negli USA ma, a partire dal 1990 anche in altri paesi, sviluppati e in via di sviluppo³.

Soprattutto nel periodo tra il 1975 al 1997, le agenzie di *rating* hanno cominciato ad essere oggetto di attenzione da parte delle istituzioni, soprattutto della SEC (*Securities and Exchange Commission*) che ha realizzato l'introduzione delle c.d. agenzie riconosciute (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*) i cui *rating* erano muniti di valenza regolamentare. La creazione delle c.d. agenzie riconosciute ha rappresentato un cambiamento epocale in quanto il miglior trattamento normativo veniva riservato non più genericamente alle

² Ripreso dal sito <https://abceconomicsdotcom1.files.wordpress.com> dalla tesi “le agenzie di *rating* e la crisi finanziaria”

obbligazioni dotate di *rating investment grade*, ma solo a quelle che avessero ricevuto tale valutazione da una o più agenzie individuate come NRSRO dalla SEC⁴.

L'inizio dello sviluppo delle agenzie di *rating* è avvenuto in concomitanza di un radicale cambiamento del loro *business model*, anche 'esso avvenuto quindi nella prima metà degli anni '70. In principio era utilizzato il modello "*investor pays*", secondo cui erano gli investitori a pagare l'agenzia di *rating* per ottenere le valutazioni su un determinato emittente. Oggi le agenzie di *rating* operano invece con il modello "*issuer pays*", ovvero è l'emittente che paga le agenzie di *rating* per essere valutato. Le ragioni di tale cambiamento non sono mai state definite ufficialmente, ma si possono rinvenire diverse risposte al riguardo, quali l'introduzione della fotocopiatrice (la quale avrebbe permesso a molti investitori di ottenere gratuitamente dai propri amici i *rating* desiderati), o perché semplicemente le opportunità di guadagno con l'ultimo modello descritto erano maggiori. Tuttavia, come in seguito discuteremo, molti criticarono e criticano tutt'oggi il passaggio al modello issuer-pays in quanto pone l'agenzia di fronte ad un forte conflitto di interesse dato che si ritrova a giudicare coloro che costituiscono la fonte principale delle loro entrate: si ritiene che l'obiettività ed imparzialità dell'agenzia di *rating* possa venire meno nel momento in cui l'agenzia. Ma approfondiremo l'argomento più avanti.

Nonostante altre occasioni in cui le agenzie di *rating* sono state criticate per aver emesso valutazioni sbagliate o per non essere state in grado di correggere i *rating* già emessi, il calo più significativo della reputazione delle agenzie di *rating* è avvenuto sicuramente in seguito allo scoppio della crisi finanziaria del 2007, a seguito del quale sono state bersaglio di numerose accuse per non aver saputo svolgere adeguatamente la propria funzione di avvertimento dell'esistenza di situazioni finanziarie ad alto rischio sul mercato degli investimenti. Il ritardo strutturale con cui hanno provveduto ad aggiornare le proprie valutazioni sul merito creditizio, talvolta anche in un momento successivo rispetto alla percezione della crisi da parte di altri operatori del mercato, ha generato un falso affidamento degli investitori, soprattutto non professionali, in merito alla solvibilità di taluni emittenti e prodotti finanziari.

Polemicamente, allora, proprio nell'ultimo periodo storico analizzato, ha cominciato a sollevarsi un alone di dubbio in merito alla reale utilità dei *rating* sostenendo che questi siano probabilmente eccessivamente "protetti dalla regolamentazione". Ha così iniziato a diffondersi

⁴ ANGELO MAIETTA. Rivista di studi politici, *Le agenzie di rating: struttura, funzioni e responsabilità civile*

sempre più il pensiero secondo cui «*credit ratings are important because regulations say they are*»⁵

1.2.LE PRINCIPALI FUNZIONI DELLE AGENZIE DI *RATING*

“*To rate* significa valutare, stimare. Dunque, il *rating* è una valutazione, un giudizio o, come sono solite definirlo le tre principali agenzie globali, un’opinione” (Castaldo-Palla 2016, p. 13).

Il ruolo principale del *rating* è quello di dare una “definizione previsionale” sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche un tipo di ente diverso, ad esempio di uno Stato sovrano) di effettuare pagamenti puntuali su un’obbligazione finanziaria.

L’oggetto della valutazione non è il rendimento del titolo, ma la sua rischiosità, ovvero la probabilità di *default* dell’operatore economico che lo ha emesso. (un *default* avviene quando è altamente improbabile che il debitore ripaghi l’obbligazione dovuta senza dover usare la garanzia oppure quando il debitore è in ritardo di più di 90 giorni nel pagamento della rata del credito)⁶.

1.2.1. La funzione di intermediazione delle agenzie di *rating*

Le agenzie di *rating* possono essere considerate come veri e propri intermediari di informazioni. Il loro ruolo di intermediazione si inserisce nel rapporto tra gli enti che emettono titoli azionari (come aziende, banche, Stati) e gli investitori (privati o istituzionali). È difficile immaginare che nel mercato finanziario vi sia una situazione in cui tutte le informazioni relative alle attività finanziarie siano nella piena disponibilità degli operatori di mercato: gli investitori sono normalmente penalizzati da un deficit informativo rispetto agli emittenti.

È qui che entrano in gioco le società di *rating*, che a seguito di una serie di analisi quantitative e qualitative svolte sulle attività degli emittenti dei titoli di debito e sui titoli da questi emessi, forniscono un giudizio sul merito di credito (in inglese: *creditworthiness*) dell’emittente ed attribuiscono un certo grado di rischiosità al titolo emesso. Con le loro “valutazioni”, le società di *rating* incrementano il set di informazioni a disposizione degli investitori relative all’emittente su cui stanno

⁵ In questo senso cfr. PARTNOY, F., *The Paradox of credit ratings*, in R.M. Levitch, G. Majnoni, C. Reinhart, *The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy*, Kluwer Academic Publisher, 2002, p. 80.

⁶ CASTALDO, A., PALLA, L., 2016. *L’informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*. Torino: Giappichelli Editore

pensando di investire aiutandoli a decidere se sono disposti ad accettare il grado di rischio a cui è sottoposto l'investimento e in che misura sono disposti a farlo.

Le agenzie di *rating* dunque, vengono consultate dagli investitori nel corso della transazione commerciale, al fine di superare le asimmetrie informative tra gli investitori e gli emittenti dei titoli.

Quindi, le agenzie di *rating* contribuiscono ad aumentare l'efficienza dei mercati finanziari, riducendo i costi d'informazione per gli investitori e fornendo a quest'ultimi opinioni affidabili, tempestive, corrette ed indipendenti riguardanti il merito di credito che caratterizza un emittente o il titolo da questi emesso. L'efficienza aumenta anche poiché i *rating* del credito riducono la capacità di un investitore-magari più informato di altri- di fare prestazioni migliori (ad esempio facendo giudizi migliori sull'affidabilità creditizia dell'emittente) rispetto a coloro che appunto hanno a disposizione meno informazioni. In questa prospettiva, i *rating* agiscono come un equalizzatore nei mercati dei capitali a reddito fisso, contribuendo a mettere su un piano di parità conoscitiva tutti gli investitori. Vari commentatori, tra cui Schwarcz (2002), Carronet (2003), Opp (2011), Deb (2011), e Rousseau (2011) appoggiano l'idea secondo cui i *rating* contribuiscono ad incrementare l'efficienza del mercato attraverso la riduzione delle asimmetrie informative⁷.

Le valutazioni delle agenzie di *rating* sono preziose agli occhi degli investitori in quanto rinchiudono in un unico simbolo un'opinione sommaria sulla solvibilità dell'emittente. Gli investitori tendono a fare molto affidamento sui *rating* emessi poiché sono consapevoli che per determinare ogni valutazione, l'agenzia analizza molteplici fattori: le caratteristiche dell'emittente o del titolo che stanno giudicando, le caratteristiche del settore in cui opera l'emittente e del mercato in generale, i fattori legali e i trend microeconomici.

L'immediata comprensibilità dà la possibilità anche agli investitori meno esperti di comparare il rischio di credito relativo ad una vasta gamma di investimenti. Il ruolo del *credit rating* è dunque anche quello di rispondere all'esigenza di una società sempre più complessa, dinamica e globalizzata di avere a disposizione “*complex information distilled by experts into easy-to-use symbols and rankings*”⁸. (PAG 15) A sostegno di ciò ricordo una frase di *Moody's* in cui si sostiene che l'obiettivo del *rating* è “*to provide*

⁷ M. H. ADELSON, 2012. The Role Of Credit Ratings In The Financial System. *Global Credit Portal*, 17 Maggio, 4.

⁸ J.C. COFFEE, 2006. *Gatekeepers. The professions and Corporate Governance*. Oxford University Press, p. 283.

*investors with a simple system of gradation by which relative Creditworthiness of securities may be noted*⁹

Ma il *rating* contribuisce a ridurre l'asimmetria informativa anche in altri modi. Ad esempio, alcuni investitori istituzionali si servono dei *rating* nelle loro politiche di investimento nel mercato dei titoli a reddito fisso (*fixed income investments*). Non si servono di queste valutazioni per indagare le differenze tra i diversi tipi di obbligazioni, ma utilizza i *rating* del credito come schermi per eliminare a prescindere i titoli che superano una certa soglia di rischio. In tal caso, i *rating* del credito mitigano l'asimmetria informativa in due modi. In primo luogo, fornendo il *benchmark* che aiuta l'istituzione a restringere il campo dei titoli sui cui può potenzialmente investire, consentendole di applicare le sue risorse analitiche in maniera più efficace e, in secondo luogo, fornendo un "secondo parere" indipendente e imparziale sull'affidabilità creditizia di tali titoli.

In molti casi, quando un emittente ottiene un buon *rating* sui propri titoli, sta tentando di inviare agli investitori un segnale sulla propria affidabilità creditizia. Riducendo l'incertezza sulla sua capacità di credito, è l'emittente stesso che spera di ridurre l'asimmetria informativa nei confronti degli investitori, sperando in questo modo di attrarne l'attenzione.

1.2.2. La funzione di monitoraggio

Abbiamo detto che il *rating* consiste in una "previsione" espressa in forma sintetica riguardante le prospettive di solvibilità di un debitore ad una certa data. Nel formulare il giudizio sul merito del credito, quindi, le agenzie considerano anche qualsiasi evento futuro che può essere anticipato e che può influenzare le capacità di rimborso dell'emittente.

Ad ogni modo, una volta emesso il *rating*, le agenzie svolgono un'altra importante funzione: la funzione di monitoraggio. La possibile variazione delle condizioni in cui opera l'emittente, o il cambiamento delle scelte strategiche di quest'ultimo potrebbero causare anche il mutare del suo merito di credito.

La valutazione fatta in principio dall'agenzia di *rating* quindi, non sarà più adeguata poiché ormai non rappresenta correttamente la vera *creditworthiness* dell'ente valutato.

⁹ A. CASTALDO, L. PALLA, 2016. *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*. Torino: Giappichelli editore. P. 16

Per questo il *rating* non viene assegnato “una volta per tutte” ma viene sottoposto a costanti e periodiche revisioni, grazie alle quali il merito di credito dell'emittente viene aggiornato.

1.3.LA SCALA DEI VALORI DEI RATING

Non tutte le agenzie di *rating* misurano le caratteristiche del merito di credito allo stesso modo. *Standard & Poor's* e *Fitch*, ad esempio, basano i loro *rating* sulla probabilità di default. *Moody's*, invece, basa le sue valutazioni sulla perdita prevista, che equivale al prodotto tra la probabilità di inadempienza dell'emittente e la proporzione dell'investimento che gli investitori calcolano in media in caso di inadempimento. Tuttavia, investitori e regolatori tendono a considerare i *rating* delle principali *CRAs* come approssimativamente equivalenti.¹⁰

Il valore aggiunto del *rating* risiede soprattutto nella sua immediatezza e facilità di comprensione, in quanto si tratta di un giudizio in grado di sintetizzare moltissime informazioni, sia quantitative che qualitative in un semplice valore alfanumerico che colloca l'emittente o l'emissione ad un determinato livello nella scala di *rating*. La scala di *rating* è tradizionalmente divisa in due sezioni, *investment grade* e *speculative grade*. La prima indica un livello relativamente basso di rischio del credito, la seconda un rischio più alto o persino un default già in corso.

Di seguito riporto dal libro di A. Castaldo e L. Palla una tabella riassuntiva dei valori utilizzati dalle tre più grandi agenzie di *rating*. Si noti che a valutazioni alte corrispondono probabilità di *default* basse ed un rischio di investimento minimo.

¹⁰ FINANCIAL INQUIRY COMMISSION, 2010. *Preliminary Staff Report - Credit ratings and the financial crisis*. Washington DC.

Tabella 1: i giudizi delle principali agenzie di rating¹¹

Categoria	S&P	Moody's	Fitch	% default*	Rischio	Descrizione Emittente	Descrizione Bond
Investment grade	AAA	Aaa	AAA	0,01%	Minimo	Buona qualità dell'attivo, dimensioni consolidate	Obbligazioni di migliore qualità. Pagamento sicuro di interessi e capitale in virtù di margini elevati e stabili nel tempo
	AA+	Aa1	AA+	0,02% 0,03% 0,04%	Modesto	Buona qualità e liquidità dell'attivo, buon inserimento di mercato, buon qualità del management, solida capacità di copertura del debito	Obbligazioni di alta qualità. Margini ampi o comunque stabili di pagamento, esposti nel lungo periodo al mutamento delle condizioni economiche.
	AA	Aa2	AA				
	AA-	Aa3	AA-				
	A+	A1	A+	0,05%	Medio Basso	Soddisfacente qualità e liquidità dell'attivo, qualità del management nella media, standard creditizi normali, capacità di copertura del debito nella media.	Obbligazioni di qualità medio-alta. Garanzia di capitale ed interesse adeguati, ma sussistono fattori che rendono scettici sulla capacità futura di rimanere tali
	A	A2	A	0,07%			
	A-	A3	A-	0,09%			
Investment grade inferiore	BBB+	Baa1	BBB+	0,13%	Accettabile	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili.	Obbligazioni di qualità media. Pagamento di capitale ed interessi garantito nel presente ma non stimabile con esattezza per il futuro.
	BBB	Baa2	BBB	0,18%			
	BBB-	Baa3	BBB-	0,30%			
Non investment grade (o categoria "speculativa")	BB+	Ba1	BB+	0,50%	Accettabile con attenzione	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili ma con grado di rischio significativo, scarsa diversificazione delle attività, contenuta liquidità e limitata capacità di copertura del debito.	Obbligazione speculativa. Nel lungo periodo non si assicura garanzia, specie nel caso di condizioni economiche sfavorevoli.
	BB	Ba2	BB	0,90%			
	BB-	Ba3	BB-	1,60%			
Non investment grade inferiore	B+	B1	B+	2,60%	Attenzione specifica con monitoraggio continuo	Credito sotto osservazione, qualità dell'attivo accettabile seppur con difficoltà temporanee di liquidità. Alta leva finanziaria.	Obbligazioni non desiderabili. Garanzia di capitale ed interessi bassa nel lungo periodo.
	B	B2	B	4,50%			
	B-	B3	B-	7,50%			
	CCC+	Caa1	CCC	13,00%	Sotto stretta osservazione. Dubbio esito	Credito sotto osservazione, bassa qualità dell'attivo ed elevati problemi di liquidità	Obbligazioni altamente speculative, spesso inadempienti.
	CCC	Caa2	CC	16,00%			
	CCC-	Caa3	C	20,00%			
	CC	Ca	DDD	26,00%			
	SD	C	DD	33,00%	Insostenibile	In bancarotta o default	
D		D	100%				

¹¹ CASTALDO, A., PALLA, L., 2016. *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*. Torino: Giappichelli Editore. P.30 e 31

1.4.IL PROCESSO DI DETERMINAZIONE DEL *RATING*

È importante sottolineare subito la differenza tra *rating* e *scoring*, termini che molto spesso sono usati come sinonimi. Gli *scoring* indicano in modo generico sistemi valutativi che traggono il loro giudizio esclusivamente da un'analisi quantitativa, basata quindi su dati oggettivi. In tali sistemi il peso dell'analista valutatore è irrilevante così come è nullo il peso dei fattori qualitativi. Per ottenere uno "score" è sufficiente introdurre i parametri richiesti in un foglio di calcolo adeguatamente impostato¹. Il *rating* invece è una valutazione che tiene conto anche di aspetti qualitativi.

Le diverse agenzie di *rating* seguono più o meno tutte lo stesso processo per la determinazione della valutazione del merito creditizio degli emittenti.

In genere è possibile riassumere il processo di determinazione del *rating* in 4 fasi.

1.4.1. Presentazione della domanda di *rating*

Inizialmente viene presentata la domanda di *rating*. In genere è l'emittente a rivolgersi all'agenzia e a richiedere di essere "valutato" (*solicited rating*). Quest'ultimo può decidere se l'oggetto della valutazione sarà una specifica emissione (*issue rating*) o oppure la generica affidabilità dello stesso (*issuer rating*). Tuttavia, negli ultimi anni si assiste sempre più anche a casi di "*unsolicited rating*", in cui sono le stesse agenzie ad attivare il procedimento di valutazione.

1.4.2. Analisi della commissione di analisti

In seguito alla domanda di *rating*, l'agenzia nomina una commissione *ad hoc* composta da analisti ed esperti del settore economico-produttivo di riferimento dell'emittente. Tale commissione inizia a riunirsi periodicamente con il management del soggetto emittente in modo da individuare e valutare le effettive condizioni operative, economiche, patrimoniali e finanziarie del soggetto sottoposto ad analisi. Insieme a questo, viene tenuto conto anche del profilo organizzativo e strategico dell'emittente, attraverso lo studio dei tratti caratterizzanti la struttura e le politiche di *vision* e di *mission* aziendali. La ricerca degli analisti dell'agenzia di *rating* è basata quindi sia su profili quantitativi (indicatori finanziari, contabili ecc.) che su elementi di natura qualitativa che sono a fondamento delle scelte strategiche e gestionali dell'emittente-cliente. Nel caso di *unsolicited rating* l'agenzia si propone spontaneamente al soggetto,

che può accettare o no di stipulare il contratto e quindi di pagare l'agenzia. L'agenzia procederà ugualmente all'assegnazione di un *rating*, anche senza la collaborazione del soggetto basandosi su fonti informative pubblicate, in primo luogo i bilanci. In questo caso è facile capire che le fonti informative utilizzate sono diverse e quindi diverso è il contenuto del *rating* espresso. In molti casi, le aziende sottoposte ad *unsolicited rating* preferiscono in seguito optare per una collaborazione forzata, piuttosto che vedersi affibbiati giudizi pessimistici o addirittura punitivi.

1.4.3. Proposta di *rating*

La commissione incaricata di svolgere l'attività di ricerca e di analisi effettua una proposta di *rating*. La suddetta proposta viene votata dai membri della commissione e, in caso di raggiunto accordo, viene comunicata all'emittente. Nel caso in cui l'emittente si trovi in disaccordo con la proposta di *rating* della commissione, può tentare di fornire informazioni aggiuntive in modo da indurre la commissione a svolgere una nuova revisione che successivamente porterà alla formulazione di una nuova proposta di *rating*. Se la nuova proposta viene approvata dai membri della commissione tramite una apposita votazione, questa verrà comunicata all'emittente e resa pubblica.

1.4.4. Emissione del *rating*

L'ultimo step riguarda l'emissione del *rating*. La decisione di *rating* viene notificata, in via confidenziale al cliente-emittente con un margine di preavviso di 12 ore, prima che essa venga pubblicata sui mercati di riferimento mediante gli ordinari canali di comunicazione finanziaria. Tuttavia, non si tratta di una valutazione data una tantum, poiché il *rating* non consiste in un giudizio assoluto e definitivo. Infatti, in seguito alla pubblicazione, all'agenzia di *rating* spetta lo svolgimento della funzione di monitoraggio (*rating watch*), di cui abbiamo già parlato, durante la quale il *rating* viene sottoposto a revisione almeno una volta all'anno o nel caso si verificano eventi particolarmente rilevanti da incidere sul merito di credito dell'emittente.

La modifica del giudizio influisce inevitabilmente sulla commerciabilità del titolo e sulla reputazione dell'emittente, dunque anche il *monitoring* è una fase fondamentale nel processo di assegnazione del *rating*

2. IL RUOLO DELLE AGENZIE DI *RATING* NELLA CRISI DEL 2007

2.1.LE PRINCIPALI CAUSE DELLA CRISI DEI MUTUI *SUBPRIME*

La globalizzazione e la integrazione tra loro dei mercati hanno fortemente moltiplicato il rischio di contagio delle crisi finanziarie, potendo trasformare una crisi locale in una crisi globale. La crisi iniziata globale scoppiata nel 2007, considerata da molti economisti come la peggiore crisi finanziaria, è un chiaro esempio di questo processo. Questa crisi è stata completamente impreveduta dagli economisti nelle sue dimensioni globali – è memorabile al riguardo l’obiezione della Regina d’Inghilterra agli economisti della LSE: “Se questi fenomeni erano così grandi ed evidenti, come è stato possibile che nessuno se ne sia accorto?”

Viene anche definita la “crisi dei mutui *subprime*” in quanto si sostiene che il suo inizio fu causato dal dissesto dei mutui subprime negli USA. A partire dal 2003 infatti, le banche statunitensi hanno notevolmente espanso la concessione dei mutui subprime, mutui che la banca concede a persone con un reddito basso e/o insicuro. La concessione di un mutuo subprime è quindi una operazione decisamente rischiosa per la banca poiché ci sono poche garanzie sul fatto che le persone che hanno richiesto il mutuo, i mutuatari, riescano poi effettivamente a ripagare il debito.

Un esempio di concessione di mutuo subprime è stato riportato dal quotidiano statunitense “Herald Tribune”, secondo cui in California un raccoglitore di fragole messicano con un reddito annuo di 14.000\$, che parlava poco e male l’inglese, è riuscito ad ottenere da una finanziaria legata a *Washington Mutual* un mutuo da 720.000\$ per comprarsi casa.

Storia tratta dall’Herald Tribune, 27-11-2008¹²

A questo punto sorge spontaneo domandarsi il “perché” di questo comportamento tanto sconsiderato da parte delle banche americane di offrire mutui a persone che dimostravano non solo non dimostravano una solida stabilità economica, ma al contrario lasciavano intuire che con molta probabilità non sarebbero riuscite ad adempiere al pagamento del mutuo.

L’espandersi del fenomeno di concessione da parte delle banche americane dei mutui subprime è stato facilitato da una serie di cause, in particolare:

- Dall’andamento del mercato immobiliare
- I bassi tassi d’interesse
- Il meccanismo finanziario della cartolarizzazione

¹² BIANCHI., C., 2011. *La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze*. Università di Pavia. Disponibile su: <http://www.lincci.it/files/documenti/Bianchi_20110420.pdf> [Data di accesso: 02/02/2018]

- L'assenza di una regolamentazione rigorosa sul *leverage*

Conoscere questi fattori è fondamentale se si vuole capire il contesto economico e finanziario che ha portato allo scoppio della crisi. Inoltre, solo conoscendo questi fattori potremo in seguito comprendere che ruolo hanno assunto le agenzie di *rating* all'interno di tale contesto e le conseguenze generate dal loro comportamento.

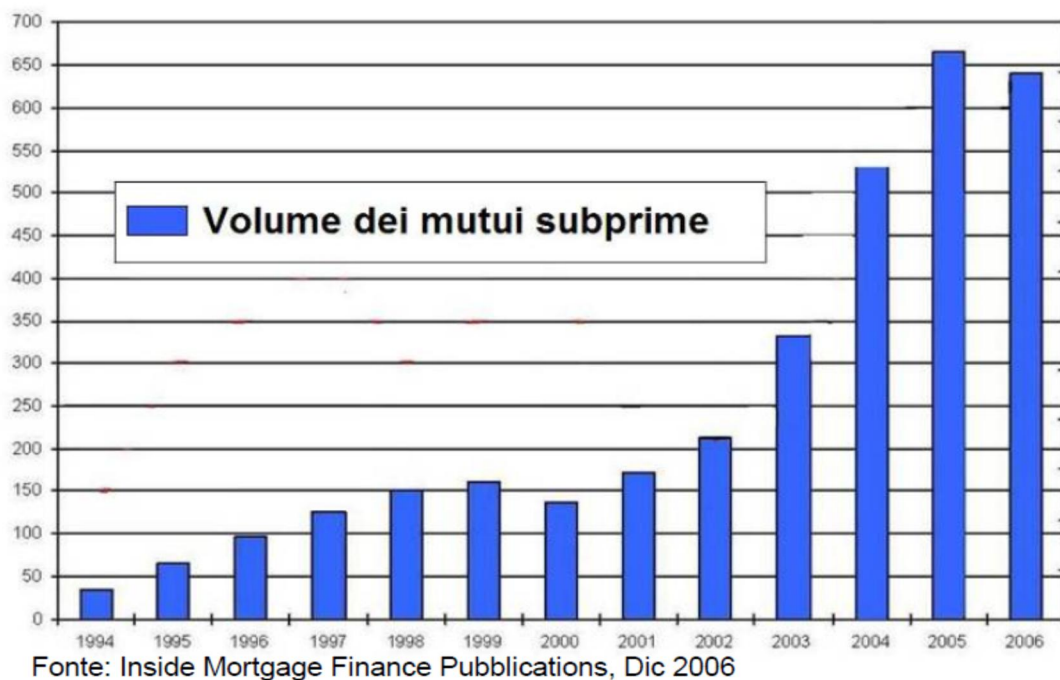


Figura 1: Concessione di mutui negli USA.

2.1.1. La bolla immobiliare

Nel biennio 2001-2002, gli Stati Uniti attraversavano un periodo di recessione determinato, tra gli altri fattori, dagli effetti dello scoppio della bolla delle aziende attive nell'ambito di Internet e nei relativi settori e amplificato dall'effetto negativo sull'economia generato dall'attentato dell'11 settembre 2001.

Al fine di evitare una recessione prolungata, la *Federal Reserve* (la banca centrale americana), iniziò una politica monetaria che aveva come obiettivo quello di abbassare il tasso di interesse. A metà del 2003, le politiche monetarie erano riuscite ad abbassare il tasso di interesse ad un livello senza precedenti: si era arrivati ad un tasso dell'1%, tasso che è stato mantenuto per circa un anno. Il formarsi della bolla immobiliare fu favorito senza dubbio dalla presenza di bassi tassi di interesse: i tassi erano bassi erano una conseguenza alla politica di stimolo economico attuata dalla Banca Centrale Americana (FED). Il motivo per cui i bassi tassi di interesse hanno contribuito a creare

la bolla immobiliare è questo: quando un tasso di interesse è basso implica a sua volta che anche il “costo del denaro” è basso. Dunque, le persone in questo periodo avevano certamente più incentivo e più convenienza a prendere i soldi in prestito. Questo è un fattore fondamentale che ha indotto molti a richiedere (per poi ottenere) mutui per comprare casa. Sembrava infatti il periodo ideale per accendere un mutuo poiché si sperava che i tassi di interesse imposti sulla somma oggetto del mutuo continuassero per molto tempo a venire a mantenersi a livelli così bassi. Come conseguenza a quanto detto, è iniziato un processo che rendeva sempre più “attraente” per i cittadini americani l’idea di comprare una casa; processo che alimentava un circolo vizioso che generava l’ulteriore aumento delle case negli Stati Uniti. Il crescere della “domanda” di case faceva conseguentemente aumentare il loro prezzo: a partire dal 2000, fino a metà del 2006, il prezzo delle case negli Stati Uniti è cresciuto moltissimo. Ogni anno il prezzo delle abitazioni aumentava ad un tasso del 15% circa, tuttavia un tale aumento di prezzo era del tutto immotivato: venne a crearsi la cosiddetta “bolla immobiliare”.

Uno scenario caratterizzato dall'aumento dei prezzi immobiliari ha indotto i proprietari a sentirsi più "ricchi", sotto una sorta di "illusione patrimoniale". Di conseguenza, insieme all'espansione sfrenata del credito, si è verificato un boom dei consumi che ha sostenuto l'economia statunitense in quegli anni.

Oltre a questo, in quegli anni sono stati istituiti meccanismi che facilitavano l’accesso al credito, abbassando il livello di garanzie e requisiti richiesti per il suo rilascio. Ciò perché innanzitutto esisteva una sorta di convinzione generalizzata che i prezzi delle case non si sarebbero fermati nella loro crescita. Considerando che i prezzi delle case avrebbero continuato ad incrementare, per chi prestava il denaro non era cruciale che la persona che aveva effettivamente contratto il mutuo potesse effettivamente ripagare le rate derivanti dall’accensione del mutuo: se queste erano troppo elevate, il mutuatario nel peggiore dei casi avrebbe potuto vendere la casa per la quale si era indebitato (che nel frattempo avrebbe subito un incremento di prezzo) potendo così liquidare il proprio debito con la banca (addirittura con potenzialità di guadagno).

Dal punto di vista delle banche, lo scenario è più o meno lo stesso: in caso di mancato pagamento, e quindi in una situazione in cui il mutuatario si dimostra insolvente, la banca si sarebbe potuta avvalere del diritto di pignorare la casa del mutuatario. Dato che i prezzi del settore immobiliare erano in continuo aumento, di conseguenza anche il prezzo della casa nel momento del pignoramento sarebbe stato più alto rispetto al prezzo della casa nel momento dell’accensione del mutuo. Dunque, la banca, ritornata

nuovamente in possesso della casa in seguito al pignoramento effettuato, avrebbe potuto guadagnare rivendendo la suddetta casa ad un prezzo maggiore

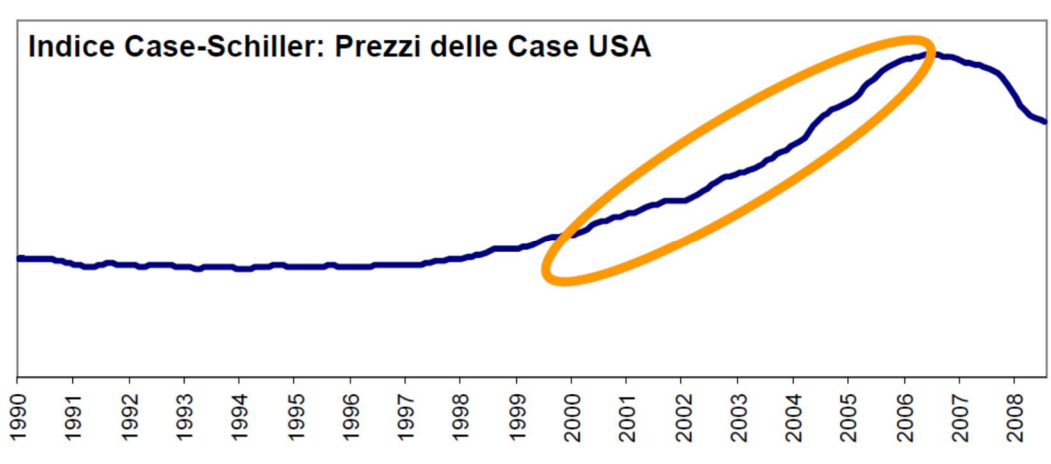


Figura 2 Incremento dei prezzi del mercato immobiliare negli USA (Fonte: La crisi globale del 2007-2009: cause e conseguenze. Lucidi prof. Carluccio Bianchi, Università di Pavia)

2.1.2. La cartolarizzazione

Un altro elemento chiave per capire perché le banche concedevano così facilmente i mutui *subprime* è la cartolarizzazione (in inglese *securitization*). Si tratta di una serie di meccanismi attraverso cui vengono “impacchettati” prestiti, ipoteche o altri strumenti di debito in titoli. Grazie alla cartolarizzazione le banche riuscivano a rivendere i mutui *subprime*, trasferendone il relativo rischio ad altri operatori nei mercati finanziari. Con la cartolarizzazione le banche passano dal classico modello “*originate and hold*” al modello “*originate and distribute*”. Con un mutuo tradizionale, la banca presta dei soldi al mutuatario per comprare una casa e, in cambio, il mutuatario si impegna a ripagare il prestito in una serie di rate. La banca ne trae un profitto, ma deve aspettare vari anni di rate per ottenere la restituzione dell’intera somma prestata (più gli interessi), mantenendo il rischio dell’operazione fino al momento dell’estinzione del rapporto di mutuo (*originate and hold*).

Con la cartolarizzazione, la prima fase resta identica al mutuo tradizionale. Questa volta però la banca rivende il mutuo ad un’altra istituzione finanziaria, “liberandosi” del rischio (*originate and distribute*). Grazie alla “vendita” del mutuo all’istituzione finanziaria, che può essere chiamata SPV (*special purpose vehicle*) la banca recupera immediatamente i suoi soldi, incassa un profitto e può ricominciare ad offrire altri mutui. Le società veicolo invece trae guadagno in un’altra maniera: questa emette delle

obbligazioni legate ai mutui MBSs: cioè va sul mercato finanziario e vende titoli legati ai mutui promettendo un certo tasso di interesse.

Il meccanismo che si è venuto a creare in seguito all'accensione del mutuo *subprime* dunque è questo: i mutuatari ripagano le rate più gli interessi alla banca, ad esempio ad un tasso pari al 6%; la banca avendo venduto i mutui alla società le trasferisce le rate da pagare. La società veicolo, a sua volta, ha venduto titoli legati ai mutui agli investitori, e quindi pagherà loro gli interessi dovuti, per esempio ad un tasso del 4%. La società veicolo quindi trae profitto dalla differenza tra i due tassi.

In particolare, nel periodo precedente allo scoppio della crisi finanziaria, le banche, ossia le *originator* di tali operazioni di cartolarizzazione, trasferivano alle SPV la proprietà di portafogli di crediti selezionati (collaterali), le quali finanziavano l'acquisizione di tali portafogli trasformando le attività cedute dalle banche in obbligazioni (ABSs, *Asset-Backed Securities*) da collocare sul mercato dei capitali. In seguito, come già accennato il pagamento all'*originator* del prezzo della cessione avveniva mediante il ricavato del collocamento dei titoli, emessi presso il pubblico o gli investitori professionali. Il recupero dei crediti acquistati (collaterale) permetteva alla SPV di remunerare col pagamento di un interesse il capitale investito dagli acquirenti delle obbligazioni ABSs e rimborsare a scadenza il capitale stesso.

Un altro esempio, famosissimo, di obbligazioni emesse dalle SPV nel periodo precrisi sono i *Mortgage-Backed securities* (MBSs) ossia "Titoli obbligazionari rivenienti da operazioni di cartolarizzazione di prestiti ipotecari"¹³, costituiti spezzettando i diversi flussi di cassa dei pagamenti derivanti dai prestiti ipotecari e ricompattandoli in *tranches* con profili rischio-rendimento crescenti.

Una tranche è una struttura finanziaria comune per titoli di debito come una garanzia ipotecaria (MBS). Questi tipi di titoli sono costituiti da pool di ipoteche multiple che contengono un'ampia varietà di mutui, da prestiti sicuri con tassi di interesse più bassi a prestiti rischiosi con tassi più elevati. Ogni pool di ipoteche specifico ha anche una sua scadenza, che influisce sui benefici del rischio e della ricompensa. Pertanto, vengono effettuate tranche per suddividere i diversi profili del mutuo in sezioni che hanno termini finanziari adatti per investitori specifici.

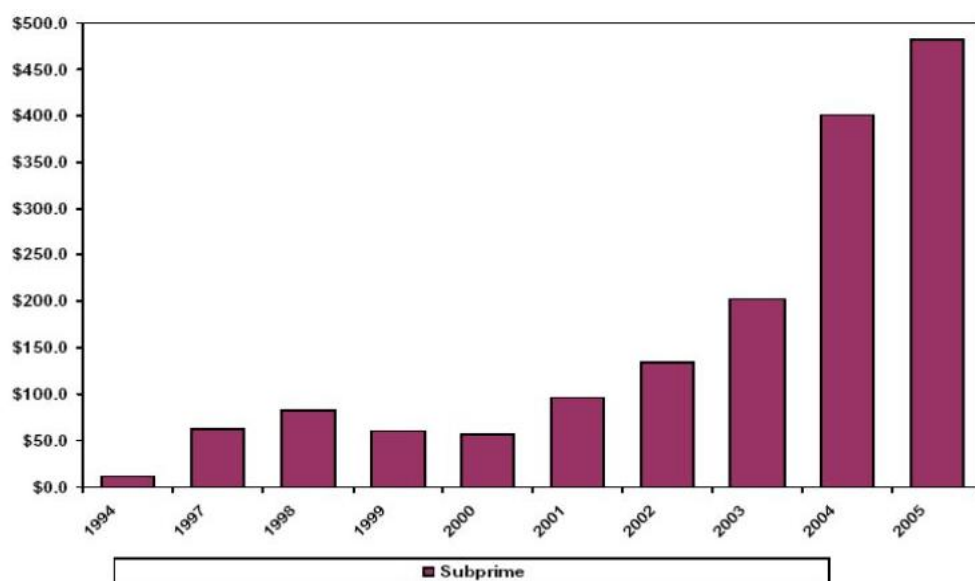
¹³ Disponibile su:

<<http://www.borsaitaliana.it/bitApp/glossary.bit?target=GlossaryDetail&word=Mortgage%20Backed%20Securities>> [Data di accesso: 12/02/2018]

Gli investitori che investono in un MBS possono tentare sia di venderlo e fare un rapido profitto o anche trattenerlo e realizzare guadagni piccoli ma a lungo termine sotto forma di pagamenti di interessi. Questi pagamenti mensili sono frammenti di tutti i pagamenti di interessi effettuati da proprietari di case il cui mutuo è incluso in un MBS specifico. Gli investitori ricevono un flusso di cassa mensile basato sulla tranche MBS in cui hanno investito.

Successivi round di cartolarizzazione hanno poi originato, a partire dagli MBSs le *collateralized debt obligations* (CDOs): un CDO finanziato da ipoteca converte i flussi di cassa delle ipoteche del proprio dominio in tranche che presentano caratteristiche di rischio diverse. Per intendere la complessità di tali strumenti finanziari, i quali hanno visto una grandissima espansione durante il periodo che stiamo descrivendo, basti pensare che diverse migliaia di mutui possono entrare in un singolo MBS e ben 150 MBS possono essere confezionati in un singolo CDO.

In realtà, un CDO offriva appunto delle partecipazioni sui pagamenti futuri di determinati pacchetti di mutui. Tuttavia, non tutti i CDO appartenevano alla stessa categoria: Per esempio, i CDO *senior* garantivano partecipazioni in maniera preferenziale sui pagamenti dei mutuatari. Solo una volta soddisfatti gli investitori proprietari dei CDOs *senior*, potevano essere soddisfatti i proprietari di dei CDOs *junior*. Così come, nel caso di inadempienza, le perdite venivano assorbite dalla classe di investitori con priorità più bassa prima che gli investitori a priorità più elevata fossero interessati.



Source: Inside MBS & ABS

Figura 3 Le cartolarizzazioni dei mutui subprime negli USA (in miliardi di dollari)

Legato al fenomeno della cartolarizzazione, come vedremo tra un istante, è correlato il fenomeno del *leverage* (in italiano leva finanziaria).

2.1.3. Il *leverage*

Grazie ad un esempio tratto dal sito internet della **CONSOB** (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) cerchiamo di definire a somme linee cosa si intende quando si parla di *leverage*, concentrandoci soprattutto sulle potenzialità di tale fenomeno ma anche sui grandi rischi connessi a questo meccanismo finanziario.

Vediamo come funziona il concetto di leva partendo da un caso semplice. Ipotesi: abbiamo 100 € a disposizione da investire in un titolo. Poniamo che le aspettative di guadagno o perdita siano pari al 30%: se le cose vanno bene, avremo 130 €, in caso contrario, avremo 70 €. Questa è una semplice speculazione in cui scommettiamo su un determinato evento.

Nel caso in cui decidessimo di rischiare di più investendo, oltre ai nostri 100 €, anche altri 900 € presi in prestito, allora l'investimento assumerebbe un'articolazione diversa poiché utilizziamo una leva finanziaria di 10 a 1 (investiamo 1000 € avendo un capitale iniziale unicamente di 100). Se le cose andranno bene e il titolo sale del 30%, riceveremo 1300 €, restituiamo i 900 € presi in prestito con un guadagno di 300 € su un capitale iniziale di 100. Otteniamo, quindi, un profitto del 300% con un titolo che in sé dava un 30% di rendimento. Ovviamente sui 900 € presi in prestito dovremo pagare un interesse, ma il principio generale rimane valido: la leva finanziaria permette di aumentare i possibili guadagni.

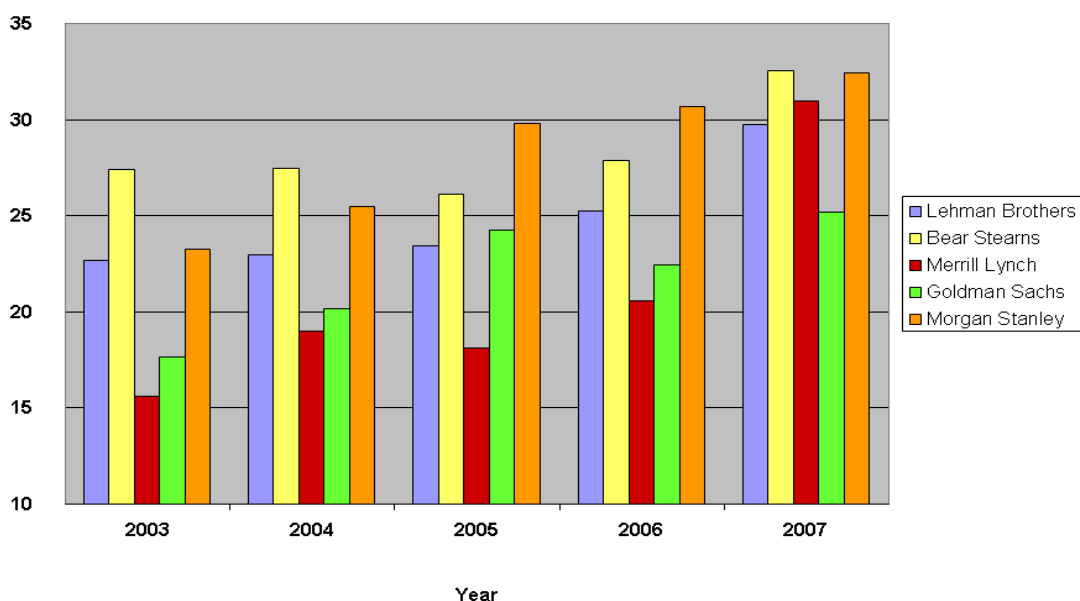
Ma l'effetto moltiplicatore della leva finanziaria, descritto con gli esempi precedenti, funziona anche nel caso in cui l'investimento dovesse andare male. Ad esempio, nel caso in cui decidessimo di investire 100 € in nostro possesso più un'ulteriore somma di 900 € presi in prestito, se il titolo si deprezzasse del 30%, rimarremmo con soli 700 € in mano; dovendo restituire i 900 € presi in prestito più gli interessi e considerando i 100 € del nostro investimento iniziale avremmo una perdita di oltre 300 € su un capitale iniziale di 100 €. In percentuale la perdita sarebbe quindi del 300% a fronte di una diminuzione del valore del titolo del 30%.¹⁴

Il fenomeno della cartolarizzazione, quindi il passaggio dal modello di banca tradizionale "*originate-and-hold*" (la banca che ha erogato il prestito lo mantiene in

¹⁴ Disponibile su: <http://www.consob.it/web/investor-education/la-leva-finanziaria> [Data di accesso: 15/02/2018].

bilancio fino alla scadenza) al modello “*originate-to-distribute*” (l’intermediario seleziona i debitori, ma poi trasferisce ad altri il prestito, recuperando la liquidità e il capitale), ha causato un conseguente incremento della leva finanziaria.

Se il sistema finanziario nel suo complesso lavora con una leva molto elevata e gli istituti finanziari si prestano soldi a vicenda per moltiplicare i possibili profitti, la perdita di un singolo investitore può innescare un effetto domino contagiando l’intero mercato finanziario. L’inflazione dei prezzi immobiliari ha sostenuto l’emissione dei prestiti cartolarizzati e lo sviluppo esponenziale del relativo mercato, consentendo alle banche di realizzare enormi profitti e, allo stesso tempo, incrementare la leva finanziaria.



Source Data: Company Annual Reports (SEC Form 10K)

Figura 4 Tassi di Leverage per le maggiori banche di investimento

Riassumendo dunque, le banche americane ed altre istituzioni finanziarie concedevano numerosi mutui *subprime* perché:

1. Il continuo aumento delle case (bolla immobiliare) permetteva di coprire il rischio di eventuali insolvenze del debitore.
2. Il processo di cartolarizzazione inoltre trasferiva questo rischio ad altri e consentiva di ottenere nuovi fondi per continuare a concedere mutui.
3. Grazie all’effetto di leva finanziaria (*leverage*) anche con poco capitale proprio si potevano espandere enormemente i prestiti e quindi i profitti.

Per di più, che negli anni d’oro dell’era *subprime* si concedevano pure mutui cosiddetti “NINJA”, dalle iniziali inglesi delle caratteristiche dei mutuatari: “*No Income, No Job, nor Asset*”. Come avrebbero potuto ripagare i mutui queste persone?

2.2. IL RUOLO DELLE AGENZIE DI *RATING* DURANTE LA CRISI

L'esperienza delle Agenzie di *rating* nel valutare il merito di credito è diventata sempre più preziosa col crescere della complessità del mercato finanziario, caratterizzata da nuovi attori e nuovi strumenti finanziari.

Tradizionalmente, come già spiegato, le banche decidevano di concedere un mutuo solamente una volta valutato il merito di credito del cliente che ne aveva fatto richiesta. Se la banca emetteva il mutuo, significava che la capacità del mutuatario di ripagare il debito era positiva e che quest'ultima era disposta ad assumersi il rischio riguardante il prestito dall'inizio alla fine del rapporto di mutuo (*originate and hold*)

Ma negli anni le cose sono cambiate: nel periodo antecedente allo scoppio della crisi era aumentata notevolmente la complessità del mondo finanziario ed erano nati nuovi strumenti innovativi: molti mutui, una volta accesi venivano trasferiti dalle banche ad altri emittenti (*originate and distribute*) e venivano raggruppati con altre obbligazioni in complessi strumenti finanziari pronti per essere venduti agli investitori.

A causa di questa complessità, coloro che arrivavano ad essere gli ultimi creditori del mutuo non avevano mai avuto l'opportunità di incontrare il debitore e soprattutto di verificarne la sua reale capacità creditizia (*creditworthiness*). La complessità dei titoli venduti dagli emittenti agli investitori era davvero elevata: questi titoli, come già accennato, contenevano "parti" di molti altri prestiti e la maggior parte degli investitori non aveva né il tempo né la conoscenza finanziaria necessaria a comprendere la poca affidabilità creditizia che caratterizzava i prestiti raggruppati in questi strumenti.

Condizioni così complicate determinano forte incertezza e, incertezza, nel mondo finanziario equivale alla parola "rischio". Ma è proprio in questo frangente che si inseriscono le Agenzie di *Rating*, il cui ruolo è quello di valutare il merito di credito degli strumenti finanziari emettendo un *rating* di dominio pubblico. La valutazione emessa dall'agenzia dovrebbe, in linea teorica, appoggiare gli investitori nelle loro scelte di investimento, in quanto volta a migliorare la loro situazione di asimmetria informativa rispetto agli emittenti di tali titoli così complessi. Visto in questo senso, il ruolo delle agenzie di *rating* contribuirebbe certamente ad aumentare l'efficienza del mercato finanziario: anziché migliaia di investitori che conducono ricerche e studi ripetitivi sugli stessi titoli, ci sono le agenzie di *rating* che svolgono il lavoro "una volta" e "per tutti" poiché in seguito all'analisi rendono le informazioni pubbliche e accessibili a tutti gratuitamente. Grazie alle agenzie di *rating*, gli investitori non solo ricevono le informazioni di cui hanno bisogno per compiere le proprie scelte di investimento, ma anche

risparmiano ingenti somme di denaro in quanto non devono reperire per proprio conto le informazioni di cui hanno bisogno (la ricerca di informazioni rappresenta un costo per gli investitori). Soprattutto per questi motivi gli investitori riponevano molta fiducia nelle *CRAs* e nelle loro valutazioni.

Inoltre, le *CRAs* erano diventate ancor più influenti nel mercato finanziario poiché il regolamento governativo, come abbiamo già accennato, imponeva l'uso dei *rating*. La legislazione ha stabilito infatti *rating* minimi permessi per certi investimenti: alcuni investitori istituzionali infatti, come i fondi pensione, erano autorizzati dalla legge a investire solamente in strumenti "*investment grade*". Il fatto che le valutazioni delle agenzie di *rating* fossero considerate sicure anche dalla legge ha fatto sì che la fiducia riposta dagli investitori in queste entità incrementasse ulteriormente.

Eppure, nel corso della storia le agenzie di *rating* avevano già dimostrato di non essere infallibili: Il crollo della Enron¹⁵ nel 2001 ha scosso la fiducia degli investitori e dei regolatori nelle agenzie di *rating*: le *CRAs* non hanno declassato Enron dallo status di *investment grade* fino alla seconda metà del 2001, nonostante la capacità dell'impresa di pagare i suoi debiti si fosse già drasticamente da molto tempo. Quando le *CRAs* finalmente hanno declassato Enron, l'azienda si trovava già con l'acqua alla gola. Il *downgrade* ha distrutto ciò che rimaneva delle azioni di Enron, e l'impresa ha dichiarato il fallimento solamente quattro giorni dopo. Allo stesso modo, quando il Gruppo Parmalat¹⁶ è crollato, molti hanno criticato le *CRAs* per non aver revocato lo status di *investment grade* del Gruppo fino a quando non è stato troppo tardi. Inoltre, molti hanno accusato le agenzie di *rating* di non aver previsto minimamente la crisi del peso messicano a metà degli anni '90¹⁷ e della crisi finanziaria asiatica alla fine degli anni '90¹⁸. Dopo ciascuna di queste crisi, la fiducia nei *rating* emessi dalle società di *rating* è stata scossa ed aumentavano conseguentemente le richieste di sviluppare la regolamentazione in materia delle *CRAs*. s Tuttavia, una volta che gli investitori tornavano a calmarsi, l'influenza delle agenzie di *rating* tornava a poco a poco a crescere.

¹⁵ La *Enron Corporation* è stata una delle più grandi multinazionali statunitensi, operante nel campo dell'energia e fallita nel 2001. Nel giro di pochissimo tempo le azioni *Enron*, da tutti considerate solidissime, persero tutto il loro valore, passando dalla quotazione di 86 dollari a 26 centesimi, bruciando così circa 60 miliardi di dollari. Il tutto è avvenuto senza che le agenzie di *rating* rimuovessero l'impresa dalla fascia *investment grade*.

¹⁶ La Parmalat S.p.A. è un'azienda italiana specializzata nel latte, yogurt, panna e nel settore alimentare. La Parmalat è stata travolta da un colossale crac finanziario, scoppiato alla fine del 2003, che l'ha costretta a dichiarare bancarotta.

¹⁷ Il Messico si è trovato nel 1994 di fronte al rischio del collasso finanziario

¹⁸ Crisi iniziata nel luglio del 1997 e che ha interessato in particolar modo il sud-est asiatico (Tailandia, Malesia, Indonesia, Filippine e Corea del Sud)

Ma torniamo a concentrarci sul periodo esaminato fino ad ora, ovvero al periodo antecedente allo scoppio della crisi. In quegli anni, in particolar modo tra il 2004 e il 2006, era aumentato in particolar modo il numero di richieste di *rating* per i prodotti di finanza strutturata quali i *Mortgage-backed securities* (MBSs) e i *Collateralized Debt obligations* (CDOs) di cui abbiamo già parlato e che rappresentano gli strumenti finanziari strutturati al centro della crisi.

Gli strumenti MBSs rappresentavano un *pool*¹⁹ di migliaia di mutui (all'interno dei quali erano presenti anche mutui *subprime*) e prestiti, spaccettati e rimessi in insieme (*Pooling*) in modo da formare appunto delle *tranches* con diversi profili di rischio rendimento. Lo scopo principale era quello di creare delle *tranches* che potevano sembrare sicure agli occhi del mercato finanziario: le *senior tranches* (le tranche seconde in quanto a rischio erano le cosiddette *mezzanine* e le più rischiose erano le *equity tranches*)

In effetti l'obiettivo era stato raggiunto, dato che le stesse agenzie di *rating* hanno valutato tali strumenti finanziari assegnando una tripla A, etichettandoli quindi come titoli di "sicurezza massima"

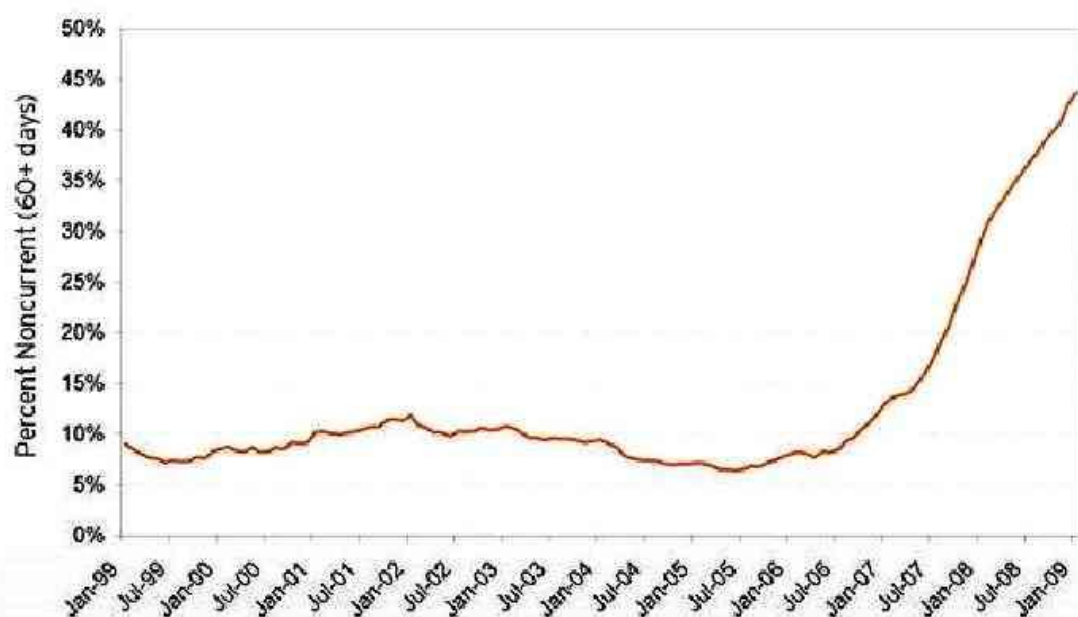
Un CDO è ancora più lontano rispetto ad un MBS dalle ipoteche originali che detiene. Un CDOs è il risultato del meccanismo di *pooling* di centinaia di MBSs. Molte tranche mezzanine di MBS sono state incorporate nei pool di garanzie CDO insieme ad altri tipi di attività. Anche i CDO sono suddivisi in tranche *senior*, *mezzanine* e *junior*. Prima che la crisi colpisse, le *CRAs* hanno valutato la stragrande maggioranza dei CDOs come AAA, nonostante fossero supportati da alcuni dei pezzi più rischiosi degli MBSs. Hanno dunque associato a tali titoli un grado di rischio di molto inferiore rispetto a quello effettivo.

Il mercato dei CDOs è cresciuto ad un ritmo incredibile: da \$150 miliardi nel 2000 a \$1,2 trilioni nel 2007. I CDOs sono diventati così popolari che gli emittenti hanno persino creato CDOs contenenti *tranches* di altri CDOs (chiamati "CDOs- al quadrato") e CDOs di CDOs di CDOs (chiamati "CDO-al cubo"); i principali emittenti di CDOs nel 2007 sono stati la banca di investimento Merrill Lynch, la banca di credito Citibank e la società di servizi finanziari UBS. Le *CRAs* hanno assegnato a miliardi di dollari di strumenti di finanza strutturata una valutazione troppo alta. Molti investitori non hanno compreso la vera rischiosità questi MBSs e CDO, e le agenzie di *rating* del credito hanno svolto un ruolo centrale nel costruire la fiducia degli investitori in questi strumenti. Le *CRAs* quindi, assegnando le loro valutazioni esageratamente alte, hanno fomentato il mercato di questi strumenti finanziari, strumenti che in realtà nascondevano una componente di rischio elevatissima.

¹⁹ Può essere tradotto in italiano con la parola "raggruppamento"

Con i loro *rating* troppo generosi le *CRAs*, in particolare le tre agenzie di *rating* più importanti- *Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*- sono state dei veri e propri catalizzatori del processo che ha portato poi allo scoppio della crisi economica: hanno contribuito a portare il sistema finanziario al collasso. La vendita degli strumenti cartolarizzati che incorporavano obbligazioni relative ai mutui *subprime* alle varie categorie di investitori istituzionali è stata sicuramente favorita dalle valutazioni più che positive attribuite a tali strumenti. La vendita di questi titoli continuava ad alimentare la bolla immobiliare rendendo di conseguenza sempre più gravi gli effetti che sarebbero derivati dal suo scoppio.

I prezzi del mercato immobiliare non sarebbero potuti aumentare per sempre: verso la metà del 2006 i prezzi delle case hanno cessato di crescere, per poi iniziare a diminuire. I mutuatari *subprime*, che confidavano sul fatto che il prezzo delle case continuasse a crescere, non potevano più ripagare i loro mutui ed hanno iniziato ad andare in *default*. Le assunzioni iniziali delle agenzie di *rating* si sono dimostrate eccessivamente ottimistiche, soprattutto per i titoli che erano basati sui mutui originati tra il 2005 ed il 2006.



Fonte: T2 Partners, LLC.

Figura 5 Tasso di morosità dei mutui *subprime* negli USA

Ma nonostante il mercato dei mutui *subprime* avesse già iniziato a manifestare i primi problemi, molti dei titoli MBSs hanno continuato a ricevere o a mantenere la valutazione di *investment grade* (AAA). Tuttavia, più il mercato immobiliare peggiorava e molti mutui andavano in *default*, più gli investitori iniziavano ad essere sospettosi sulla la validità delle valutazioni AAA.

Nell'Aprile del 2007, S&P ha annunciato che stava aggiustando le modalità e le procedure di valutazione dei mutui *subprime* e dei titoli che li incorporavano. Ha ammesso che il modello utilizzato fino a quel momento, introdotto nel 2002, non era adeguato ad interpretare al meglio la situazione di allora. Ciò aveva confermato la preoccupazione degli investitori sul fatto che le *CRAs* potessero non aver ponderato nelle loro valutazioni la possibilità di una caduta del mercato immobiliare ed i suoi effetti sulla concessione dei mutui *subprime*.

Quando è collassato il mercato dei mutui *subprime*, i titoli CDOs ne hanno risentito maggiormente rispetto ai titoli MBSs, in quanto i primi incorporavano al loro interno molti più mutui *subprime* rispetto ai secondi. Eppure, dato che le *CRAs* avevano dato *rating* simili ad entrambi gli strumenti finanziari, gli investitori hanno iniziato a cercare di liberarsi sia dei MBSs che dei CDOs considerandoli sullo stesso livello di rischio: questo ha causato la caduta del valore di entrambi gli strumenti ed un forte peggioramento della crisi finanziaria.

Gli investitori hanno infatti improvvisamente iniziato a vedere tutti gli strumenti immobiliari (*real estate backed*) come strumenti tossici e si rifiutavano di continuare ad acquistarli. I possessori di titoli immobiliari sono rimasti inaspettatamente bloccati con miliardi di dollari di attività legate ai mutui, attività che si aspettavano di vendere. Il valore di questi asset continuava a deteriorarsi e i *lenders* si sono ritrovati con troppo poco capitale per continuare a prestare.

Poiché il mercato immobiliare continuava a peggiorare, tra l'estate e l'autunno del 2007 le *CRAs* hanno declassato miliardi di dollari di MBSs e CDOS. Molti sono passati dall'essere titoli valutati AAA a titoli "*junk*", subendo quindi un declassamento di ben 5 livelli.

Per intendere meglio la gravità dei declassamenti, basti pensare che tra luglio e settembre del 2007, le *CRAs* hanno declassato \$ 85 miliardi di titoli relativi ai mutui e nell'ultimo trimestre dello stesso anno, sono stati declassati titoli MBSs corrispondenti al valore di ben \$ 237 miliardi di dollari. I "*downgrades*" sono continuati nel primo trimestre del 2008, ancora sui titoli MBSs per un valore totale di \$739 miliardi e \$ 842 miliardi sono stati declassati tra aprile e giugno del 2008. Il tutto costituisce un ammontare di circa 2 trilioni (miliardi di miliardi) di dollari in *downgrades* nel secondo trimestre del 2008²⁰.

Ovviamente i primi a soffrire dei declassamenti sono stati coloro che possedevano il maggior numero di MBSs e CDOs. A metà del 2008, circa il 20% degli MBSs era posseduto da investitori internazionali, mentre Fannie Mae e Freddie Mac²¹ ne detenevano il 16%. Gli

²⁰ BAHENA, A., 2010. *What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?*, mimeo. Disponibile su: < <https://www.colorado.edu/AmStudies/lewis/ecology/rolecreditagencies.pdf> > [Data di accesso: 1(02/2018)]

investitori chiave dei CDOs erano banche, compagnie di assicurazioni, fondi di pensione e i fondi speculativi.

I *Downgrades* dei CDOs hanno scatenato una serie di problemi per le banche che li detenevano, deteriorando i loro *capital ratios*²². Anche in questo caso sono intervenute le Agenzie di *Rating*, minacciando di declassare le banche il merito di credito delle banche stesse in caso non avessero saputo migliorare i propri *capital ratios*.

Il collasso della banca di investimento *Lehman Brothers* ne è un drastico esempio. Dato il massiccio ammontare di MBSs e CDOs che era presente nel proprio portafoglio, le agenzie di *rating* hanno avvertito che se nulla fosse cambiato sarebbero state obbligate ad intervenire declassando il *rating* della banca. Un declassamento del *rating* sarebbe stato letale per la banca, in quanto avrebbe distrutto ogni possibilità di raccogliere il capitale necessario per “restare a galla”. Pochi giorni dopo l’ultimatum dato dalle agenzie di *rating* la *Lehman Brother’s* fu obbligata a dichiarare la bancarotta, causa della mancanza di capitale e all’impossibilità di trovare un compratore.

Ma le banche non sono state le uniche istituzioni affette dai declassamenti dei *rating*: la *AIG*, una delle più grandi compagnie di assicurazioni in USA, in seguito allo scoppio della bolla immobiliare ha dovuto affrontare una grave crisi di liquidità, intensificata a sua volta da una serie di declassamenti di *rating*. In questo caso il governo americano è intervenuto per salvare l’impresa in difficoltà.

²¹ La *Federal National Mortgage Association* (FNMA), o Fannie Mae è una *government-sponsored enterprise* (GSE) statunitense-impresa privata con supporto governativo- fondata nel 1938. La società era stata fondata per acquistare mutui da banche, casse di risparmio, e altri istituti di credito (*lender*), al fine di promuovere la concessione di crediti per la casa, ridurre il rischio dei *lender* e aumentare il capitale disponibile per l’edilizia abitativa. Nel 1968 il presidente statunitense Lyndon B. Johnson avviò il processo di privatizzazione di Fannie Mae. Nel 1970 venne creata una società concorrente, la *Federal Home Loan Mortgage corporation*, o Freddie Mac. Nel momento di massimo splendore Fannie Mae e la sua concorrente Freddie Mac formano due colossi del credito ipotecario (nessuno di loro produceva mutui). Nel marzo 2008 cominciarono ad esserci da parte del ministero del tesoro americano delle perplessità sui conti di Fannie Mae e Freddie Mac dovuti all’accumulo dei mutui *subprime* acquistati dalle banche, contratti sempre più esposti ad insolvenza da parte dei mutuatari e che avevano reso insolventi le imprese finanziarie stesse, che non riuscivano, a causa del crollo dei titoli a reperire liquidità sul mercato. Il 7 settembre 2008 da Washington arriva l’annuncio della nazionalizzazione di Fannie Mae e Freddie Mac, le due finanziarie che dominavano il mercato dei mutui americani, garantendo circa la metà dei mutui.

²² Consentono di misurare la solidità finanziaria di una banca, basata sulla somma del suo capitale azionario e delle riserve dichiarate e, a volte, delle azioni privilegiate non riscattabili e non cumulative. Le attività ponderate per il rischio di un’impresa comprendono tutte le attività detenute dall’impresa che sono sistematicamente ponderate per il rischio di credito .

AIG ed altre compagnie di assicurazione sono state declassate principalmente perché detenevano titoli derivati che le *CRAs* avevano in passato valutato come investimenti sicuri ed ora invece erano semplicemente titoli “junk”. La NAIC (*National Association of Insurance Commissioners*) ha criticato fortemente le *CRAs* per il fatto di aver declassato le compagnie di assicurazione perché detenevano investimenti che le stesse *CRAs* avevano valutato come sicuri da possedere.

Una caratteristica interessante riguardante i declassamenti operati dalle *CRAs* è sicuramente la drasticità con cui sono stati attuati. Anziché declassare gradualmente man mano che il mercato cambiava, le *CRAs* hanno improvvisamente e profondamente abbassato le loro valutazioni, il che ha causato il panico fra gli investitori.

I declassamenti erano spesso improvvisi, senza nessuna o pochissima comunicazione che li preannunciasse. Ciò prendeva alla sprovvista gli investitori ed aumentava la loro incertezza ad agire poiché non avevano la minima idea su cosa era sicuro e cosa non lo fosse nel mercato finanziario: “quale sarebbe stato il prossimo passo delle *CRAs*, quale il prossimo declassamento?”

Se le *CRAs* avessero monitorato con più attenzione i propri *rating*, declassamenti così drastici non sarebbero stati necessari. In molti sostengono che se i declassamenti fossero stati più gradualmente, gli investitori avrebbero avuto più tempo ed una maggiore “tranquillità” nel poter aggiustare le loro strategie di investimento senza andare nel panico, cosa che invece avvenne. Alla luce di tutti i *downgrade*, si è sgretolata la fiducia della maggior parte degli operatori del mercato nei confronti delle *CRAs*. Sia investitori privati che le istituzioni che detenevano CDOs hanno criticato pesantemente il fatto che le agenzie avessero valutato tali strumenti con lo status di AAA quando invece, col senno di poi, incorporavano chiari titoli rischiosi. Gli investitori sospettavano ormai di qualsiasi tipo di investimento, anche di quelli sui titoli con tripla A non c’era più da fidarsi. Il fallimento degli strumenti con *rating* AAA è stato un grosso shock, soprattutto data la tradizionale affidabilità del *rating*: tra il 1970 e l’attuale crisi. Durante la crisi finanziaria sono state moltissime le critiche rivolte alle società di *rating*, accusate di aver emesso valutazioni bassa qualità e di aver perso la loro oggettività ed indipendenza a causa di una serie di conflitti di interesse che nel proseguire dell’elaborato andremo ad approfondire.

3. I CONFLITTI DI INTERESSE DELLE AGENZIE DI *RATING*

Tra il 2004 e il 2006 la domanda di ratings di prodotti finanziari strutturati come i *Mortgage-backed securities* (MBSs) e i *collateralized Debt obligations* (CDOs) è notevolmente aumentata. Le agenzie di *rating*, valutando tali titoli con il “voto” di *investment grade* (AAA) hanno contribuito ancor di più all’espansione della produzione dei suddetti titoli finanziari e dei loro derivati.

Si trattava, come già detto, di una valutazione eccessivamente ottimistica (*overrating*) in quanto non rappresentava correttamente il vero livello di rischiosità insito in tali titoli. Nel 2006 i prezzi delle case hanno raggiunto il picco e successivamente hanno iniziato ad abbassarsi: ciò ha portato ad un rapido aumento del tasso di *default*, soprattutto nel mercato dei mutui *subprime*. La diffusione delle insolvenze nel mercato dei *subprime* ha portato ad una forte riduzione della valutazione degli strumenti MBSs, contenenti una grande quantità di mutui *subprime*, così al declassamento di vari strumenti derivati che erano basati interamente o in parte su MBS con componenti *subprime* consistenti (come i CDOs).

Con l'aggravarsi del mercato immobiliare e l'aumento dei pignoramenti durante l'estate e l'autunno del 2007, le agenzie di *rating* del credito hanno declassato miliardi di dollari di MBS e CDO. Molti titoli precedentemente classificati come AAA sono stati declassati di cinque livelli, acquisendo lo status di titoli speculativi, altrimenti noti come "spazzatura". (NOTA: articolo ruolo *CRAs*).

La commissione d'inchiesta sulla crisi finanziaria (*Financial Crisis Inquiry Commission*) ha studiato le cause alla radice della crisi, attribuendo molti dei fallimenti del mercato finanziario al fatto che le grandi aziende e gli investitori si sono affidati ciecamente alle agenzie di *rating* come i loro arbitri del rischio. Anche l'economista vincitore del premio Nobel Joseph Stiglitz ha definito le agenzie di *rating* come uno dei "principali colpevoli" della crisi finanziaria.

I pesanti *downgrades* delle agenzie di *rating* hanno fatto dubitare l’intero mondo finanziario sull’affidabilità di tali agenzie: in molti avevano iniziato a diffidare anche dei *rating* più sicuri. Per questo motivo, sono state mosse numerose critiche nei confronti del modo di operare delle Agenzie di *rating*, critiche che toccano svariati punti riguardanti diversi aspetti: dalla struttura, al loro modo di operare e alle loro attività in generale.

Molte sono le aree in cui sono stati individuati i maggiori conflitti di interesse:

- il modello *issuer-pays*;
- l’attività di consulenza finanziaria delle *CRAs*

- i *rating-driven*
- l'assetto proprietario delle agenzie di *rating*;
- la natura pro-ciclica dei *rating*;
- la struttura oligopolistica del mercato
- l'eccessiva dipendenza (*overreliance*) del mercato e di alcune forme di regolamentazione dai giudizi delle agenzie;
- la mancanza di trasparenza

Con riferimento al primo punto, il modello issuer-pays rappresenta il modello di *business* delle *CRAs* che, secondo i critici, ha contribuito maggiormente all'abbassamento della qualità dei *rating* emessi dalle *CRAs*. Secondo questo modello, sono gli emittenti (*issuers*) a richiedere all'agenzia di essere valutati (*solicited rating*). In altre parole, i clienti delle agenzie sono gli stessi emittenti oggetto di valutazione. Questo perché nel caso di *solicited rating*, sono gli stessi emittenti a richiedere l'intervento delle *CRAs*, le quali dopo aver svolto le loro analisi suggeriscono una proposta di *rating*: in seguito, se la proposta viene accettata dall'emittente, quest'ultimo paga la *CRA* per il servizio svolto. Le grandi agenzie di *rating* del credito ricevono la maggior parte delle loro entrate dalle commissioni (*issuers fees*) e dai *rating* pagati dagli emittenti, che rappresentano circa il 98% dei prodotti.

È facile sospettare che la *CRA* potrebbe essere incline a “gonfiare” di un po' il *rating* (*rating inflation*) in modo da convincere l'emittente ad accettare la proposta di *rating*.

Questo avviene perché gli emittenti non si risparmiano nell'impegnarsi nello *shopping rating*, sollecitando la richiesta di *rating* a varie *CRAs* e accettando poi la proposta della *CRA* che assegna all'emittente la valutazione migliore. Ognuna delle *CRAs*, per far in modo che l'emittente accetti a propria proposta, cercherà di massimizzare la valutazione assegnata, innescando così un fenomeno di *over-rating*. Si tratta quindi di un caso in cui maggiore è la concorrenza tra le *CRAs*, tanto più sarà la diffusione di questo fenomeno, e di conseguenza delle pratiche di *rating shopping* da parte degli emittenti.

Le *CRAs* sono ovviamente coscienti di tale conflitto di interesse, ma tendono a rispondere a questa critica dichiarando che di essere a conoscenza di questo potenziale conflitto di interessi e tentare di mitigarne l'influenza assicurando che nessun emittente costituisca una porzione significativa delle entrate complessive del *CRA*. Queste aziende affermano che la cosa più importante per loro consiste nel mantenere una reputazione di indipendenza e di accuratezza nelle valutazioni emesse, sostenendo di essere riluttanti a rischiare di danneggiare la loro reputazione solo per mantenere un singolo cliente. Tuttavia, secondo i risultati di He, Qian e

Strahan (2010), quando un emittente è più importante per un CRA, sia perché si tratta di un emittente ripetuto o perché ha emissioni più grandi (con particolare riferimento a prodotti strutturati), la CRA è più incline a gonfiare le valutazioni di quell'emittente.

Nel caso di *unsolicited rating* invece, non viene richiesta alcuna valutazione da parte dell'emittente. Dunque, si potrebbe pensare che lo scopo della valutazione dell'agenzia di *rating* sia di beneficio al pubblico poiché fatta in maniera disinteressata e senza scopi di guadagno in quanto, l'emittente non ha sollecitato alcuna richiesta di *rating*. Tuttavia, anche il caso di *unsolicited rating* potrebbe generare un conflitto di interessi: le agenzie rilasciano *rating* non richiesti, per lo più basati sulle sole informazioni pubblicamente disponibili, spingendo così gli emittenti a richiedere i *rating* prima dell'emissione di quelli non richiesti, che potrebbero, in ipotesi, essere negativi o basati su informazioni parziali²³.

Oltre al servizio di valutazione e successivo monitoraggio-uniche attività tradizionalmente svolte dalle *CRAs*- queste hanno iniziato a fornire servizi di consulenza finanziaria destinati agli emittenti la cui attuazione porterebbe ad un aumento del loro *rating* attuale. Ciò genera un conflitto di interesse aggiuntivo: le decisioni di *rating* di un'agenzia di *rating* del credito potrebbero essere influenzate in ipotesi a rialzo nell'eventualità in cui l'emittente acquisti servizi aggiuntivi offerti dalla CRA. Inoltre, indipendentemente dal fatto che l'acquisto di servizi ausiliari abbia o meno un impatto su una decisione di *rating*, gli emittenti possono essere spinti a utilizzare questi servizi per timore che la loro mancata osservanza possa avere un effetto negativo sul loro *rating*.

Un altro aspetto profondamente criticato è stata la capacità delle *CRAs* di influenzare, attraverso le proprie valutazioni, la stessa struttura delle transazioni che avvengono sul mercato finanziario. Si riscontrano vere e proprie emissioni c.d. *rating-driven*, in cui l'agenzia di *rating* stessa assume un ruolo attivo anche nella costruzione del prodotto su cui poi emetterà il proprio giudizio: ciò è quanto accade frequentemente nelle transazioni che hanno ad oggetto prodotti finanziari strutturati. Tale pratica è contestata da chi ritiene che lo schema dovrebbe essere l'opposto: non il *rating* che guida il prodotto, ma è il prodotto che deve "ricevere" un determinato *rating*.

Un altro motivo per cui sono state mosse critiche nei confronti delle *CRAs* riguarda la composizione della loro struttura proprietaria, nel cui azionariato si trovano alcuni tra i più importanti gestori di fondi di investimento (che peraltro partecipano al capitale di entrambe le agenzie maggiori, *Moody's* e *S&P*), i quali investono negli strumenti finanziari che le agenzie

²³ BOLTON, P., FREIXAS, X., SHAPIRO, J., 2011. The Credit *Rating* Games. *The Journal of finance*, 4-5.

valutano e che pertanto pongono il problema dell'eventuale accesso ad informazioni privilegiate in merito all'attribuzione di un certo *rating* o di una sua modifica.

Tra i maggiori azionisti di *Moody's* troviamo enti come Fidelity, uno dei più grandi gestori di fondi del mondo. e molte istituzioni che comprano e vendono titoli: si va da *State Street* a *BlackRock* e *Vanguard* a *Invesco* a *Morgan Stanley Investment*. Lo stesso copione si riproduce in *Standard&Poor's*: l'azionariato comparire in evidenza, a fine 2009, i nomi di *Blackrock*, *Fidelity*, *Vanguard*. Gli stessi nomi. Secondo le critiche, stare nel capitale di chi determina i destini di migliaia di società può essere utile per avere accesso a informazioni privilegiate.²⁴

Un altro motivo interessante per cui si è messa in discussione la veridicità dei *rating* è la cosiddetta “prociclicità dei *rating*”. Con questo termine ci si riferisce al fatto che l'evoluzione temporale dei giudizi delle agenzie tende a essere, come è naturale che sia, prociclica, nel senso che i *rating* degli emittenti tendono generalmente a migliorare in fasi di crescita economica e a peggiorare nel corso delle fasi recessive.

In modo particolare avviene un'inflazione dei *rating* nei periodi di boom, in quanto la fiducia degli investitori è maggiore e vi sono meno possibilità per le agenzie di essere smascherate. Questo risultato è coerente con i risultati di Ashcraft, Goldsmith-Pinkham e Vickrey (2009), che mostrano che le valutazioni dei titoli garantiti da ipoteca (*Mortgage-backed securities*) erano meno precisi durante il picco del boom immobiliare. Questo conduce potenzialmente a un inasprimento delle fasi del ciclo, nel senso che emittenti in difficoltà si trovano, nelle fasi recessive, ancora più in difficoltà per effetto del *downgrade* cui sono soggetti. In realtà le agenzie di *rating* affermano di fondare il proprio processo di valutazione su analisi che cercano di essere il più possibile “*through the cycle*”, ossia di produrre giudizi che assumano valore attraverso le diverse fasi del ciclo economico e siano dunque il più possibile stabili nel tempo. Nonostante questo, tuttavia, l'evidenza empirica mostra chiaramente come le variazioni al ribasso (*downgrading*) siano molto più frequenti durante le fasi di ciclo economico negativo. Questo della prociclicità dei giudizi emessi dalle agenzie è indubbiamente un problema: il tentativo di avere *rating* stabili nel tempo fa sì che le agenzie arrivino sovente “in ritardo” con i propri giudizi rispetto all'evoluzione delle condizioni economiche e i mercati finanziari abbiano già ampiamente scontato queste ultime.

In riferimento alla struttura del mercato in cui operano le *CRAs*, si tratta sicuramente di un oligopolio. L'elevata concentrazione del settore che vede la presenza dominante di tre soggetti

²⁴ Disponibile su: <<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/Finanza%20e%20Mercati/2010/05/ecco-chi-comanda-moody.shtml>> [Data di accesso: 20/02/2018]

Moody's, *S & P's* e *Fitch*) rappresenta un reale problema. Sebbene un alto grado di concentrazione del mercato non determini automaticamente che il mercato sia non competitivo, la concentrazione così elevata come quella presente sul mercato delle agenzie di *rating* è vista come fortemente indicativa di tale possibilità²⁵. In una simile situazione i rischi di comportamento oligopolistico sul fronte del pricing dei propri prodotti da parte dei soggetti dominanti sono elevati. Il principale ostacolo a questo rafforzamento è sempre stato rappresentato dalle barriere naturali all'entrata. Un fattore chiave di questo tipo di attività è infatti la reputazione, e quest'ultima richiede tempo per essere costruita. In questo senso l'ingresso nel settore di un nuovo soggetto viene a scontrarsi con la difficoltà di acquisire la fiducia degli investitori. Un altro tipo di barriera, questa volta legale, posta a protezione del settore del *credit rating* è stato il riconoscimento nel 1975 da parte della SEC (*Securities and Exchange Commission*) delle NRSROs (*Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations*), ossia delle Agenzie di *rating* ufficialmente riconosciute dallo Stato (inizialmente *Moody's*, *Standard & Poor's*, e *Fitch*)²⁶

Un altro motivo di critica è la mancanza di trasparenza che caratterizza le attività delle *CRAs*: le agenzie di *rating* del credito forniscono informazioni sulle loro metodologie e dichiarano i motivi chiave che le hanno indotte ad assegnare una certa valutazione. Tuttavia, gran parte dei dettagli specifici, come l'analisi qualitativa che va ai *rating*, non viene segnalata. A sostegno di ciò, con riferimento alla crisi dei *subprime*, Il rapporto SEC del 2008 ha confermato che le agenzie di *rating* del credito non sempre rivelano gli aspetti significativi del processo di *rating*, sostenendo che le politiche e le procedure per la valutazione degli strumenti finanziari MBSs e CDOs sono state documentate a sufficienza

L'ultimo problema individuato riguarda la fiducia dei regolatori finanziari nei confronti dei *ratings* emessi dalle agenzie di *rating*, considerata eccessivamente alta. Si faceva così tanto affidamento alle valutazioni emesse che si è arrivati a un punto in cui, per legge, la fattibilità di molte operazioni finanziarie ha iniziato a dipendere dai *rating* emessi dalle agenzie di *rating*. Tutto è iniziato nel 1936, quando la Federal Reserve e l'OCC (*Office of the Controller of the Currency*) hanno esteso il potere del *rating* (e conseguentemente delle agenzie) stabilendo che le banche non potevano tenere *bond* che non erano stati valutati *investment grade* da almeno due *CRAs*. Da quel momento l'influenza del *rating* all'interno della regolamentazione

²⁵ HUNT, JOHN P., 2008. Credit Rating Agencies and the 'Worldwide Credit Crisis': The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement. *Columbia Business Law Review*, Vol. 2009, No. 1. Disponibile su: < <https://ssrn.com/abstract=1267625>> [Data di accesso: 23/02/2018]

²⁶ SIRONI, A., 2012. *E&M*. Disponibile su: < <http://emplus.egeaonline.it/it/61/archivio-rivista/rivista/3331572/articolo/3331576>> [Data di accesso: 23/02/2018]

statunitense ha continuato a crescere: ad esempio quanto avvenuto nel 1975, con l'introduzione della SEC (*Securities and Exchange Commission*) del concetto di NRSROs di cui abbiamo già parlato in precedenza; oppure nel 1989, con la riforma delle istituzioni finanziarie, il cui *Recovery and Enforcement Act* vietava alle organizzazioni di risparmio e di prestito di investire in titoli non *investment grade*. Ci sono state altre modifiche alle normative che hanno ulteriormente aumentato la dipendenza dai *rating*, ma quelle appena citate hanno il semplice ruolo di dare un'idea di come i *rating* delle NRSRO sono diventati ad essere una colonna portante dell'architettura normativa negli Stati Uniti. Un'eccessiva dipendenza da parte della legislazione finanziaria può indurre gli investitori e, in generale tutti gli operatori del mercato finanziario, a riporre una fiducia esagerata nei confronti delle valutazioni delle *CRAs*: il pericolo derivante è che gli investitori non eseguano una personale valutazione del rischio, basandosi meccanicamente sui *rating* fornite dalle agenzie, il che può portare a pericolosi fenomeni negativi come l'*Herd behaviour* e *Cliff-effects*. Mentre l'*herd behaviour* (trad. "comportamento del gregge") consiste nella formazione di un processo decisionale sistematico ed errato da parte di un gruppo (nel nostro caso di investitori, il *Cliff-effect* (trad. "effetto scogliera") consiste nella vendita simultanea di titoli in caso di improvvisi declassamenti. La recente crisi finanziaria è considerata un esempio in cui si sono verificati tali fenomeni.

4. ALCUNE PROPOSTE CHE HANNO SEGUITO LA CRISI PER MITIGARE IL CONFLITTO DI INTERESSI

Come abbiamo detto dunque, le *Credit rating agencies* sono finite direttamente sul “banco degli imputati”, essendo state accusate da molti come uno fra i principali complici della crisi economica globale. Nel periodo successivo allo scoppio della crisi si sono palesate le debolezze che caratterizzavano il sistema del *rating*, stimolando l’apparato legislativo a ricercare delle soluzioni. Tali interventi legislativi avevano come obiettivo principale quello di ripristinare la credibilità e l’affidabilità del sistema di *rating*, fornendo in particolar modo maggiori garanzie agli investitori.

Fino all’esplosione della crisi economica, le agenzie di *rating* erano invitate ad aderire al codice di principi fondamentali redatto nel 2003 dalla commissione IOSCO (*International Organization Of Securities Commissions*) il quale aveva come obiettivo quello di illustrare un codice di condotta a cui le *CRAs* potevano attenersi nello svolgimento delle loro attività. I principi stabiliti dalla IOSCO avevano lo scopo di “ridurre l’asimmetria delle informazioni esistenti tra mutuatari e debito ed emittenti di titoli di debito, da un lato, e finanziatori e acquirenti di debito e titoli simili al debito dall’altra.”²⁷. Nello specifico i temi trattati dal codice spiegano ciò che le *CRAs* “*should do*” per emettere un *rating* di buona qualità, mantenendo integrità, indipendenza ed evitando i conflitti di interesse che possono sorgere durante la formulazione della valutazione.

Tuttavia, lo scoppio della crisi economica e le contestuali critiche inferte alle agenzie di *rating* hanno evidenziato i limiti dell’approccio “autodisciplinare” rappresentato dall’adesione al Codice di condotta IOSCO, rafforzando nelle istituzioni americane ed europee la consapevolezza di dover introdurre una serie di norme vincolanti volte soprattutto a:

- prevenire e gestire i conflitti di interesse in modo da migliorare la qualità dei *rating*;
- accrescere la trasparenza;
- Introdurre un efficiente sistema di controllo sull’operato delle *CRAs*

Negli Stati Uniti in realtà, la prima disciplina di modifica rilevante per il settore del *rating* è stata il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA), emanata prima rispetto all’inizio della crisi. La riforma risale infatti al 29 settembre 2006, emanata in risposta agli scandali societari che, nel quinquennio precedente, avevano generato perplessità sull’operato delle agenzie. Per

²⁷ Codice di Condotta, IOSCO 2003

effetto del CRARA, il ruolo di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva della SEC rispetto alle NRSROs si era notevolmente rafforzato.

Tuttavia, il provvedimento vietava alla SEC di porre vincoli su procedure e metodologie per la produzione dei *rating*. La pericolosità di tale previsione è apparsa evidente solo con la crisi economica iniziata nel 2007, quando il *rating* di molti strumenti strutturati è improvvisamente precipitato, rivelando la scarsa correttezza delle metodologie adottate, l'esistenza di conflitti di interesse per gli analisti e una generale mancanza di trasparenza nei confronti degli investitori. Forte del potere di vigilanza regolamentare, a febbraio e a novembre del 2009 la SEC ha apportato modifiche e integrazioni alle proprie norme per garantire l'efficace applicazione del CRARA. Pochi mesi più tardi, nel luglio del 2010, il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* – finalizzato nel complesso a promuovere la stabilità finanziaria degli USA e a proteggere gli utilizzatori di servizi finanziari da pratiche abusive – ha introdotto importanti emendamenti al CRARA. Il *Dodd-Frank act* ha dato diritto alla SEC di adottare una serie di nuove norme riguardanti l'obbligo di eseguire rapporti annuali sui controlli interni, la riduzione dei conflitti di interesse, multe e pene, la divulgazione delle metodologie di *rating* del credito e delle informazioni inerenti ai dati utilizzati nella formulazione dei *rating* e l'incoraggiamento della concorrenza nel mercato del *credit rating*. Provvedimenti quindi intenzionati ad aumentare la trasparenza nelle pratiche delle agenzie di *rating* e a migliorare la qualità delle valutazioni emesse, “purificandola” dalle distorsioni derivanti dai conflitti di interessi interni alle agenzie.

In Europa, La nuova regolamentazione in merito alle agenzie di *rating* è stata attuata i seguito all'emanazione di due nuove riforme: il Regolamento Europeo N. 1060/2009 e il Regolamento Europeo n. 513/2011. Gli obiettivi di tali regolamenti combaciano con gli obiettivi delle riforme americane: mitigare i conflitti di interesse e garantire l'integrità e la trasparenza dei processi di *rating*. Molto importante è stata l'istituzione, nel 2011, della “Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati” (in inglese ESMA), nata con il compito di provvedere alla registrazione, al monitoraggio e alla sorveglianza delle agenzie di *rating* del credito (CRA). All'epoca in Europa, queste ultime erano, in misura più o meno rilevante, non regolamentate e l'attenzione era focalizzata sul loro impatto sui mercati finanziari. Attualmente, l'ESMA esercita la vigilanza su 23 agenzie di *rating* del credito registrate nell'UE.

4.1. PREVENIRE E GESTIRE I CONFLITTI DI INTERESSE IN MODO DA MIGLIORARE LA QUALITÀ DEI *RATING*

Tra le proposte avanzate per il miglioramento della qualità dei *rating* emessi dalle *CRAs*, prima su tutte è sicuramente quella che propone un'apertura del mercato del *credit rating* a nuovi concorrenti. Questo perché si ritiene maggior concorrenza potrebbe portare dei benefici in termini di efficienza.

Le tre principali *CRAs*- *Standard & Poor's*, *Moody's* e *Fitch* - come abbiamo già detto ricoprono una quota di mercato totale del 90% circa. La causa principale dell'elevata concentrazione deriva dal fatto che le agenzie di *rating* necessitano della designazione di "Organizzazione Statistica Riconosciuta a livello Nazionale" (NRSRO) affinché i loro *rating* abbiano un peso regolamentare. Tuttavia, le condizioni per la designazione di una agenzia in NRSRO sono scarsamente specificate e difficili da soddisfare, rappresentando una barriera d'entrata nel mercato.

Con l'obiettivo di facilitare l'ingresso di nuovi competitor nel mercato, nel 2006 il Congresso ha approvato uno statuto che riduce gli ostacoli alla designazione delle NRSRO, con la speranza che un aumento della concorrenza avrebbe portato ad un "complessivo" aumento della qualità dei *rating*.

Secondo la SEC, una maggiore concorrenza stimolerebbe le *CRAs* a produrre valutazioni più accurate in quanto, qualora quest'ultime si rivelassero imprecise e di bassa qualità, il rischio per l'agenzia di uscire dal mercato sarebbe maggiore data la presenza di altri competitori più affidabili.

Tuttavia, è stato ipotizzato anche che un aumento della concorrenza nel mercato possa scatenare l'effetto contrario sulla dei *rating*: con più agenzie, gli emittenti avrebbero maggiori possibilità di guardarsi intorno alla ricerca della migliore valutazione. Di fatto quindi un allontanamento dalla struttura oligopolistica verso una forma di mercato più concorrenziale andrebbe a favorire il fenomeno già spiegato del *credit shopping*.

L'effetto totale di una maggiore concorrenza sulla qualità delle valutazioni è dunque ambiguo, nonostante le riforme implementate a tale scopo fanno intuire la fiducia del regolatore sulla predominanza degli effetti positivi che un incremento della concorrenza può generare : concretamente con l'aumento del numero di agenzie di *rating* che la SEC designa come NRSRO, il mercato del *rating* ad esempio potrebbe diventare più specializzato in quanto le

agenzie lavorerebbero in particolari settori, il che, di per sé, migliorerebbe la qualità delle valutazioni attraverso una maggiore esperienza.

In ogni caso va ricordato che, in caso di apertura della SEC al riconoscimento di nuove NRSRO, le nuove entrate dovranno comunque trovarsi a competere contro il dominio di *Moody's* e *Standard & Poor's*, dotate di infrastrutture, conoscenza del settore e reputazione difficilmente pareggiabili.

4.2. RIVEDERE IL MODELLO "ISSUER-PAYS"

Abbiamo già parlato di come il modello di business con cui operano le Agenzie di *rating*, l'*issuer-pays* model, sia stato individuato come fonte del principale conflitto di interesse che è stato attribuito alle *CRAs*. Tale modello infatti, secondo le critiche, comprometterebbe l'obiettività del processo di *rating*. Molti commentatori hanno manifestato la necessità di cambiare questo modello proponendo come alternativa la *conversione* dal modello "issuer-pays" al modello "investor-pays". Secondo il modello proposto le Agenzie di *rating* non trarrebbero più i propri guadagni dagli emittenti che devono valutare, bensì dagli investitori che utilizzano le informazioni divulgate dalle agenzie. Tale cambiamento, sebbene drammatico, sebbene non sarebbe senza precedenti: fino agli anni '80 la fonte primaria di entrate delle agenzie di *rating* era costituita dalle tariffe di abbonamento.

In realtà esistono già 3 agenzie di *rating* con designazione NRSRO ad operare con il modello "investor pays", eppure sono piccolissime se paragonate ai due colossi americani del *rating* *Moody's* e S&P. Ma esistono critiche anche nei confronti di quest'ultimo modello, secondo le quali anche con il cambio di *business model* da *issuer* ad *investor-pays* i conflitti di interesse non verrebbero eliminati, ma si sposterebbero semplicemente anziché dagli emittenti alla parte degli investitori.

Le proposte più originali trattano lo sviluppo di "soluzioni ibride" - in cui un emittente pagherebbe un'agenzia di *rating* esistente per ottenere una valutazione, ma poi sarebbe obbligato a richiedere un secondo *rating* da un'agenzia di *rating* che sottoscriva tale valutazione oppure da un'agenzia di *rating* ibrida posseduta e controllata da un consorzio di investitori istituzionali.

CONCLUSIONE

In conclusione, le società di *rating* attraverso le loro valutazioni eccessivamente ottimistiche hanno senza dubbio contribuito a creare i presupposti necessari per lo scoppio di una crisi finanziaria, quale quella dei mutui *subprime* del 2007.

Le accuse rivolte alle agenzie di *rating* hanno fatto emergere il bisogno di dover sviluppare la regolamentazione in materia di *credit rating agencies*. Con i provvedimenti legislativi che hanno seguito lo scoppio della crisi economico-finanziaria hanno avuto come obiettivo quello di cercare di ripristinare l'utilità del ruolo delle agenzie di *rating*, attraverso un aumento della trasparenza delle loro attività e dei loro metodi di analisi ed attraverso il tentativo di ridurre i casi in cui le agenzie di *rating* si trovano a dover gestire un conflitto di interesse che possa influenzare la loro obiettività nell'assegnare le valutazioni.

Sostengo che se attraverso forme di controllo severe e leggi che prevengano la formazione di conflitti di interesse si possa giungere all'obiettivo di far operare le agenzie di *rating* in condizioni di imparzialità. In questo modo si potrà tornare ad apprezzare il *rating* come uno strumento prezioso per il mercato finanziario, poiché contribuirà ad aumentarne l'efficienza riducendo le asimmetrie informative nel rapporto tra investitori ed emittenti. Così facendo si potrà forse evitare che crisi con le caratteristiche simili nelle cause a quelle che hanno generato la crisi globale del 2007 possano ripetersi in futuro.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

ADELSON, M. H., 2012. *The Role of Credit Ratings in The Financial System*. Disponibile su: www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?articleType=HTML&assetID=1245333790527 [Data di accesso: 28/01/2018]

BAGHAI, R., BECKER, B., 2016. *Non-rating revenue and conflicts of interest*. Disponibile su: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2589519> [Data di accesso: 4/02/2018]

BAHENA, A. J., 2010. *What Role Did Credit Rating Agencies Play in the Credit Crisis?* Disponibile su: < <https://www.colorado.edu/AmStudies/lewis/ecology/rolecreditagencies.pdf>> [Data di accesso: 13/02/2018]

BAYAR, Y., 2014. *Recent Financial Crises and Regulations on the Credit Rating Agencies*. Disponibile su: < <http://dx.doi.org/10.5430/rwe.v5n1p49>> [Data di accesso: 26/02/2018]

BENMELECH, E., DLUGOSZ, J., 2010. *The Credit Rating Crisis*. Disponibile su: <<http://www.nber.org/chapters/c11794.pdf>> [Data di accesso: 20/02/2018]

BOLTON, P., FREIXAS, X., SHAPITO, J., 2011. *The credit rating games*. *The Journal of Finance*. Disponibile su: < <https://www0.gsb.columbia.edu/faculty/pbolton/papers/CreditratingsJoF.pdf>> [Data di accesso: 15/02/2018]

BOSETTI, L., 2010. *La riforma delle agenzie di rating: le implicazioni per i sistemi di controllo esterno e interno*. Conference Paper, Università degli studi di Brescia.

CASTALDO, A., PALLA, L., 2016. *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*. Torino: G. Giappichelli Editore.

DEHAAN, E., 2013. *The Financial Crisis and Credibility of Corporate Credit Ratings*. Disponibile su: <citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.1012.2898&rep=rep1&type=pdf> [Data di accesso: 7/02/2018]

DI FABIO, G., 2009. *Le agenzie di rating e la crisi finanziaria*. Tesi di laurea, Università LUISS Guido Carli, Facoltà di Economia. Disponibile su: < http://tesi.eprints.luiss.it/99/1/di_fabio-tesi.pdf> [Data di accesso 23/01/2018]

DRAGONI, M., 2016. *Le agenzie di rating e la crisi della finanza globale*. Tesi di laurea, Università LUISS Guido Carli, Facoltà di Economia. Disponibile su: < http://tesi.eprints.luiss.it/18168/1/181481_DRAGONI_MATTEO.pdf> [Data di accesso: 24/01/2018]

JUNIOR, V., MARZABAL, O., 2012. *The global financial crisis in perspective: genesis and determinant factors*. *Revista de economia mundial* 31, pp.199-226. Disponibile su: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=86623416008> [Data di accesso: 16/02/2018]

KATZ, J. SALINAS E., STEPHANOU C., 2009. *Credit Rating Agencies: No Easy Regulatory Solutions*, The World Bank Group, Financial and Private Sector Development Vice Presidency, Crisis Response Policy -Disponibile su: <<https://ssrn.com/abstract=1485140>> [Data di accesso: 19/02/2018]

LISTOKIN, Y., BENJAMIN T., 2010. *If You Misrate, Then You Lose: Improving Credit Rating Accuracy Through Incentive Compensation*, Yale Law School Legal Scholarship Repository. Disponibile

su: http://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4856&context=fss_papers [Data di accesso 24/02/2018]

MISHKIN, S. F., 2011. *Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis*. Disponibile su: < <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.25.1.49>> [Data di accesso: 24/02/2018]

MULLIGAN C., 2009, *From AAA to F: How the Credit Rating Agencies Failed America and What Can be Done to Protect Investors*, 50 B.C.L.REV. Disponibile su < lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2429&context=bclr> [Data di accesso: 20/02/2018]

PIANESI, L. (2011). *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private "geneticamente modificate"*. Riv. trim. dir. pubbl., 1. Disponibile su: < https://scholar.google.it/scholar?cluster=3414883082700036031&hl=it&as_sdt=0,5> [Data di accesso: 26/02/2018]

STOLPER, A., 2009.. *Regulation of credit rating agencies*. Journal of Banking and Finance. Disp. su http://www.et.econ.uni-muenchen.de/forschung/discussion_papers/regCRAs.pdf> [data di accesso: 23/02/2018]

RIFERIMENTI NORMATIVI

Codice di condotta IOSCO (*International Organization Of Securities Commissions*), 2003

Credit Rating Agency Reform Act (CRARA), 29 settembre 2006.

Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, luglio 2010.

Emendamento di legge 15c3-SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*), 1975

Recovery and Enforcement Act, 1989.

Regolamento Europeo n. 1060/2009

Regolamento Europeo n. 513/2011.

Secondo Regolamento- OCC (*Office of the Controller of the Currency*), 1936.