



**UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE**  
**FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”**

---

Corso di Laurea triennale in  
**Economia e commercio**

**LE AGENZIE DI RATING E LA CRISI MONDIALE DEL**  
**CREDITO**

**THE RATING AGENCIES AND THE GLOBAL CREDIT**  
**CRISIS**

Relatore:  
Prof. Esposti Roberto

Rapporto Finale di:  
Francesco Falconieri

Anno Accademico 2018/2019



## **INDICE:**

### **Introduzione**

#### **1. Le agenzie di rating: brevi cenni**

- 1.1. La definizione di rating
- 1.2. Agenzie di rating: lo sviluppo
- 1.3. L'industria del rating del credito

#### **2. La determinazione del rating**

- 2.1. I processi di determinazione del rating
- 2.2. La simbologia e le tipologie di rating
- 2.3. La regolamentazione delle agenzie di rating
  - 2.3.1 La regolamentazione statunitense
  - 2.3.2 Il *Credit Rating Agencies Reform Act*.
- 2.4. I sistemi interni di rating

#### **3. Rating Corporate sector e Public sector**

- 3.1 Il rating pubblico
- 3.2 Orizzonte temporale
- 3.3 Classi di rating nel settore pubblico

#### **4. Le problematiche delle agenzie di rating e il loro ruolo durante la crisi**

- 4.1. Le problematiche delle agenzie di rating
- 4.2. I rischi del rating nelle operazioni di cartolarizzazione
- 4.3. Il ruolo delle agenzie di rating durante la crisi
- 4.4. Il caso Lehman Brothers

#### **5. Conclusioni**

#### **Bibliografia**

#### **Sitografia**

## **Introduzione**

Il Rating è un'espressione di sintesi atta a misurare la capacità di solvibilità di un debitore.

Nasce negli Stati Uniti agli inizi del novecento ad opera di John Moody, ed è proprio in questo stato che il Rating ha avuto la maggior diffusione. Attualmente rappresenta un requisito essenziale per la buona riuscita di un investimento. Con il passare del tempo l'integrazione dei mercati a livello globale ha reso il Rating importante anche in tutti gli altri mercati mondiali (Europeo e soprattutto Giapponese).

L'obiettivo di questo elaborato è quello di descrivere l'industria del rating sotto ogni suo aspetto, evidenziandone sia i lati positivi che negativi, illustrandone il ruolo socialmente svolto fin dalle origini ed in particolare le responsabilità di tale industria nella recente crisi finanziaria globale.

Quello sulle agenzie di rating del credito è oggi, alla luce della recente crisi dei mercati finanziari, uno dei "temi caldi" del dibattito economico.

Le agenzie di rating fungono principalmente da intermediari di informazioni tra coloro che emettono titoli e gli investitori, riassumendo, dopo un'accurata analisi, le indicazioni fondamentali del merito creditizio in una semplice lettera, che sta ad indicare una precisa classe di rating, dunque, un giudizio più o meno positivo, in base ad una scala, ovviamente dietro pagamento di un certo ammontare da parte dell'emittente.

Accanto alla principale funzione di informazione ne vanno ricordate altre due: la funzione di certificazione, che favorisce la regolamentazione della sorveglianza all'interno dei mercati finanziari, e la funzione di normalizzazione, la quale consente un monitoraggio costante e globale dell'intero mercato dei titoli.

Tuttavia tali Agenzie, che aggiornano ed emettono di continuo nuove valutazioni, non hanno sempre corrisposto un valido giudizio all'emittente, sono d'esempio i casi di grandi società come Enron, WorldCom e Parmalat che fino a che non giunsero al fallimento si sono visti assegnati dalle agenzie in questione degli ottimi meriti creditizi; proprio da tali avvenimenti l'industria del rating ha ricevuto l'attenzione di un pubblico

più ampio e così l'accensione di svariati dibattiti economici riguardo l'affidabilità del processo di calcolo, la mancata assunzione delle responsabilità da parte delle agenzie.

Uno degli eventi simbolo dell'inizio crisi è il caso Lehman Brothers, che è anche l'esempio perfetto da usare per dimostrare la troppa generosità dei giudizi da parte delle agenzie di rating nei confronti di grosse società prossime al fallimento.

Questi elementi negativi si sono sommati alle molteplici cause che hanno favorito il protrarsi della crisi a livello internazionale, generando serie conseguenze sui mercati secondari e sull'economia reale, fino ad arrivare ad un vero e proprio collasso globale.

# CAPITOLO 1

## 1. Le agenzie di rating: brevi cenni

### 1.1. La definizione di rating

Con il concetto di rating si intende mettere in evidenza una valutazione di tipo qualitativo in cui è fondamentale il giudizio dell'analista e che non sia fondata solo sull'elaborazione dei dati. Il termine "rating" deriva dall'inglese "to rate" che significa: giudicare, valutare. E' 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 impostato. Si definisce rating "un insieme di procedure analitiche tese ad esprimere un giudizio su un particolare aspetto della struttura economico finanziaria di un'impresa prendendo in considerazione indici relativi all'attività operativa e alla struttura finanziaria e patrimoniale". Quindi, concludendo, possiamo definire rating "la classificazione di una impresa o di una specifica operazione, in una tra più classi di rischio creditizio, di norma indicate con lettere o numeri, a cui saranno collegati tassi attesi, di insolvenza o di perdita, diversi".

### 1.2 Agenzie di rating: lo sviluppo

Le agenzie di rating costituiscono un fenomeno relativamente recente. Esse infatti compaiono sulla scena nei primi anni del Novecento, a seguito della grave crisi finanziaria negli Stati Uniti del 1907, un punto importante di svolta sembra essere la serie di appalti e privatizzazioni verificatisi negli Stati Uniti verso la metà dell'Ottocento: inizialmente, per la realizzazione di infrastrutture quali ferrovie, ponti e strade, diversi stati federali avevano cominciato ad emettere titoli obbligazionari sia nel mercato domestico che estero, ma a seguito del default di nove di questi stati la situazione passò in mano ai privati. Da qui nacquero i primi bisogni di ottenere informazioni che in seguito

divennero veri e propri giudizi riguardo la capacità di credito degli emittenti obbligazionari.

La stampa specializzata dell'epoca si concentrava per lo più sulla pubblicazione di dati e statistiche riguardanti le imprese operanti nel settore delle infrastrutture. Un paio di esempi possono essere il The American Railroad Journal e il Poor's Manual of the Railroads of the United States.

Le banche di investimento invece fornivano agli investitori informazioni dettagliate circa l'andamento dei titoli e dei mercati finanziari, mettendo in gioco la loro reputazione e il loro capitale. Nei primi del '900 iniziò a registrarsi una crescente diffidenza da parte degli investitori: forse le informazioni venivano percepite come insufficienti. C'era bisogno che qualcuno si specializzasse nella raccolta ed elaborazione di informazioni economico-finanziarie al fine di emettere dei giudizi sul merito di credito.

Il rating è oggi dominato da tre operatori a livello mondiale:

- Moody's Investor Service (Moody's)
- Standard and Poor's Rating (S&P)
- Fitch IBCA (Fitch)

Standard and Poor's cominciò la sua attività nel 1860, quando il suo fondatore Henry V. Poor propose agli investitori statunitensi un'analisi di affidabilità e qualità del credito dei progetti relativi alla costruzione di canali e ferrovie.

Nel 1909 nacque Moody's Investor Service che cominciò a valutare i titoli del governo federale, mentre nel 1924 venne fondata la società Fitch IBCA. Sia Moody's che S&P rivolsero inizialmente la loro attività al mercato statunitense, ma ormai da diverso tempo sono presenti in modo capillare sui principali mercati internazionali.

Nei primi anni, a causa di un ambiente con un'economia sana e la presenza di pochi defaults, la domanda era scarsa. Negli anni '70 si è assistito ad un periodo di rapida crescita che dura fino ad oggi, con un aumento della volatilità dei mercati e dei defaults. Questa rapida crescita è stata caratterizzata da 6 fattori in particolare:

1. i cambiamenti strutturali nei mercati finanziari, l'aumento dei partecipanti al mercato finanziario

- e le strategie di investimento sono diventate più complesse e diversificate;
2. la “disintermediazione”, ossia lo spostamento del credito dalle banche al mercato dei capitali, con  
l'introduzione di nuovi e più complessi prodotti per la cartolarizzazione;
  3. i singoli paesi hanno cominciato a finanziarsi sempre più spesso mediante i mercati di credito;
  4. la globalizzazione
  5. la regolamentazione basata sui rating è aumentata non solo negli USA ma anche in altri paesi, sviluppati e in via di sviluppo.
  6. l'aumento delle asimmetrie informative, delle dimensioni del mercato e l'introduzione di nuovi prodotti finanziari soggetti al rating, come ad esempio gli strumenti di finanza strutturata.

### **1.3. L'industria del rating del credito**

I rating sono utilizzati anche a fini regolamentari. Essi costituiscono uno strumento semplice ed a basso costo per monitorare il comportamento degli agenti e per indurli a comportarsi secondo precise regole. I rating sono, inoltre, utilizzati per risolvere il problema principale-agente, cioè sono in grado di massimizzare gli incentivi affinché gli agenti si comportino in una determinata maniera quando è difficile osservare o controllare direttamente il loro comportamento. Data l'importanza del rating per l'efficiente funzionamento dei mercati finanziari, il rating deve essere accurato. Il rating è di buona qualità quando riesce a prevedere in maniera accurata (scarso margine di errore) la probabilità di default di un emittente e/o di un'emissione, ovvero la capacità di ripagare alla scadenza il capitale e gli interessi. È essenziale che sia di buona qualità per almeno tre ordini di motivi:

- 1) perché il costo del capitale è correlato al livello del rating,
- 2) perché il rating è assunto come strumento regolamentare sia dalle istituzioni europee, sia da quelle americane
- 3) assiste gli investitori non istituzionali nelle decisioni di investimento a seconda del loro profilo rischio-rendimento.

L'industria del rating è caratterizzata da poche imprese, quindi è tutt'altro che un mercato concorrenziale. La ridotta concorrenza fa sì che le agenzie di rating dispongano di un discreto potere di mercato. Uno dei principali nodi che la regolamentazione vorrebbe sciogliere affinché sia migliorata la qualità del rating è l'aumento delle imprese operanti nell'industria del rating. L'industria del rating è un business a carattere globale controllato solo da pochi operatori. Il loro potere di mercato è stato accresciuto grazie alla regolamentazione sia americana (prima), che europea (dopo).

Un limite all'entrata di nuove agenzie nell'industria del rating è rappresentato dal capitale di reputazione, il quale rappresenta una vera e propria attività intangibile che si accumula nel tempo. Il capitale di reputazione si basa sull'assunzione che la funzione principale delle agenzie di rating è quella di emettere rating di elevata qualità (che aiutino a prevedere la probabilità di default con un ridotto margine di errore) e che il valore del business delle agenzie sia nella reputazione di emettere rating di ottima qualità. I fautori del capitale di reputazione, ritengono che la minaccia della perdita di reputazione da parte delle agenzie, sia un incentivo sufficiente a far sì che l'agenzia continui ad emettere rating di buona qualità. Si trascura il caso in cui, una volta acquisito il capitale di reputazione, si possa essere tentati al sottoinvestimento informativo. Oltre alle barriere di tipo regolamentare, esistono altri tipi di barriere all'entrata da parte di altre agenzie di rating:

- la necessità di avere a disposizione un adeguato bagaglio di informazioni sugli emittenti, il quale richiede tempo ed investimenti per l'acquisizione ed il consolidamento
- l'acquisizione della credibilità da parte dei nuovi entranti, in un mercato dove l'esperienza conta
- il risparmio di costo per gli emittenti derivanti dal dover trattare con poche agenzie di rating
- la propensione degli investitori, a non volere spendere risorse nel comparare ed interpretare rating emessi da diverse agenzie
- gli ostacoli regolamentari in USA, Europa e Giappone laddove un limitato numero di agenzie di rating sono ufficialmente riconosciute come "credit assessment institutions"

- le economie di scala nell'acquisizione delle informazioni.

Le agenzie di rating, possono essere considerate come degli intermediari di informazioni. Esse permettono agli agenti di prevedere la probabilità di default in vari tipologie di titoli. In base a categorie standard di qualità il rating riflette la probabilità di un pagamento rapido e completo, analizzando con attenzione il rischio di insolvibilità di un determinato singolo titolo. Le agenzie di rating vengono consultate nel corso della transazione commerciale, al fine di superare le asimmetrie informative tra i mercati. In conclusione creano valore attraverso la riduzione dei costi di informazione del mercato. Un'altra funzione fondamentale delle agenzie di rating è la funzione di certificazione, ossia, quella di essere dei veri e propri strumenti di regolamentazione della sorveglianza dei mercati finanziari. Le agenzie di rating non solo assegnano una valutazione di credito, ma rilasciano anche una "licenza" per l'accesso al mercato dei capitali o per ridurre gli oneri legati alla regolamentazione. Questa funzione è fondamentale anche nel settore privato, per la gestione del rischio in riferimento a istituzioni quali banche o fondi di investimento. Le due funzioni, quella di informazione e quella di certificazione, sono legate tra loro, come possiamo vedere la prima è necessaria per la seconda. Nel processo di concessione di un credito, l'emittente (o l'agente) dispone di solito di maggiori informazioni, che, invece, l'investitore (o il principale) non ha. L'emittente, non è in grado di trasmettere ad un basso costo le informazioni circa il suo rischio di credito all'investitore, che inoltre non si fida dell'affidabilità di tali informazioni. Così questi ultimi richiedono un premio per il rischio, che aumenta il costo della transazione, cioè il tasso d'interesse pagato dall'emittente. Le agenzie di rating cercano di semplificare questo problema fornendo uno strumento di screening, provando a ridurre le asimmetrie informative e scovare per poi rivelare informazione nascoste.

Un'altra fondamentale funzione è quella di normalizzazione, ossia fornire un monitoraggio completo durante il periodo di vita dei titoli, permettendo una visione universale del mercato ed evitando che l'agente operi in maniera opportunistica, prendendo decisioni a proprio favore.

## CAPITOLO 2

### 2. La determinazione del rating

#### 2.1. I processi di determinazione del rating

Il processo di attivazione del rating può avvenire in diversi casi. Un soggetto può richiedere l'assegnazione di un giudizio di credit rating per una propria emissione di una passività o circa la propria affidabilità generale. Gli investitori possono chiedere un giudizio di rating per passività ritenute interessanti. Oppure un'agenzia di rating che si attiva spontaneamente per assegnare un credit rating a determinate passività o ad un certo soggetto economico

È possibile riassumere il processo di determinazione del rating in 4 fasi.

##### ***Fase 1: Presentazione della domanda di rating***

Inizialmente viene presentata la domanda di rating. Generalmente 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) oppure la generica affidabilità dello stesso (issuer rating). 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.

##### ***Fase 2: Analisi della commissione di analisti***

In seguito alla domanda di rating, viene nominata una commissione ad hoc da parte dell'agenzia composta da analisti ed esperti del settore economico-produttivo di riferimento dell'emittente. Inizialmente questa commissione si riunisce 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. Oltre questa analisi, viene tenuto conto anche del profilo organizzativo e strategico dell'emittente, attraverso lo studio dei tratti caratterizzanti la struttura e le politiche aziendali. La ricerca degli analisti dell'agenzia di rating è basata sia su profili

quantitativi (indicatori finanziari, contabili ecc.) che su elementi di natura qualitativa che sono a fondamento delle scelte strategiche e gestionali. Nel caso di unsolicited rating è l'agenzia stessa a proporsi direttamente e 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 (bilanci). In questo caso le fonti informative utilizzate sono diverse e limitate 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.

### ***Fase 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.

### ***Fase 4: Emissione del rating***

L'ultima fase riguarda l'emissione del rating. Prima che la decisione di rating venga pubblicata sui mercati di riferimento mediante gli ordinari canali di comunicazione finanziaria, essa viene notificata, in via confidenziale al cliente-emittente con un margine di preavviso di 12 ore. Tuttavia, non si tratta di una valutazione data una tantum, poiché il rating non consiste in un giudizio assoluto e definitivo. In seguito alla pubblicazione, all'agenzia di rating spetta lo svolgimento della funzione di monitoraggio (rating watch), durante la quale il rating viene sottoposto a revisione almeno una volta all'anno o nel caso si verifichino 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.

## 2.2. La simbologia e le tipologie di rating

Le opinioni delle agenzie di rating, espresse mediante indicatori alfa-numeric, sono chiamate *credit rating* ed indicano il rischio relativo di insolvenza. Tale giudizio costituisce una valutazione di affidabilità dei soggetti economici, valutati in termini relativi, ovvero in riferimento all'affidabilità degli altri soggetti presenti nel mercato

Figura 1 Il rating esterno emesso dalle agenzie

AAA	 <p><i>Alta probabilità di rimborso</i></p>	Valore del rating più alto: ottima qualità dell'azienda debitrice ed estrema capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato.
AA		Capacità molto alta di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato.
A		L'azienda presenta una forte capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato, ma è in parte sensibile ad avverse condizioni economiche o a circostanze congiunturali sfavorevoli.
BBB		Capacità ancora sufficiente di pagamento degli interessi e di rimborsare il capitale prestato. Tuttavia condizioni economiche sfavorevoli o una modifica delle circostanze potrebbero compromettere in misura maggiore questa capacità.
BB		Azienda con capacità di rispettare gli impegni finanziari nel breve termine, ma con dubbia capacità di rimborso in future condizioni economiche, congiunturali e politiche avverse.
B		Azienda ancora più vulnerabile a condizioni economiche avverse anche se attualmente capace di rispettare gli impegni finanziari.
CCC		Azienda fortemente vulnerabile, la capacità di rispettare gli impegni finanziari è molto dipendente da fattori economici, congiunturali e politici esterni.
CC		Azienda altamente vulnerabile.
C		E' stata inoltrata un'istanza di fallimento, ma i pagamenti degli interessi e del capitale prestato sono ancora rispettati.
D		<i>Nulla probabilità di rimborso</i>

FONTE: ABI, 2005, Basilea 2, Guida per le piccole e medie imprese

### **2.3. La regolamentazione delle agenzie di rating**

Per comprendere al meglio le origini dei principali problemi legati alle agenzie di rating, oltre che le eventuali lacune ancora oggi esistenti, è necessario richiamare le normative cui esse, dalle origini ad oggi, sono state sottoposte. Infatti, è proprio per mezzo dell'analisi delle norme predisposte dal legislatore oltre che, nel caso europeo, dalla carenza o assoluta mancanza di intervento che è possibile cogliere il ruolo ed eventualmente le responsabilità che le agenzie di rating del credito assumono oggi nei mercati finanziari.

Tutti gli aspetti problematici che la crisi globale ha fatto venire in luce ha spinto i ministri delle finanze dei paesi membri, nell'ottobre del 2007, a richiedere alla commissione di effettuare una verifica sul ruolo e le eventuali carenze delle agenzie di rating, anche in relazione alla loro regolamentazione. La commissione, perciò, sulla scia delle riforme già avviate in paesi come gli Stati Uniti e il Giappone, richiese previamente la consulenza del CESR (Committee of European Securities Regulators) e dell'ESME (European Securities Markets Expert Group) che, svolte una serie di consultazioni con le parti interessate, in primis le agenzie di rating, si pronunciarono in senso contrario all'introduzione di una normativa di tipo pubblicistico. Tuttavia, nonostante i pareri contrari dei gruppi consultati, la commissione giunse, nel 2008, ad una proposta di regolamentazione indirizzata specificamente alle agenzie e volta, secondo la lettera delle norme, al raggiungimento di quattro obiettivi fondamentali: garantire che le agenzie prevenissero conflitti di interesse; migliorare la qualità delle metodologie utilizzate e quella del rating stesso; migliorare la trasparenza attraverso l'imposizione di obblighi di disclosure in capo alle agenzie; garantire la registrazione ed una vigilanza efficiente, il tutto allo scopo di mantenere alto il livello di fiducia degli investitori nel mercato e tutelare il consumatore. Il regolamento 1060 del 2009, dunque, introdusse come finalità espressa quella di "migliorare l'integrità, la trasparenza, la responsabilità, la buona governance e l'affidabilità delle agenzie; favorendo la qualità delle loro valutazioni, si mira poi, in ultima analisi, a contribuire al buon funzionamento del mercato interno e a proteggere gli investitori".

### **2.3.1 La regolamentazione statunitense**

All'inizio degli anni Trenta, nell'ambito delle reazioni al grande crollo del 1929, si registra per la prima volta nell'ordinamento degli Stati Uniti il rinvio al *rating* per scopi regolamentari. Fino a quel momento, i giudizi delle agenzie non hanno alcun valore legale; il loro successo è determinato esclusivamente dal grande sviluppo dei mercati obbligazionari statunitensi, che ha reso necessaria da parte degli investitori la disponibilità di valutazioni circa la qualità dei progetti d'investimento. Tale esigenza non era avvertita in precedenza, quando la maggior parte delle obbligazioni erano sovrane o comunque garantite dagli Stati ed era quindi ragionevole assumere la piena solvibilità delle stesse. Nel 1931 il Ministero del Tesoro degli Stati Uniti (*United States Treasury Department*) attraverso l'*Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*, impone alle banche di valutare a prezzi correnti le obbligazioni contenute nei loro portafogli che abbiano ottenuto una valutazione al di sotto dell'*investment grade* (cioè da *BBB-* ovvero da *Baa3* in su), da parte di almeno due agenzie di *rating*. I regolatori bancari iniziano ad esprimere giudizi circa la solidità delle banche in base alla qualità delle obbligazioni societarie in cui le banche hanno investito, qualità delimitate dalle società di *rating*. Il medesimo ufficio nel 1936 decreta una misura ancora più drastica contenente il divieto di mantenere all'interno del portafoglio obbligazioni che conseguano un *rating* inferiore all'*investment grade*. Dunque per determinati fini di vigilanza prudenziale, i regolatori del settore bancario conferiscono efficacia regolamentare ai giudizi delle agenzie. L'impatto di queste misure normative è di grande rilevanza: per la prima volta i regolatori governativi richiedono ai maggiori operatori dei mercati obbligazionari di prestare attenzione alle valutazioni delle agenzie di *rating*. Tali requisiti in ambito bancario sono stati seguiti, tra il 1930 ed il 1940, da analoghe previsioni nel settore assicurativo, nel quale sono collegati i requisiti patrimoniali delle imprese di assicurazione ai *rating* delle obbligazioni detenute nei loro portafogli.

#### **La responsabilità civile delle agenzie di *rating*.**

Nell'ambito di questa casistica le agenzie sono sempre riuscite a rimanere indenni dall'azione risarcitoria promossa nei loro confronti sulla base di un'argomentazione

molto specifica, secondo cui i propri *rating* sono assimilabili alle altre forme di opinione in materia finanziaria e quindi devono godere della medesima protezione della libertà di espressione sancita dalla Costituzione americana. Le sentenze che hanno riconosciuto alle agenzie il privilegio fissato nella costituzione americana hanno distinto due elementi di responsabilità:

- Innanzitutto sulle parti attrici ha iniziato a gravare l'onere di provare che le agenzie avessero emesso il proprio giudizio con l'intento di divulgare informazioni particolarmente false;

Proprio questo percorso compiuto dalla giurisprudenza ha portato all'elaborazione di criteri di imputabilità molto stringenti, quali un onere della prova a carico dell'attore dimostratosi sempre difficile da superare, e da cui è derivata una situazione di sostanziale immunità a favore delle agenzie.

- Non erano solo gli emittenti a promuovere azioni di responsabilità contro le agenzie di *rating*, ma anche gli investitori, i quali avevano subito enormi perdite dovute all'acquisto di titoli garantiti da un *rating* elevato, che successivamente si dimostrò fallace. Anche in questo caso la giurisprudenza americana ha costruito una serie di sentenze volte a ritenere esenti le agenzie da ogni forma di responsabilità. In particolare le Corti, per giustificare l'irresponsabilità dei *raters*, hanno fatto leva sempre su un'argomentazione basata sulla natura del *rating*, ovvero secondo esse il giudizio delle agenzie rappresenta un mero parere sulla rischiosità di un titolo, che non è assimilabile ad una raccomandazione ad acquistare, e per tale motivo è sottoposto ad ampi margini di opinabilità, che non giustificano negli investitori un affidamento legittimo meritevole di tutela risarcitoria.

Negli ultimi anni, anche grazie al ruolo di primo piano giocato dalle agenzie nella crisi globale, sia il legislatore che la giurisprudenza hanno ripensato al tema della responsabilità delle agenzie di *rating*, valutando se modificare una situazione di immunità che essi stessi avevano riconosciuto ai *raters*.

Una conseguenza fondamentale della regola introdotta, riguarda la stessa attività di *rating*. Infatti, prima della decisione le agenzie non hanno mai valutato obbligazioni se

non dopo la loro emissione. Sono stati dunque posti incentivi per gli emittenti obbligazionari ad ottenere delle valutazioni antecedentemente alla collocazione presso il pubblico. Gli emittenti sono stati obbligati a guardare alle agenzie di *rating* come delle autorità riguardo ai titoli da loro diffusi, indipendentemente dalle informazioni che esse generano. Da questo momento e nel corso degli anni successivi, l'uso del *rating* delle obbligazioni giungerà ai massimi livelli e l'affidamento in essi crescerà di giorno in giorno.

### **2.3.2 Il *Credit Rating Agencies Reform Act*.**

E' necessario regolamentare le dinamiche concorrenziali nel mercato dei servizi di *rating*.

E' proprio in seguito ai clamorosi errori che hanno preceduto la Grande crisi che il regolatore ha disposto nuovi vincoli più stringenti sulle agenzie di *rating* .

Il Dodd-Frank Wall Street Reform e il Consumer Protection Act del 2010 ha ampliato i poteri della Sec (la Consob americana), prevedendo che le agenzie rendano note le proprie metodologie di *rating* del credito. Un tempo, infatti, esse rimanevano riservate. Nell'Unione Europea non esiste ancora una vera regolamentazione sistematica per le agenzie di *rating*, anche se in materia sono stati approvati vari regolamenti fra cui spicca il già citato Regolamento CE n. 1060/2009, che, fra le altre cose, identifica in modo chiaro cosa debba intendersi per *rating*. Ovvero: "un parere relativo del merito creditizio di un'azienda emesso utilizzando un sistema di classificazione di categorie di *rating* stabilito e definito". Si tratta di una definizione ampia che però vede i giuristi concordi nel precisare che il *rating* resta un'opinione, benché motivata sulla base di metodi rigorosi.

Per la precisione, investito dalla necessità di restituire al mercato la credibilità perduta negli anni precedenti, il legislatore ha predisposto nel 2006 un progetto di legge denominato *Credit Rating Agency Duopoly Relief Act*. Tale atto si limitava a dettare una disciplina basilare, imponendo alle agenzie l'adozione di politiche interne finalizzate ad individuare, gestire ed ove possibile eliminare i conflitti di interesse, e a custodire le

informazioni riservate; prevedeva inoltre delle sanzioni irrogabili direttamente dalla SEC in caso di violazione delle norme. Tuttavia questo atto legislativo non entrerà mai in vigore. Con l'atto legislativo *Credit Rating Agency Reform Act*, reso pubblico il 29 settembre 2006, l'intervento del legislatore si è concentrato in particolare su due profili: la procedimentalizzazione del riconoscimento di un'agenzia, e la gestione e prevenzione dei conflitti di interesse nella struttura interna delle agenzie. L'atto si apre con le motivazioni che hanno condotto il legislatore americano a predisporre tale disciplina; il Congresso ritiene che le agenzie di *rating* rivestano un'importanza nazionale in quanto le operazioni compiute dalle stesse si verificano in volume tale da influenzare in modo sostanziale il commercio, il mercato dei titoli, il sistema bancario e l'economia nazionale. La Commissione ritiene che una maggiore vigilanza e competitività all'interno del mercato, reso essenzialmente duopolistico dalla presenza delle maggiori compagnie di *rating* che soddisfano quasi interamente la domanda, siano nell'interesse della tutela dell'investitore.

Ogni organizzazione riconosciuta a livello nazionale è tenuta a designare un funzionario (*compliance officer*) responsabile della gestione delle politiche e delle procedure, e con la funzione di garantire il rispetto delle *leggi di sicurezza finanziaria*.

Il 18 giugno del 2007 la *Securities and Exchange Commissions* ha emanato delle *Rules* (dalla *17g-1* alla *17g-7*) contenenti norme di specificazione delle disposizioni contenute nel *Credit Rating Agencies Reform Act*, in particolare:

- 17g-1: domanda di registrazione quale organizzazione di *Rating* riconosciuta a livello nazionale;
- 17g-2: registri da tenere da parte di ogni organizzazione di *rating* riconosciuta a livello nazionale;
- 17g-3: relazioni finanziarie annuali che devono essere fornite dalle NRSRO;
- 17g-4: prevenzione di abuso di informazioni riservate;
- 17g-5: conflitti di interesse;
- 17g-6: atti e pratiche vietate;
- 17g-7: registri delle dichiarazioni e garanzie

## **2.4. I sistemi interni di rating**

Gli effetti negativi dei tassi di default sulle performance del sistema creditizio nel suo complesso, sono da tempo oggetto di particolari attenzioni da parte delle istituzioni creditizie. Sotto questo punto di vista il Comitato di Basilea evidenzia vantaggi e svantaggi dell'impiego dei rating interni ai fini dell'adeguatezza patrimoniale:

- Consentono di stabilire i requisiti per l'approvazione dei fidi e di effettuare le analisi di "pricing" e di allocazione del capitale;
- Incorporano informazioni supplementari quali il monitoraggio dei conti dei clienti e una maggiore conoscenza delle garanzie personali e reali;
- Coprono una gamma più vasta di debitori;
- Permettono alle banche di sviluppare e perfezionare ulteriormente le tecniche interne di gestione e misurazione del rischio di credito, invece di fare eccessivo affidamento sulle agenzie esterne;
- Presentano, tuttavia, ostacoli alla comparabilità fra istituzioni e paese per la mancanza di omogeneità fra sistemi di banche diverse, anche per il ruolo di fattori di rischio soggettivi e di considerazioni aziendali nell'attribuzione del rating.

Il comitato di Basilea, riconoscendo queste problematiche, ha evidenziato il ruolo sempre più importante e i vantaggi che i sistemi di rating interno potranno apportare nell'ambito di un'efficace gestione del rischio di credito. Un sistema di rating interno comprende "l'insieme articolato di metodi e processi organizzativi che permettono di giungere alla classificazione su scala ordinale del merito di credito di un soggetto e che, quindi, rendono possibile la ripartizione di tutti i clienti prenditori di credito in classi differenziate di rischiosità, a cui far corrispondere diverse probabilità di insolvenza". Con l'entrata in vigore del nuovo accordo interbancario "Basilea 2", un ruolo centrale viene assunto dal sistema di rating, che proprio Basilea 2 considera "l'insieme di metodi, procedimenti, controlli, dati e sistemi informativi che fungono da supporto alla valutazione del rischio di credito, all'attribuzione dei gradi interni di merito e alla stima quantitativa delle inadempienze e delle perdite". La struttura del nuovo accordo si basa su tre pilastri, la cui interazione è essenziale per assicurare la solidità delle banche e la stabilità dei sistemi finanziari:

- 1) i requisiti patrimoniali minimi
- 2) il processo di controllo prudenziale
- 3) la disciplina di mercato

La principale novità è costituita dalla possibilità per le banche di scegliere l'approccio e le metodologie più coerenti con i propri profili strategici, operativi e organizzativi, tenuto conto dei requisiti da rispettare. Con il nuovo accordo si prevede la suddivisione dei rischi in tre fattispecie:

- il rischio di credito, che consiste nell'insolvenza della controparte;
- il rischio di mercato, a sua volta suddiviso in rischio di interesse, di cambio e di prezzo;
- il rischio operativo, che riguarda perdite dirette o indirette derivanti da processi aziendali o da sistemi interni inadeguati.

Un'ulteriore novità è rappresentata dalla possibilità di formulare giudizi di rating in grado di misurare più accuratamente la rischiosità di un'esposizione, andando oltre i coefficienti di ponderazione fissi che si riferiscono alla tipologia dell'investitore. Per quanto riguarda il rischio di credito è possibile utilizzare un approccio standard, che prevede l'utilizzo di rating esterni assegnati da agenzie internazionali autorizzate dalle autorità di vigilanza, oppure un approccio IRB (Internal Rating Based) che utilizza il risultato sintetico dell'analisi di un'ampia gamma di informazioni disponibili presso gli intermediari, in ragione dell'ampiezza e della continuità dei loro rapporti con la clientela. Molte istituzioni finanziarie si sono avvalse dell'uso di modelli interni sostenendo maggiori costi e difficoltà d'implementazione, ma ottenendo notevoli benefici grazie alla riduzione dei requisiti patrimoniali, in grado quindi di diminuire il costo del capitale e determinare dei vantaggi competitivi. Questa nuova disciplina prevede due metodologie di calcolo dei requisiti a fronte del rischio di credito: una metodologia standardizzata e una basata sui rating interni (Internal Ratings-Based, IRB). Lo sviluppo dei sistemi IRB rappresenta per gli intermediari una fonte di vantaggio competitivo. Il rating interno, infatti, consente alla banca di formulare un giudizio sui crediti, ottenendo informazioni utili sia sul pricing da applicare agli stessi, sia sulla quantità di capitale da accantonare, il quale risulta sempre più proporzionale alla frequenza d'insolvenza registrata dalla classe dei debitori, rispetto alla soluzione del rating esterno. L'approccio IRB si divide in una

forma base (foundation) e in una forma più complessa (advanced), in base alla capacità della banca di calcolare gli input necessari alla stima. Nel sistema IRB foundation, la banca deve stabilire solamente la Probability of Default (PD), cioè la probabilità di fallimento della controparte nell'orizzonte temporale di un anno; nel caso del metodo advanced, la banca deve stimare, oltre alla PD, anche le altre variabili necessarie per formulare il giudizio di rating, cioè l'Exposure at Default (EaD), la Loss Given Default (LGD) e la Maturity (M). L'accordo di Basilea non ha previsto l'adozione di uno specifico modello di rating, bensì lascia la libertà alle banche di scegliere quello che giudicano più idoneo e dal quale è possibile desumere il maggior numero di informazioni possibili.

Si possono delineare tre tipologie di sistemi di rating:

- sistemi nei quali è preponderante la componente automatica, che non ammettono correzioni discrezionali da parte di esperti;
- sistemi judgmental, che sono incentrati sulle valutazioni effettuate da team di esperti di settore;
- sistemi ibridi, nei quali incidono entrambe le componenti, quella valutativa e quella automatizzata.

Tutte queste tipologie, pur presentando fattori comuni, sono dotate di elementi di specificità, che comportano pregi e difetti diversi; per tale motivo, spetta alla banca decidere il modello migliore in relazione alle dimensioni, alle specificità operative e ai segmenti di portafoglio interessati e, andando oltre i coefficienti di ponderazione fissi che si riferiscono alla tipologia dell'investitore.

La Banca d'Italia prevede che il rating rispetti determinati requisiti in termini di:

- documentazione sulla struttura del sistema di rating;
- completezza delle informazioni;
- integrità del processo di attribuzione del rating;
- omogeneità;
- univocità;
- replicabilità.

Esso deve essere periodicamente aggiornato, in modo da poter sempre essere in grado di dare informazioni sullo stato di salute del cliente. La frequenza dell'aggiornamento

deve essere eseguita almeno una volta all'anno o in occasione di chiari eventi che possono comportare una variazione del merito di credito del cliente. Il sistema IRB non deve essere utilizzato solo per il calcolo dei requisiti patrimoniali, ma deve svolgere anche un importante ruolo gestionale. Ne dà prova il fatto che esso può essere autorizzato qualora sia dimostrata una sua funzione essenziale nella concessione dei crediti, nella gestione del rischio e nelle funzioni di governo della banca.

## CAPITOLO 3

### 3.1 RATING CORPORATE SECTOR E PUBBLIC SECTOR

#### (VALUTAZIONE DEL SETTORE SOCIETARIO E DEL SETTORE PUBBLICO)

Il Rating pubblico è un modello di valutazione della trasparenza e dell'efficacia delle PA realizzato da Fondazione Etica sulla base degli Indici di Sostenibilità Esg (environmental, social, governance) in Borsa. Sviluppato a partire dal 2009.

Il modello - testato su Asl, Regioni e Comuni - è protetto da copyright, con il relativo marchio, dal 2012 presso l'Ufficio Brevetti Italiano ed è stato premiato da Cassa Depositi e Prestiti e da Confindustria.

“I processi di innovazione in qualunque settore si caratterizzano per l'indispensabile orizzontale temporale lungo e per l'alto rischio di fallimento (...) È per questo che bisogna essere “un po' matti” per impegnarsi nell'innovazione: perché spesso costa più di quel che frutta e quindi, se ci si basasse sulla tradizionale analisi costi-benefici, neanche si comincerebbe. Ma quando Steve Jobs, nella sua famosa lectio magistrale a Stanford, invitava gli innovatori a rimanere *hungry* e *foolish*, pochi hanno sottolineato che la *foolishness* di cui parlava il patron della Apple aveva cavalcato l'onda delle innovazioni finanziate e dirette dal settore pubblico.

Investimenti tanto radicali, che comportavano un elevatissimo livello di incertezza, non sono avvenuti grazie a *venture capitalists* o inventori da garage. Innovazioni che non ci sarebbero se avessimo dovuto aspettare che ci pensassero il mercato o le imprese.”

La sua innovatività rispetto ai modelli di valutazione esistenti consiste nei seguenti punti:

1. non necessita della collaborazione delle Amministrazioni al processo di valutazione,
2. recepisce le disposizioni normative degli ultimi anni (in particolare il d.lgs.33/2013 e le leggi anticorruzione),
3. misura i dati sia qualitativi che quantitativi della performance pubblica,
4. contribuisce a prevedere il rischio di default,
5. contribuisce a prevenire il rischio corruzione,
6. individua un benchmark.

Il Rating Pubblico costituisce uno strumento di:

- **Riforma della PA**

La PA può essere cambiata dall'esterno con una valutazione della performance, sia qualitativa che quantitativa, delle singole Amministrazioni che porti ad una competizione tra le stesse sulla base degli sforzi di miglioramento e dei risultati.

- **Supporto alle PA**

Ci sono PA che non riescono a far fronte a molti degli adempimenti normativi, sia in termini di trasparenza che di efficienza che di anticorruzione, cui sono chiamate: in tutti e tre gli ambiti siamo in grado di fornire strumenti di supporto.

- **Spending Review**

Il Rating Pubblico non serve a dare pagelle, ma a stabilire un benchmark tra le PA, consentendo ai Governi di avere un quadro comparato per una più corretta allocazione delle risorse secondo un sistema incentivante: chi fa meglio, deve avere più risorse.

- **Anticorruzione**

Il Rating consente anche una valutazione della *trasparenza* delle PA, che è il primo baluardo contro la corruzione.

- **Civic engagement**

La valutazione si basa anche sui dati inviati dai cittadini e dalle imprese, costituendo una sorta di *TripAdvisor* della PA.

#### **Riconoscimenti:**

Il Rating Pubblico per la valutazione delle Pubbliche Amministrazioni ha ricevuto la dichiarazione di merito di **Cassa Depositi e Prestiti** e di **Confindustria**, che ha definito il Rating Pubblico: *“uno dei punti nevralgici della nostra idea di P.A.”* e che pertanto *“merita di essere sostenuto”*.

Di recente siamo stati contattati dalla **World Bank**, e in particolare dall'economista responsabile del Public Sector Governance and Anticorruption.

### **3.2 Orizzonte temporale**

In ambito finanziario o in politica economica si definisce **orizzonte temporale** un arco di tempo nel quale si valuta la bontà di un investimento o di una misura economica

dello Stato di intervento nel sistema economico; assieme al capitale e al rischio è una delle tre variabili che vanno assolutamente considerate. Non esiste un orizzonte temporale breve, medio o lungo in senso assoluto, ma va relativizzato e contestualizzato. Così per un'azienda di selvicoltura il breve periodo è sicuramente molto più lungo che per un'azienda che produce computer

Descrizione

### **Breve periodo**

In economia il breve periodo assume che alcuni fattori produttivi si debbano ritenere fissi, perché non c'è tempo sufficiente per consentire loro di cambiare. Ciò è dovuto alla curva del *Costo Medio di Lungo Periodo* (CMELP) curva, un fattore importante per i modelli microeconomici.

Una generica impresa può fare tre cambiamenti nel breve periodo:

- Aumentare la produzione
- Diminuire della produzione
- Chiudere

### **Lungo periodo**

Nei modelli economici, lo schema di lungo periodo assume che non vi sia alcuna fissità nei fattori di produzione. Le imprese possono entrare o uscire dal mercato, e il costo (e disponibilità) dei terreni, manodopera, materie prime e beni strumentali possono essere variabili.

Una generica impresa è in grado di apportare tali modifiche a lungo termine:

- Entrare in un settore
- Aumentare il proprio impianto
- Diminuire il proprio impianto
- Lasciare un settore

In modelli macroeconomici, nel lungo periodo si assume la piena mobilità dei fattori tra settori economici, e spesso si assume la piena mobilità dei capitali tra le nazioni.

## **Finanza**

In ambito di investimento azionario ad esempio il breve periodo è sicuramente un periodo inferiore ai 24 mesi, il medio periodo un orizzonte compreso tra 2 e 3 anni, sopra i tre anni si parla di lungo periodo. Chiaramente per un investitore che si propone investimenti mordi e fuggi secondo una logica di speculazione anche pochi giorni possono essere considerati un orizzonte temporale lungo.

Generalmente il lungo periodo è un arco di tempo in cui si può compiere un intero ciclo economico. Più è lungo l'orizzonte temporale di un investimento e più, a parità di condizioni, diminuisce il rischio; un investimento di lungo periodo dovrebbe essere più remunerativo di un investimento a breve, non fosse altro che per un discorso di liquidità del capitale nel corso del tempo.

### **3.3 Classi di rating**

Una classifica tipicamente utilizzata dalle agenzie di rating prevede una divisione delle analisi su un arco temporale di breve, medio o lungo termine con una scansione che può andare da un periodo della durata di un mese a un periodo lungo anni. Avviene spesso che un'agenzia emetta due rating diversi su diversi periodi e che per esempio classifichi il debito di una società sul breve termine e sul lungo termine. Indicazioni importanti della gestione di una società possono derivare proprio dall'analisi della sua capacità di fare fronte sia alle esposizioni sul breve periodo o sia a quelle necessità intimamente collegate alla gestione ordinaria delle sue attività.

La scala dei valori che possono essere assegnati è comunque una scala alfabetica. Nel caso dell'agenzia **Standard & Poor's** i giudizi variano da "AAA", il giudizio che indica il massimo grado di solvibilità di una società, alla D che indica invece lo stato di una società insolvente.

Nel caso dell'agenzia **Moody's** la scala di valori è leggermente diversa e prevede come rating più basso una C. Poiché in base ai giudizi delle agenzie gli investitori retail e istituzionali valutano le loro strategie di allocazione del capitale alcune distinzioni molto importanti sono da segnalare. In genere un rating che giunga

fino al limite minimo della tripla B (BBB) viene considerato un *investment grade*, ossia un investimento relativamente sicuro sul quale possono indirizzare i propri capitali anche gli investitori istituzionali come le grandi banche d'affari. Al di sotto di questa soglia un titolo acquista una rischiosità troppo elevata e perciò in genere le obbligazioni con un rating inferiore a BBB vengono chiamate speculative. Bisogna infatti osservare che tanto maggiore è il rischio che un investitore corre nell'acquistare un'obbligazione, tanto maggiore è il tasso d'interesse che questa paga. Per questo motivo i titoli più rischiosi sono anche i più redditizi.

#### **Standard & Poor's**

- **AAA** Elevata capacità di ripagare il debito
- **AA** Alta capacità di pagare il debito
- **A** Solida capacità di ripagare il debito, che potrebbe essere influenzata da circostanze avverse
- **BBB** Adeguata capacità di rimborso, che nel futuro potrebbe peggiorare
- **BB, B** Debito prevalentemente speculativo
- **CCC, CC** Debito altamente speculativo
- **D** Società insolvente

#### **Moody's**

- **Aaa** Livello minimo di rischio, debito di ottima qualità
- **Aa** Basso livello di rischio, qualità del debito molto buona
- **A** Debito di buona qualità, potrebbe essere soggetto a rischio futuro
- **Baa** Debito di media qualità ma soggetto a rischio futuro
- **Ba** Debito con un certo rischio speculativo
- **B** Debito con alto rischio speculativo
- **Caa, Ca**, Investimento ad alto rischio
- **C**, pericolo di insolvenza molto alto

# CAPITOLO 4

## 4. Le problematiche delle agenzie di rating e il loro ruolo durante la crisi

### 4.1. Le problematiche delle agenzie di rating

Le agenzie di rating, terzi indipendenti che vengono consultati nel corso di un'operazione di mercato, danno un parere soggettivo e quindi comprensivo di una percentuale di errore, procurati da un'errata valutazione.

Il valore e la qualità dei giudizi di rating dipendono interamente dall'incentivo di suddette società a mantenere un elevato grado di reputazione nella comunità finanziaria.

Relativo a quanto detto, possono riscontrarsi le seguenti problematiche:

- “power without accountability”: le agenzie di rating si limitano ad osservare passivamente, esercitano una forte influenza nel mercato finanziario, ma non si assumono poi alcuna responsabilità;
- “conformity bias”: le principali agenzie di rating tendono ad assegnare giudizi convergenti agli stessi debitori, ciò ha spesso portato ad affermare che ci sia un problema di eccessiva conformità nei giudizi, caratteristica che viene inoltre confermata dal fatto che, qualora un debitore creda di essere stato valutato inadeguatamente, non vi è alcuna possibilità di aggiornamento;
- “procyclical bias”: comportamento omertoso da parte delle agenzie di rating, un esempio importante è fornito in seguito alla crisi asiatica del 1997-1998, in cui esse non hanno dato alcun segnale di avvertimento, se non dopo che il periodo di turbolenza nei mercati asiatici fosse già iniziato, ripetutasi poi anche nella recente crisi mondiale.
- “sociocultural bias”: sospetto che le valutazioni da parte delle maggiori agenzie anglo-americane siano caratterizzate da discriminazioni nei confronti di emittenti che non seguano gli ideali anglo-americani nella loro gestione e nelle loro pratiche finanziarie.

Le problematiche evidenziate sopra, in particolare quella del “procyclical bias” rappresentano le basi attraverso cui si esplicano sia le crisi del mercato del rating, sia le vere e proprie crisi economiche di carattere più o meno grave, specialmente se collegate ad un evento caratterizzato dal cosiddetto rischio sistemico (il pericolo che un certo evento, a seguito di una bolla creatasi nel tempo, possa innescare una serie di perdite, creando un effetto a catena all’interno di istituzioni o mercati che vanno a costituire un sistema).

Il Prof. Christoph Kunher ha studiato il ruolo giocato dalle agenzie di rating, scrutando la loro affidabilità, durante una “crisi sistemica”, cioè una situazione in cui “gli investitori non sono in grado di distinguere debitori fondamentalmente inaffidabili ed in cui gli investitori tendono cumulativamente a ritirare i loro fondi” in modo tale che né i debitori inaffidabili né gli altri siano in grado di sopravvivere all’abbandono da parte dei creditori. Questo quadro riflette in generale anche la situazione che si è venuta a creare durante la recente crisi finanziaria globale che, nelle parole del Prof. Kunher, può essere spiegata come conseguenza di “un’asimmetria informativa” riguardante “la solvibilità degli attori nel mercato finanziario”.

In una situazione del genere le agenzie di rating svolgono un ruolo chiave nell’indurre gli investitori a lasciare i loro fondi sul mercato, infatti “i creditori ritirano i loro fondi in risposta ad assegnamenti di rating basso, scatenando così l’insolvenza in modo quasi-deterministico”, ma “la previsione dell’agenzia si autorealizza solo apparentemente”.

Un altro consistente problema è quello legato al conflitto di interessi tra le agenzie, gli emittenti e gli investitori, che interviene anche nel caso di investimenti finanziari strutturati, in quanto un’agenzia può in un primo momento dare consigli all’emittente su come costruire un titolo in considerazione del rating del titolo stesso e poi pubblicare un rating che conferma i consigli, guadagnandoci due onorari.

Negli ultimi anni questa pratica si è diffusa, tanto che, ad esempio, il 44% dei guadagni di Moody’s nel 2006 è arrivato dalle attività nella finanza strutturata.

Un ulteriore problema delle agenzie di rating è il fatto che diventano una sorta di “gatekeeper finanziari”, diversi dai contabili, gli avvocati e gli assicuratori, con il rischio di implementare un conflitto d’interessi in cui sono coinvolte essendo pagate dalle stesse compagnie commerciali che valutano. Il problema che maggiormente influisce sul conflitto d’interessi è quello della consulenza ancillare: in cambio di una tariffa addizionale le agenzie di rating sono disposte a classificare il possibile effetto di futuri scenari come acquisizioni, vendita di assets o acquisto di azioni.

Due membri del Consiglio della Federal Reserve in un saggio del 2003 analizzano il problema del conflitto di interessi “potenziale”, riscontrando due ipotesi opposte di “conflitto d’interessi” e di “reputazione”: la prima ipotesi sottolinea gli effetti distortivi che il conflitto d’interessi avrebbe sulla qualità del rating, mentre la seconda afferma l’importanza degli incentivi che le agenzie di rating hanno a “costruire e proteggere la loro reputazione di indipendenza e obiettività”.

La ricerca assume come termine di paragone dell’onestà delle agenzie il cosiddetto “incentivo al ritardo” che le agenzie hanno quando dovrebbero operare una valutazione al ribasso, particolarmente costosa per l’emittente. Se le agenzie di rating trovassero profittevole, sotto la pressione degli emittenti classificati, ritardare una valutazione al ribasso, potrebbero tuttavia affrontare anche “costi di reputazione”, dal momento che le varie società potrebbero farsi concorrenza anche sul fatto di essere relativamente “puntuali” nei confronti degli investitori. Coerentemente con l’ipotesi di “conflitto d’interessi”, dunque, le agenzie di rating ritarderanno la valutazione al ribasso e anticiperanno quella al rialzo mentre il mercato obbligazionario tenderà a fare il contrario. L’analisi di riferimento conclude che “il mercato obbligazionario anticipa i cambiamenti di rating, ma senza che ci sia alcuna prova coerente con l’ipotesi di agenzie di rating che agiscono nell’interesse degli emittenti a causa del conflitto d’interessi. Al contrario, le agenzie di rating sembrano essere relativamente attente ai problemi di reputazione e quindi proteggono gli interessi degli investitori”.

#### **4.2 I rischi del rating nelle operazioni di cartolarizzazione**

Innanzitutto va definito il concetto di “cartolarizzazione” (o securitization). Con questo termine viene indicata “un’operazione di finanza strutturata con la quale attività di qualsiasi tipo (asset), difficilmente o non efficientemente negoziabili, vengono trasformate in valori mobiliari negoziabili e liquidabili sul mercato secondario”.

Il giudizio di rating può essere considerato come un primo elemento di valutazione per la redditività e la bontà dell’operazione stessa in un’operazione come quella descritta sopra (di cartolarizzazione) e quindi le agenzie rivestono un ruolo fondamentale.

Il principale riferimento normativo viene dato dall’art. 2 della legge 130/1999, che recita: “Nel caso in cui i titoli oggetto delle operazioni di cartolarizzazione siano offerti ad investitori non professionali, l’operazione deve essere sottoposta alla valutazione di merito di credito da parte di operatori terzi”.

Il processo di cartolarizzazione si rivela particolarmente interessante se si considera il fatto che permette di trasformare un pool di attività a basso rating in titoli con rating AAA. Considerando, infatti, che ad ogni rating è associata una perdita attesa che è inferiore al 100%, anche nel caso di un giudizio CCC, è dunque teoricamente possibile estrarre da ogni titolo la parte non soggetta a default e trasformarla in un titolo AAA. Per avviare l’operazione, l’originator, la controparte che origina il portafoglio di crediti oggetto di cartolarizzazione, deve scegliere una o più agenzie di rating a cui affidare il compito di valutare il rischio dell’operazione. All’agenzia prescelta verrà inviato un documento preliminare di due “diligence”, per giungere alla valutazione finale, con il maggior numero di informazioni potenzialmente rilevanti per valutare efficacemente la rispondenza tra rischio e rendimento dei titoli.

Il rischio di credito complessivo attribuito ai titoli, viene analizzato in riferimento a quattro tipologie di rischio:

- il rischio di credito del portafoglio cartolarizzato: Tale rischio fa riferimento alla capacità del portafoglio medesimo di produrre i flussi di cassa necessari alla copertura dei costi dell’operazione e al puntuale pagamento dei portatori dei titoli. Vari fattori influenzano il giudizio in questa fase: la natura dei crediti (in bonis o in sofferenza;

esistenti o attesi), il livello di eterogeneità del portafoglio, lo standard qualitativo dei debitori, la diversificazione per settore merceologico del debitore e la localizzazione geografica, le eventuali garanzie;

- il rischio di struttura: Il rischio d'interesse, il rischio di cambio, il rischio fiscale;
- il rischio di controparte; Il rischio di controparte è connesso alla capacità della controparte appunto, di effettuare per tempo le prestazioni dovute;
- il rischio legale: Tale rischio è legato alla conformità dell'operazione alle leggi vigenti.

#### **4.3. 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, 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. 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 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. La complessità dei titoli venduti dagli emittenti agli investitori era davvero elevata: questi titoli, 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".

La recente crisi che ha colpito dapprima il settore dei mutui subprime, per poi estendersi ai diversi ambiti dell'economia mondiale, ha favorito lo sviluppo di studi atti a capire in che modo e perché le agenzie di rating hanno compromesso il loro ruolo e le proprie funzioni, non avvertendo i clienti della situazione critica che si stava prospettando per l'economia internazionale.

Le principali cause della crisi si possono distinguere in:

- fattori tradizionali (comuni ad altre crisi finanziarie): la presenza di forti squilibri settoriali, il cosiddetto "herding behavior" o comportamento del gregge, in base al quale i piccoli investitori risultano essere influenzati particolarmente dalle opinioni espresse dai massmedia; la rapida espansione del credito in seguito a politiche monetarie espansive che, inoltre, favoriscono la formazione di bolle speculative; l'aumento consistente del valore delle azioni;

- fattori non tradizionali, che hanno portato ad una sottovalutazione del credito senza precedenti, la quale a sua volta ha favorito la concessione del credito anche a controparti con basso rating: le valutazioni distorte delle società di rating, il cosiddetto "saving glut" o eccesso di risparmio da parte dei paesi in surplus che fornivano risorse finanziarie per coprire gli squilibri degli USA, le economie emergenti, infatti, accumulavano surplus nella bilancia dei pagamenti ed investivano le riserve in titoli statunitensi, mentre gli USA avevano un deficit verso l'estero, per cui importavano più di quanto esportavano, a questo va aggiunto poi un grave deficit pubblico. Un altro fattore importante è dato dalle numerose falle nel contesto regolamentare e l'assenza di trasparenza nei meccanismi di trasferimento dei rischi, soprattutto nell'ambito dei processi di cartolarizzazione.

A causa di questi molteplici fattori si è innescata una reazione a catena, che a partire dal settore immobiliare, ha ben presto interessato l'economia globale.

La crisi finanziaria è iniziata con la concessione facile di numerosi mutui ad una clientela a forte rischio di insolvenza. Tali mutui sono poi divenuti titoli venduti sul mercato mobiliare e acquistati da fondi di investimento specializzati nelle transazioni ad alto rischio, ma anche da fondi comuni di investimento, e quindi sottoscritti da comuni risparmiatori, tramite il canale delle cartolarizzazioni.

Allo stesso tempo, il mercato immobiliare statunitense, in particolare, e quelli di tutti gli altri paesi industrializzati, hanno visto un forte incremento del prezzo di mercato degli immobili, in seguito ad atteggiamenti fortemente speculativi degli operatori economici. Si è creata e sviluppata una grande bolla speculativa che, come tutte le bolle, alla fine è scoppiata creando una dissociazione mai vista prima tra il valore reale delle abitazioni ed il loro prezzo di mercato. La rivendita a prezzi speculativi degli immobili acquistati con mutui ha fatto sì che venissero liberate risorse e, quindi, che la liquidità generale aumentasse e con essa il consumo e la produzione, ma anche il rifinanziamento del mercato creditizio. Il circolo vizioso si è spezzato nel momento in cui i tassi sui mutui sono cresciuti e il prezzo delle case ha cominciato a scendere.

Molti debitori subprime hanno cominciato a fallire in seguito alla perdita di valore delle case usate a garanzia dei propri debiti. L'insolvenza di tali debiti, data la loro diffusione, ha comportato una crisi di liquidità dell'intero sistema creditizio. Tutto questo ha favorito il crollo della fiducia sui mercati e nel sistema interbancario; le banche, infatti, non si fidano più delle garanzie delle loro "colleghe", nessuno presta più a nessun altro e i meccanismi alla base del sistema finanziario si sono inceppati. Ciò ha naturalmente avuto conseguenze sull'economia reale, con un vero e proprio congelamento dei mercati delle obbligazioni societarie, che ha portato le imprese in una situazione di difficoltà, in particolare per il reperimento dei capitali necessari al proprio funzionamento ed il conseguente, inevitabile, calo dei consumi. Questo ha portato, necessariamente, ad una fuga degli operatori del mercato per evitare i rischi, la conseguente vendita di attività finanziarie ed inoltre ad una contrazione degli impieghi che contribuisce maggiormente a paralizzare l'ambiente economico, arrivando a minare le fondamenta della cosiddetta "piramide della finanza", la quale dovrebbe avere come base una solida economia reale e come vertice le attività finanziarie, e che invece appare oggi completamente ribaltata.

Le conseguenze della crisi sono state tra le più pesanti mai riscontrate: in particolare una perdita del PIL mondiale del 4,3% nel 2009 ed un evidente calo nella produzione globale, con forte aumento del debito pubblico. La crisi ha avuto un impatto mondiale, favorendo

il peggioramento delle aspettative degli agenti ed estendendosi anche all'economia reale.

All'interno di un contesto del genere, i rating, inizialmente favorevoli, espressi dalle tre principali agenzie, sono stati un elemento cruciale per la vendita delle obbligazioni, nate mediante il processo di cartolarizzazione dai mutui subprime dalle quali poi è scaturita la bolla speculativa.

I rating hanno avuto una vera e propria "forza di legge" per quanto riguarda l'abilità e gli incentivi delle istituzioni finanziarie regolamentate ad investire in titoli; in secondo luogo, la reputazione generalmente positiva delle agenzie di rating, ha fatto sì che molti investitori si fidassero ciecamente dei rating sui mutui subprime, anche se i rendimenti di mercati dei titoli connessi a tali mutui erano evidentemente superiori alle valutazioni delle obbligazioni societarie.

Alla base di tutto ciò c'è stato il modello dei cosiddetti "pacchetti mutuo", la cartolarizzazione dei quali permette di ricevere profitti più elevati. I titoli a rischio sono stati offerti sul mercato con valutazioni complessivamente positive (il caso più eclatante è quello di Lehman Brothers di cui parleremo più avanti). Le agenzie si difendono affermando di non poter prevedere il futuro, considerata la vasta gamma di opzioni che non permettono una valutazione certa.

Tali affermazioni sono state immediatamente respinte da gran parte della critica economica.

La crisi finanziaria ha portato allo scoperto le carenze dei metodi utilizzati dalle agenzie di rating del credito; dovute in buona misura al carattere oligopolistico del mercato entro cui le agenzie operano, ma anche alla mancanza di incentivi a competere sulla qualità dei rating prodotti.

Le motivazioni per le quali le agenzie di rating sono state messe sotto accusa sono non solamente le cartolarizzazioni dei mutui subprime, effettuate con una percentuale troppo alta di rating favorevoli, ma anche per il ritardo con il quale è avvenuta la revisione dei giudizi assegnati.

Ci si trova davanti ad un problema sulla "qualità" dei rating, che deve rispettare i requisiti di obiettività ed imparzialità da parte delle agenzie.

In secondo luogo, nell'ipotesi in cui il rating si riveli in tutto o in parte infondato, si pone il problema di stabilire se possa sussistere una responsabilità dell'agenzia nei confronti degli investitori.

Un monitoraggio effettuato dall'ADUSBEF, l'associazione di consumatori e di banche senza fini di lucro, ha constatato che su oltre 1.000 "report" (consigli per gli acquisti e per le vendite su titoli e/o azioni) emessi a pagamento (quindi con un potenziale conflitto di interessi) dalle maggiori agenzie di rating solo il 9% è risultato efficace.

A questo punto si può facilmente capire come, quando le agenzie hanno diffuso i loro reports sulle varie società quotate, 9 volte su 10, questi erano vere e proprie bufale a danno dei risparmiatori.

Un esempio è il gigante bancario Lehman Brothers, la quarta più importante banca statunitense, dichiarava bancarotta nel 2008 e fino a poche ore prima era valutata con un'ottima "A".

#### **4.4. Il caso Lehman Brothers**

Breve storia di uno dei fallimenti più importanti della storia finanziaria degli Stati Uniti.

Che non fu causa, ma sintomo e segno di un sistema che aveva da tempo deragliato.

Il 15 settembre del 2008, poco dopo l'una di notte, falliva Lehman Brothers. Era la quarta banca d'affari degli Stati Uniti d'America. Secondo alcuni, è il fallimento di una istituzione finanziaria più importante della storia degli Usa. In quegli anni, in molti avevano avvertito che i prezzi delle case non potevano continuare a crescere a lungo. E che il sistema del rifinanziamento dei mutui subprime, a un certo punto avrebbe raggiunto un limite invalicabile.

Le origini di Lehman risalgono al 1850, quando Henry Lehman, immigrato tedesco di origine ebraica, cominciò a commerciare in tessuti e abbigliamento a Montgomery, Alabama, nel sud degli Stati Uniti. Negli anni successivi Henry venne raggiunto dai suoi fratelli Emanuel e Mayer, e il nome della ditta cambiò da "H. Lehman" a "Lehman Brothers". Anche l'attività mutò e divenne più articolata, comprendendo dapprima il

commercio del cotone e poi quello di altre materie prime. Nel 1858 il centro per il commercio del cotone si spostò a New York. E alla fine della guerra di secessione (1861-1865) anche il quartier generale della Lehman Brothers venne spostato lì. Fu proprio in quegli anni che Lehman Brothers iniziò l'attività finanziaria, partecipando al finanziamento della ricostruzione dell'Alabama e al mercato emergente delle obbligazioni ferroviarie. Il fallimento di Lehman Brothers è avvenuto in un ambiente economico caratterizzato da tre elementi: le politiche monetarie molto espansive attuate dalla banca centrale americana (FED), la deregolamentazione del settore finanziario avvenuta sotto l'amministrazione Bush, e la bolla del mercato immobiliare Usa gonfiata anche dalla forte crescita dei mutui subprime. I tassi di interesse con cui la Fed prestava soldi alle banche furono abbassati molto, inondando il mercato di dollari. Ma l'economia andava piano ed esprimeva una modesta domanda di finanziamenti. Le banche si trovarono così con molto denaro da prestare, ma a tassi di interesse bassi. In aiuto delle banche arrivò la forte crescita del settore immobiliare. I prezzi delle case avevano iniziato a salire alla fine degli anni 90 e la possibilità di finanziare un settore con domanda in crescita venne colta in fretta anche per via della deregolamentazione dei mercati finanziari Usa voluta dall'amministrazione Bush e da molti altri prima di lui. Una deregolamentazione che permetteva alle banche di agire con meno controlli e di assumere rischi più alti che in passato. In sintesi: il sistema finanziario Usa aveva molti soldi che rendevano poco, e così le finanziarie cominciarono a concedere mutui anche a chi non aveva le garanzie di solvibilità altrimenti necessarie. I mutui subprime sono mutui ipotecari concessi a persone che non potrebbero accedere alle condizioni normali e quindi con minori garanzie di solvibilità. Con la diffusione dei subprime aumentò l'offerta di finanziamenti per l'acquisto della casa. La maggiore offerta di mutui fornì  
altra  
benzina  
alla corsa del settore immobiliare e i prezzi delle case. Il progressivo aumento dei prezzi è un elemento importante di questa storia.

I mutui subprime, infatti, comportavano rate molto basse nei primi anni, con un brusco aumento negli anni successivi. E la crescita dei prezzi permetteva di rifinanziare il mutuo, in sostanza ricominciare un nuovo mutuo da capo, e riportare le rate a un livello basso.

Fin quando è durato, tutti guadagnavano da questo meccanismo: costruttori, agenti immobiliari, istituti bancari, produttori di materiali edili. E tanta gente è diventata finalmente proprietaria di casa. Tutto questo è stato possibile fino a quando i prezzi hanno continuato a crescere, e cioè fino al 2006. A fermare la crescita dei prezzi delle case contribuì anche la scelta della Fed di alzare i tassi di interesse nel 2005, crescita che durò fino al 2007. L'aumento dei tassi di interesse ebbe due effetti, ridurre la domanda di mutui e rendere insolventi molte persone che il mutuo lo avevano già. Lehman Brothers si era esposta moltissimo nel settore dei subprime, tanto che la divisione titoli immobiliari era quella che produceva più utili. Non erogava mutui, come d'altronde le altre banche d'affari. Quello che faceva era acquistare i mutui dalle finanziarie che li emettevano e li utilizzava come garanzia per i derivati di cui abbiamo parlato sopra. E quando il gioco è finito, chiunque avesse in portafoglio quei titoli veniva percepito come rischioso. Tutti sapevano che Lehman era piena di titoli tossici, e salvarla era per il governo politicamente improponibile. E nessun altro la volle acquistare. Nell'Agosto 2007, in seguito alla crisi dei mutui subprime, la società ha chiuso la sua banca dedicata appunto ai prestiti subprime, la BNC Mortgage, distruggendo circa 1.200 posti di lavoro in 23 sedi e registrando una perdita di 25 milioni di \$ e una riduzione dell'avviamento di circa 27 milioni di \$. Il 10 settembre 2008 Lehman ha annunciato una perdita di 3,9 miliardi di \$ e l'intenzione di liquidare una quota di maggioranza nelle attività di investment management. Purtroppo soltanto dopo il fallimento della società l'economia mondiale si è resa conto del necessario bisogno di una rivalutazione del rischio di credito, troppo sottovalutato fino ad allora. In questo caso si è parlato di un vero e proprio fallimento "totale", non solo di Lehman Brothers, dunque, ma anche delle distratte autorità di vigilanza, delle agenzie di rating e di tutte le banche più importanti. Tutto ciò era davvero così imprevedibile?

## CAPITOLO 5

### 5. Conclusioni

Si può evincere quanto sia stato forte e per certi versi anche disastroso l'impatto che ha più volte avuto l'industria del rating verso la società. Inoltre la forza d'impatto di questo settore nei mercati finanziari è direttamente proporzionale alla complessità di porvi dei rimedi immediati ed efficienti. Un buon inizio sarebbe impostare le basi dei nuovi meccanismi regolatori del mercato finanziario a partire dagli errori commessi precedentemente la crisi nell'uso e nella valutazione di prodotti derivati.

Oltre alla loro principale funzione da intermediario informativo ne vanno ricordate altre due, quali la funzione di certificazione, che favorisce la regolamentazione della sorveglianza all'interno dei mercati finanziari, e la funzione di normalizzazione, la quale consente un monitoraggio costante e globale dell'intero mercato dei titoli. L'industria del rating ha bisogno di cambiamenti, riforme capaci di dare più trasparenza a questo mercato, così da rendere le aziende più responsabili verso il loro operato e di conseguenza riacquistare la fiducia degli investitori, che dovrebbe rappresentare l'obiettivo primario di una qualsiasi società.

Come abbiamo potuto costatare, le riforme attuate fino ad ora, dallo scoppio della crisi fino ad oggi, si sono mosse proprio per aumentare la trasparenza, la responsabilità e l'integrità delle agenzie di rating.

Inoltre, le riforme in campo bancario, si continuano ad aggiornare per poter dare una spinta verso l'attuazione di rating interni che assicurano molteplici vantaggi per una gestione efficiente del rischio di credito.

Vantaggio di poter incorporare informazioni supplementari quali il monitoraggio dei conti dei clienti e una maggiore conoscenza delle garanzie personali e reali, coprire una gamma più vasta di debitori, sviluppare e perfezionare ulteriormente le tecniche interne di gestione e misurazione del rischio di credito, invece di fare eccessivo affidamento sulle agenzie esterne.

Tutte queste norme saranno di fondamentale importanza affinché gli investitori ritrovino la fiducia verso il mercato, le banche e le stesse valutazioni su titoli date dalle tre principali agenzie

Infatti, dal dopo crisi in poi, il rating non ha mai ricevuto tanto interesse, probabilmente tale da definirlo dovuto, vista l'importanza in un qualsiasi mercato finanziario di una valutazione il più precisa e corretta possibile riguardo il titolo d'osservazione e il relativo rischio di insolvenza.

Allo stesso tempo, è molto importante sottolineare che la recente crisi del mercato è il risultato ultimo di una vasta serie di cause, e non bisogna considerare le agenzie di rating come le uniche responsabili.

È necessario che in questo momento così delicato per l'economia internazionale, le autorità politiche ed economiche non si limitino esclusivamente a puntare il dito contro le agenzie, pur di trovare un colpevole, ma analizzino il problema più a fondo, al fine di costruire un sistema valido di incentivi per queste società, in modo da assicurare che crisi di tale portata non si ripetano più in futuro.

## BIBLIOGRAFIA

[1] Advance, 2002, *Analisi di bilancio, valutazioni, rating e simulazioni*, terza edizione, IPSOA, p.173.

[2] De Laurentis, 2001, *Rating interni e credit risk management*, Bancaria Editrice, p.103.

[3] Cfr. G. De Laurentis, *Rating interni e credit risk management – Bancaria editrice 2001*

[4] V. Comitato Basilea 2, 2003, *Documento consultivo*, paragrafo 356.

[5] V. Hill C.A., 2003, *Regulating the rating agencies*, Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper, n. 452022, Georgetown University Law Center.

[6] V. Kuhner C., 2001, *Financial rating agencies: are they credible?*, Schmalenbach Business School, Vol.53, Gennaio 2001, pp. 2-26.

[7] V. Covitz D.M. e Harrison P., 2003, *Testing conflicts of interests at Bond Rating Agencies with market anticipation: evidence that reputation incentives dominate*, Dicembre 2003.

[8] V. Lo Russo Michelina, 2005-2006, *La cartolarizzazione del rischio di credito: il caso dei CDO*, Università degli studi di Perugia, Economia, p.1.

[9] V. Zingales Luigi, 2008, *Causes and effects of the Lehman Brothers bankruptcy*, United States House of Representatives, 6 Ottobre 2008.

[10] Giovanni Ferri, Punziana Lacitignola, *Le agenzie di rating*, il Mulino, Milano 2009.

[11] Greta Di Fabio, *Le agenzie di rating e la crisi finanziaria 2009*

## Sitografia

*ABI, Associazione Bancaria Italiana*, <http://www.abi.it>.  
*Basilea 2*, <http://www.basilea2.com>.  
*Business Online*, <http://www.businessonline.it>.  
*Consumers' Channel*, <http://www.consumerschanel.it>.  
*Financial Times*, <http://www.ft.com>.  
*Finanza Blog*, <http://www.finanzablog.it>.  
*GenxFinance*, <http://www.genxfinance.com>.  
*Fitch Ratings*, <http://www.fitchratings.it>.  
*IF Informazione Finanziaria*, <http://www.informazionefinanziaria.it>.  
*IlGiornale.it*, <http://www.ilgiornale.it>.  
*Il sole 24 ore*, <http://www.ilsole24ore.com>.  
*Intermarket&More*, <http://www.intermarketandmore.investireoggi.it>.  
*IR TOP Investor Relations*, <http://www.irtop.com>.  
*La Voce Info*, <http://www.lavoce.info>.  
*Moody's*, <http://www.moodys.com>.  
*Nel Merito*, <http://www.nelmerito.it>.  
*News Food*, <http://www.newsfood.com>.  
*Rassegna.it*, <http://www.rassegna.it>.  
*Risk.net*, <http://www.risk.net>.  
*SSRN, Social Science Research Network*, <http://www.ssrn.com>.  
*Standard and Poor's*, <http://www.standardandpoors.com>.  
*Tempi.it*, <http://www.tempi.it>.  
*Tendenza&Mercati*, <http://www.tendenzamercati.net>.  
*Wikipedia*, <http://www.wikipedia.it>.