

## Lo strano caso delle società di rating

di Mattia Bacciardi

### Introduzione

Questo saggio si concentrerà sul caso delle *agenzie di rating*, mostrando il funzionamento del mercato del *rating* e i suoi principali attori globali e mettendo in luce l'alto livello di regolamentazione cui è sottoposto il suo output. Cercherà di valutare le caratteristiche peculiari del mercato del *rating*, il suo sviluppo storico, la sua natura oligopolistica e i problemi comunemente messi in risalto (scarsa responsabilità giuridica, profitti fuori dal comune, basso livello di competizione, irresponsabilità in diversi casi famosi come "l'affare Enron" e la recente crisi finanziaria). Traendo spunto da alcuni importanti studi sulla materia tenterà di riconsiderare il problema di come definire e considerare il concetto di *rating* nei moderni mercati finanziari. Non da ultimo valuterà le proposte sul tappeto per una riforma di questo mercato e in particolare la più recente, fatta dal Parlamento Europeo e dal Consiglio.

### Di cosa stiamo parlando: le agenzie di rating

Cos'hanno in comune la bolla informatica, il caso Enron, la "febbre aviaria" e la recente crisi finanziaria globale, oltre a essere pesanti *crack* finanziari? Tutti portano con sé una certa quantità di accuse delle persone comuni e degli esperti finanziari contro il comportamento delle società di *rating*. Le prossime pagine cercheranno di valutare se l'accusa è meritata e perché così tante persone periodicamente chiedono più e migliore regolamentazione nel "mercato del *rating*".

Un'agenzia di *rating* è un'impresa privata che valuta pubblicamente la capacità di un'impresa d'affari di ripagare, nel tempo e nella quantità dovuti, gli strumenti finanziari da lei emessi. La capacità (probabilità) è classificata lungo una scala graduata da un massimo di AAA a un minimo di DDD, ed è superfluo aggiungere che il giudizio delle maggiori agenzie di *rating* ha un impatto diretto e profondo sul costo (in termini di interessi) che l'impresa deve pagare per chiedere denaro a credito. Il mercato del *rating* al giorno d'oggi è diviso fra tre principali attori: Moody's Investor Service (fondata nel 1909) che inizialmente aiutò gli investitori ad accumulare capitale fuori del loro ambiente relazionale, Standard & Poor's (1916) che forniva informazioni sul primo tipo di obbligazioni (quelle ferroviarie) e Fitch (1924), che è un amalgama di diverse piccole agenzie specializzate. Fino agli anni '70 e addirittura '90 le agenzie di *rating* non facevano profitti così elevati né erano così globalmente conosciute come sono ora, ma il ruolo progressivamente più importante rivestito dal settore finanziario assieme al processo di globalizzazione hanno moltiplicato i profitti

### KEY FINDINGS

- Le tre principali agenzie di rating mondiali sono salite agli onori della cronaca per le enormi capitalizzazioni di mercato e il loro presunto ruolo nelle recenti crisi finanziarie
- Il mercato del rating è fortemente oligopolistico e caratterizzato da alte barriere all'ingresso dovute alla certificazione della SEC e alle regolamentazioni che impongono agli "investitori istituzionali" di affidarsi al rating delle agenzie certificate
- Alle agenzie di rating è stata mossa l'accusa di conflitto d'interessi e inaccuratezza ma il concetto di "equilibrio reputazionale" e la pratica "doppio rating" sembrano smentirla.
- Alla base delle critiche sembra esserci un'idea errata del concetto di rating, inteso come certificazione obiettiva e incontrovertibile della solvibilità di un'azienda.
- La soluzione sembra essere quella di permettere maggiore concorrenza tra le agenzie. Purtroppo le proposte dei leader e delle istituzioni europee non sembrano andare in questo senso.

*Mattia Bacciardi, laureato in Scienze Politiche alla Luiss Guido Carli e membro del Collegio Universitario Lamaro Pozzani di Roma, si sta specializzando in European Studies presso la stessa università.*

di queste agenzie. Nel Settembre del 2005 la capitalizzazione di mercato era superiore a \$15 miliardi grazie al lavoro di soli 2.500 dipendenti e sostenuta da asset per un valore di soli \$1.4 miliardi; la eccezionale profittabilità di queste maggiori società di *rating* (Moody's e S&P assieme contano l'80% del mercato del *rating* globale) hanno indotto Thomas Friedman a commentare sul New York Times nel 1996 che c'erano solo due superpotenze nel mondo, gli Stati Uniti e Moody's, e talvolta non era chiaro quale delle due fosse più potente.

Ma gli anni '70 sono stati il momento di svolta del *rating* per due altri motivi, oltre all'accresciuta profittabilità; innanzitutto in quegli anni le agenzie di *rating*, che fino ad allora erano pagate dagli investitori desiderosi di avere più informazioni sui loro acquisti, a causa delle nuove tecniche che permettevano di fotocopiare e riprodurre agilmente il *rating*, cominciarono a far pagare il loro servizio agli emittitori di debito. Nella sostanza non cambiò niente di rilevante dal momento che i costi sono poi scaricati sugli investitori e sugli azionisti, ma qualcuno cominciò a parlare di "potenziale conflitto d'interessi". In secondo luogo fu nel 1975 che la SEC, per rispondere alla crescente preoccupazione concernente la credibilità delle agenzie di *rating*, decise di "regolamentarle" creando le NRSROs (Organizzazioni Statistiche di Rating Nazionalmente Riconosciute). Fu una forma di "licenza di regolamentazione" che impose una forte barriera all'entrata nel mercato del *rating*: per poter diventare una NRSRO un'agenzia di *rating* doveva soddisfare alcuni requisiti difficilmente raggiungibili. Inoltre, a cominciare dal 1931, il governo degli Stati Uniti aveva cominciato a richiedere *specifici livelli di rating* per gli investimenti sul debito da parte dei differenti tipi di investitori istituzionali come banche, , fondi pensioni, compagnie assicurative e fondi d'investimento. Dopo la creazione del NRSRO il livello richiesto agli investitori istituzionali fu "il grado d'investimento" (BBB- o migliore) secondo la classificazione delle agenzie di *rating* qualificate come NRSRO. Le due regolamentazioni della barriera all'ingresso e l'implementazione legislativa del "grado d'investimento" indussero a un mercato del *rating* meno competitivo, dove le otto compagnie degli anni '70 divennero le tre degli anni '90, e agli enormi profitti degli ultimi anni. A esacerbare il problema molti investitori istituzionali, incentivati da norme istituzionali, incluse in guide, procedure e pratiche, sono stati indotti a comprare obbligazioni valutate dalle "Tre Grandi". Non da ultimo la procedura SEC per la qualificazione come NRSRO è "opaca" non essendo "ufficialmente definita, né essendo i criteri del NRSRO stati formalmente adottati".<sup>1</sup> Il requisito più famoso e significativo è una specie di Comma 22: "un'agenzia deve essere nazionalmente riconosciuta per essere una NRSRO ma deve essere una NRSRO per diventare nazionalmente riconosciuta". Un paio di esempi, riportati dal Prof. Claire A. Hill, possono evidenziare la situazione problematica: a) a un dirigente di un'agenzia di *rating* una volta fu detto da parte di un funzionario della SEC: "non vi diremo i criteri altrimenti potreste qualificarvi"; b) un altro richiedente lo status di NRSRO, LACE Financial, riportò di essere stato contattato due volte in otto anni a proposito della sua candidatura, la prima volta nel 1992 per dare conferma della ricezione e la seconda volta nel 2000 per comunicare il rigetto la candidatura (!).

Tuttavia, oltre all'effetto distorsivo della regolamentazione, potrebbe essere il mercato stesso (per ragioni che vedremo più avanti) ad avere delle caratteristiche *storiche e naturali di oligopolio*.

<sup>1</sup> C. A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>.

### Conflitto d'interessi?

Un autore come Frank Partnoy afferma nei suoi saggi che uno dei maggiori problemi con le agenzie di *rating*, che le rende un tipo di “*gatekeeper* finanziari” diversi dai contabili, gli avvocati e gli assicuratori, è il potenzialmente pericoloso conflitto d'interessi in cui sono coinvolte essendo pagate dalle stesse compagnie commerciali che valutano. Inoltre le agenzie di *rating* sono aduse alla pratica di dare *rating non sollecitato* ad alcune compagnie o istituzioni; questo comportamento, secondo molti commentatori, è un modo strategico di conquistare nuovi mercati con la minaccia implicita di dare un *rating* più basso se l'emittitore valutato non garantisce il pagamento. Ma 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 asset o acquisto di azioni: l'agenzia coinvolta nel prevedere la futura classificazione che le obbligazioni avranno dopo una decisione strategica sul mercato. “Questo”, dice Partnoy, “assomiglia ai servizi di contabilità offerti dalle agenzie commercialiste. (...) Gli emittitori potrebbero temere che se non acquistassero altri servizi dall'agenzia, tale decisione avrebbe un impatto negativo sul loro *rating*. Allo stesso modo, gli emittitori potrebbero credere che se acquistassero servizi ancillari, il loro *rating* migliorerebbe, (...) e che l'agenzia sia soggetta alla pressione a dare quel *rating*”<sup>2.2</sup> Come possiamo vedere non solo le compagnie classificate pagano per il *rating* che ottengono (che succederebbe se una compagnia offrisse tariffe più alte?), ma possono anche pagare le agenzie di *rating* per i servizi che direttamente influiscono sul loro *rating* e alcune compagnie ricevono *rating non sollecitato* che lo vogliono o meno. Il *rating non sollecitato*, Partnoy continua nella sua argomentazione, è un caso unico tra i *gatekeeper* finanziari, dal momento che nessun revisore di conti sosterebbe il costo di una contabilità “gratuita” solo per aumentare il proprio prestigio e sperare di ottenere maggiori clienti. La paura di “catturare” le agenzie di *rating* attraverso i servizi ancillari è condivisa anche dal Prof. Claire A. Hill che sostiene che le compagnie possano minacciare le agenzie di affidare loro meno servizi ancillari a meno di ricevere il *rating* voluto; questa situazione solleva il problema di se la reputazione delle agenzie di *rating* sia compatibile con la concessione di servizi altri rispetto al *rating*.

Tuttavia sembra esserci meno da temere dalla questione centrale sollevata da Partnoy a proposito dell'emittitore classificato che paga l'agenzia di *rating*. Ora è vero che “la maggior parte delle transazioni [finanziarie] sono strutturate precisamente per ottenere un particolare (alto) *rating*”,<sup>3</sup> ma il problema reale è se le agenzie di *rating* “lo fanno bene”, quando valutano il tasso degli strumenti finanziari che suggeriscono di emettere. Molti commentatori affermano che le agenzie di *rating* sono più interessate alla loro reputazione di quanto siano influenzate dalla pressione delle compagnie che classificano. Non da ultimo “se i mercati pensano che una compagnia possa ottenere un alto *rating* solo pagando per esso, il *rating* non avrebbe valore”.<sup>4</sup>

Il problema del conflitto d'interessi “potenziale” è analizzato anche da due membri del Consiglio della Federal Reserve in seguito all'altamente discusso “Scandalo Enron”; in un saggio del 2003 gli autori controllano le due opposte ipotesi di “conflitto d'in-

2 F. Partnoy, “How and Why credit agencies are not like other Gatekeepers”, Legal studies research paper series, research paper No. 07-46, May 2006, School of Law, University of San Diego, <http://ssrn.com/abstract=900257>

3 C.A. Hill, “Regulating the rating agencies”, Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>

4 *Op. cit.*

teressi” e di “reputazione”:<sup>5</sup> la prima che sottolinea gli effetti distorsivi che il conflitto d’interessi avrebbe sulla qualità del *rating*, mentre la seconda ipotesi afferma l’importanza degli incentivi che le agenzie di *rating* hanno a “costruire e proteggere la loro reputazione di indipendenza e obbiettività”.<sup>6</sup> Prima di controllare le ipotesi contro i dati i due autori riportano l’affermazione della SEC che concluse che “nella maggior parte dei casi i partecipanti al mercato credono che le agenzie di *rating* hanno effettivamente ben gestito i loro conflitti d’interessi”. A loro difesa le società di *rating* rivendicano di essere in possesso di diversi strumenti finanziari per fronteggiare il problema: come schede di tariffazione fissa, commissioni di *rating*, compensazione indipendente e altri “schermi”.

La ricerca prende come termine di paragone dell’onestà delle agenzie di *rating* l’ “incentivo al ritardo” che le agenzie hanno quando dovrebbero operare una valutazione al ribasso, particolarmente costosa per l’emittitore soprattutto se la classificazione passa da “investment-grade” a “high yield”, creando quel che è comunemente conosciuto come “angelo decaduto”; soprattutto perché i contratti finanziari hanno degli strumenti di attivazione automatica collegati a questo cambiamento. Se le agenzie di *rating* trovassero profittevole, sotto la pressione degli emittitori classificati, ritardare una valutazione al ribasso, potrebbero tuttavia anche affrontare “costi di reputazione”, dal momento che le agenzie potrebbero farsi concorrenza anche sul fatto di essere relativamente “puntuali” nei confronti degli investitori. Coerentemente con “l’ipotesi del conflitto d’interessi” le agenzie di *rating* ritarderanno la valutazione al ribasso e anticiperanno quelle al rialzo mentre il mercato obbligazionario tenderà principalmente ad anticipare la prima e seguire la seconda. 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 emittitori a causa del conflitto d’interessi. Al contrario, le agenzie di *rating* sembrano essere relativamente attente ai problemi reputazionali e quindi proteggono gli interessi degli investitori”.<sup>7</sup>

Altrettanto importante è poi la relazione tra il livello di competizione nel mercato del *rating* (misurato tramite il numero delle agenzie presenti sul mercato) e l’efficacia dei controlli reputazionali. Il Prof. Todd Milbourn lo spiega in termini di “equilibrio reputazionale”, una situazione “in cui i venditori sono indotti a fornire alta qualità (a un costo) quando il valore delle future rendite attese associate alla reputazione eccede i profitti temporanei derivanti da prodotti di minore quantità”.<sup>8</sup> In riferimento a questo “equilibrio”, due ipotesi possono essere dedotte a proposito degli effetti di una maggiore competizione: essa può aumentare la tentazione a ridurre i prezzi minacciando il valore di preservare una reputazione o “nell’altro lato, la competizione potrebbe aumentare l’efficacia del meccanismo reputazionale se l’esistenza di una scelta competitiva è richiesta per rendere la perdita di reputazione una minaccia”<sup>9</sup> (fornendo una *reale opzione d’uscita*). I risultati dello studio mostrano che l’alta competizione ha effetti negativi generali sui (virtuosi) limiti reputazionali, dal momento che essa sarebbe associata

5 D.M. Covitz and P. Harrison, “Testing conflicts of interests at Bond Rating Agencies with market anticipation: evidence that reputation incentives dominate”, December 2003.

6 *Op. cit.*

7 D.M. Covitz - P. Harrison, “Testing conflicts of interests at Bond Rating Agencies with market anticipation: evidence that reputation incentives dominate”, December 2003.

8 B.B.T. Milbourn, “Reputation and competition: evidence from the credit rating industry”, Working Paper 09-051, Harvard Business School, 2008.

9 *Op. cit.*

a “*rating* più favorevole” (più vicino alla tripla A), e che “nel breve periodo, il prezzo delle azioni reagiscono di più alle valutazioni negative se la competizione cresce, coerentemente con un abbassamento dell’asticella delle categorie di *rating*”.

Quest’effetto negativo della competizione sarà successivamente evidenziato parlando delle *caratteristiche naturali* del mercato del *rating* e della sua tendenza all’oligopolio.

### *Cos’è esattamente il “rating”*

Immani discussioni sono state fatte sulla vera essenza del mercato del *rating*: che tipo di servizio forniscono le agenzie di *rating*? Si tratta di una mera opinione giornalistica? Non devono garantire un certo livello di “obiettività”? Le agenzie di *rating*, contro tutti i vani tentativi di considerarle responsabili del *rating* che emettono, hanno sempre opposto l’argomento della “libertà di espressione” così come protetto dal I Emendamento della Costituzione degli Stati Uniti. Dall’altro lato coloro che hanno intentato causa contro le società di *rating* e i commentatori hanno gridato allo scandalo affermando che tali agenzie sono i soli gatekeeper non civilmente e penalmente responsabili per ciò che dicono. Oltre all’accusa di potenziale disonestà a causa del conflitto d’interessi, le agenzie di *rating* devono anche affrontare quella di inaffidabilità. Tuttavia hanno finora sempre ottenuto il sostegno delle corti statunitensi nella lotta per la libertà di espressione. Partnoy ha argomentato che, dal momento che la maggior parte dei ricavi proviene dal *rating* (circa il 90%), e poiché il servizio che forniscono è venduto dietro pagamento non si può dire si tratti di mera “opinione giornalistica” e non anche di consigli d’investimento. Inoltre le agenzie di *rating* hanno mostrato di utilizzare la loro libertà d’espressione più efficacemente di altri, tanto da fare “sperare” il Prof. Partnoy in tribunali stranieri, meno pronti di quelli americani a garantire alle agenzie questo “privilegio”.

Questa critica è spesso associata ad un’altra, secondo cui la “quantità di informazioni” presente nella valutazione di *rating* è pari a zero; poiché, come mostra il caso Enron, l’aggiustamento del *rating*, anche quando fornito in buona fede, è troppo lento e incapace di prevedere la reale capacità di ripagare i debiti. Il *rating* inoltre, con il suo semplicistico modo di tradurre un immenso numero di variabili in una scala graduata e con la sua sovrastimata fiducia negli strumenti matematici, trattiene poca informazione sull’effettiva situazione di un’impresa; in ogni caso nulla che il mercato non sapesse già. Come Hill sostiene le agenzie sono molto più abili nel valutare il *rating originario* di quanto non sappiano fare con il *rating continuativo* (valutazioni al rialzo o al ribasso): “valutazioni al ribasso completamente corrette sono teoricamente e praticamente impossibili”.<sup>10</sup> Tutto ciò a causa del fatto che molti investitori, che comprano azioni e obbligazioni per i loro clienti, hanno degli inneschi, specifici livelli di *rating* a cui essi vendono automaticamente le obbligazioni sul mercato, peggiorando così la situazione finanziaria dell’impresa appena svalutata. Anche senza tali inneschi tuttavia, una valutazione al ribasso causa spesso una spirale finanziaria negativa (S&P sostiene che è esattamente ciò che è accaduto nel caso di Enron).

Ora potremmo giungere a ciò che il “*rating*” è esattamente; essendo un’informazione fornita da un’agenzia privata sulla capacità dell’emittitore di ripagare i propri debiti, di necessità non solo è una “mera opinione giornalistica” ma, ancor più, come ogni opinione, è solo un’ “ipotesi” (!). Le agenzie di *rating* non fanno altro che formulare ipotesi altamente attendibili sulla solidità finanziaria di un attore economico, un ipo-

<sup>10</sup> C.A. Hill, “Regulating the rating agencies”, Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>

tesi che può essere confutata e come tale deve essere adoperata. Quindi le agenzie di *rating* evidentemente influenzano il mercato con il loro servizio, dando informazioni su ciò che esse stesse (come agenzie di *rating*) e gli investitori faranno in futuro; così una valutazione di CCC non considera solo l'attuale situazione finanziaria ma anche la futura reazione a certi tipi di eventi (incluso quel particolare evento rappresentato dal cambiamento di *rating*). Criticando la conclusione di Partnoy sull'assenza di informazione empirica nel *rating*, Hill afferma "dal quadro che dipingo si evince che le agenzie di *rating* hanno qualche abilità, anche solo perché il meccanismo che descrivo non funzionerebbe altrettanto bene se il mercato non credesse che le agenzie di *rating* abbiano qualche abilità".<sup>11</sup>

Le stesse conclusioni al riguardo della competenza finanziaria delle società di *rating* può essere ricavata a proposito della loro "indipendenza" dalla pressione economica delle compagnie valutate. Ancora una volta il mercato crede che le agenzie di *rating* siano indipendenti altrimenti non vi farebbero tanto affidamento; come un'agenzia di *rating*, citata dall'*Economist*, ha detto: "Possiamo pure essere incompetenti, ma non siamo disonesti".<sup>12</sup>

Il Prof. Christoph Kuhner ha analizzato il ruolo giocato dalle agenzie di *rating*, controllando la loro affidabilità, durante una "crisi sistemica", una situazione in cui "gli investitori non sono in grado di distinguere debitori fondamentalmente inaffidabili e in cui gli investitori tendono cumulativamente a ritirare i loro fondi"<sup>13</sup> in modo tale che né i debitori inaffidabili né gli altri siano in grado di sopravvivere all'abbandono da parte dei creditori. Questa, in generale, è anche la situazione recentemente prodottasi a causa della crisi finanziaria globale e, nelle parole del Prof. Kuhner, può essere spiegata come conseguenza di "un'asimmetria informativa" riguardante "la solvibilità degli attori del mercato finanziario".<sup>14</sup> In questa situazione le agenzie di *rating* sembrano svolgere un ruolo chiave nell'indurre gli investitori a tenere o lasciare i loro risparmi dove stanno, "i creditori ritirano i loro fondi in risposta a assegnamenti di *rating* basso, scatenando così l'insolvenza in modo quasi-deterministico" ma, "la previsione dell'agenzia si auto-realizza solo apparentemente".<sup>15</sup> Al contrario di quanto si crede non c'è alcun nesso di causalità, poiché gli investitori anticipano la valutazione al ribasso, agendo secondo le proprie informazioni e così facendo intuire che in il *rating* non ha alcun valore informativo. La conclusione è che "non possiamo aspettarci che in un ambiente ad alto rischio sistemico, gli intermediari dell'informazione come le agenzie di *rating* agiscano come istituzioni di stabilità, fornendo un avvertimento iniziale credibile o informazioni di ultima istanza"<sup>16</sup> come le persone comuni e gli esperti finanziari sembrano suggerire accusando il comportamento delle agenzie di *rating* dopo ogni collasso finanziario.

---

11 C.A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>

12 *Op. cit.*

13 C. Kuhner, "Financial Rating Agencies: are they credible? - Insight into the reporting incentives of *rating* agencies in times of enhanced systemic risk", *Schmalenbach Business Review*, Vol. 53, January 2001, pp. 2-26

14 *Op. cit.*

15 *Op. cit.*

16 *Op. cit.*

### Le agenzie di rating sono affidabili? Come reagisce il mercato

Venendo al nodo della questione: se tu fossi un investitore privato confideresti nelle informazioni veicolate dalle agenzie di *rating*? La prima risposta è sì, se fossi un investitore inesperto che passa attraverso la sua banca per investire il suo denaro (poiché le banche in quanto “investitori istituzionali” sono obbligate a comprare strumenti finanziari che hanno ricevuto un certo *rating* così come classificato da quelle agenzie che sono pubblicamente riconosciute). Ma per quanto riguarda gli altri? E gli investitori? Considerano le prestazioni delle agenzie di *rating* sufficientemente accurate/utili? Questo è ciò che David M. Ellis ha cercato di scoprire in uno studio inteso a investigare come le agenzie di *rating* sono percepite dal mercato: in particolare da investitori ed emittitori. Le risposte sono state che gli emittitori richiedono il *rating* in gran parte per evitare il *rating non sollecitato*, che è meno

affidabile essendo basato solo sulle informazioni pubblicamente disponibili. Allo stesso tempo molti CFOs (Amministratori Delegati Finanziari) di diverse compagnie hanno affermato di richiedere almeno tre valutazioni di *rating* in modo da risolvere il problema del *rating diviso* (il caso in cui il prodotto delle due maggiori agenzie non concordano). Circa il 30% degli investitori intervistati tuttavia hanno affermato che le agenzie di *rating* non sarebbero più così necessarie come lo erano in passato, un'enorme quantità di informazione essendo disponibile a tutti in modo molto più semplice; la conseguenza è che gli investitori confidano nella propria valutazione o richiedono un numero minore di classificazioni di *rating* di quello acquistato dalle imprese. Questo dato sembra in contrasto con la premessa di enormi recenti profitti accumulati dalle agenzie di *rating*. Ma uno dei dati più sorprendenti è quello riguardante i *rating non sollecitati*: mentre la stragrande maggioranza delle compagnie oggetto del sondaggio hanno espresso forte disaccordo con questa pratica delle agenzie di *rating*, l'89% di loro ha trovato la qualità del *rating* incondizionato più o meno la stessa di quella del *rating* “pagato” (!).

Per quanto riguarda l'informazione che il *rating* dovrebbe contenere c'è un certo disaccordo tra gli investitori e gli emittitori: mentre i primi pensano che tutte le informazioni riguardanti lo status finanziario dovrebbe essere incorporato nel *rating* delle obbligazioni, i secondi esprimono la loro idea secondo la quale solo i cambiamenti con “implicazioni di lungo periodo” dovrebbero essere incorporate. Tuttavia entrambi concordano sul fatto che il *rating* dovrebbe riflettere “solo i maggiori cambiamenti nella condizione finanziaria mentre i piccoli cambiamenti marginali dovrebbero essere ignorati”.<sup>17</sup>

Un'altra interessante scoperta è stata evidenziata da uno studio sui “cambiamenti del *rating* sovrano”, valutazioni al ribasso e al rialzo decise da una agenzia di *rating* che valuta la condizione finanziaria di uno stato-nazione. Questo particolare tipo di *rating* è fornito tenendo in considerazione un certo numero di fattori diversi: reddito pro-capite, crescita del PIL, inflazione, bilancia fiscale ed esterna, sviluppo economico e storia della solvibilità. Il cambiamento nel *rating* sovrano (in particolare una valutazione al ribasso) ha un grande impatto sul mercato azionario nazionale: “eccezionalmente i profitti di mercato di ogni compagnia sono negativi (più di 10 giorni) prima di un cambiamento”.<sup>18</sup> La conclusione più ragionevole sarebbe quella di pensare che gli investitori hanno l'informazione, sull'evento che scatena i cambiamenti di *rating*, prima della riclassificazione del *rating* e così si comportano di conseguenza senza aspettare la decisione “formale” delle agenzie di *rating*.

<sup>17</sup> D.M. Ellis, “Different sides of the same story: investors' and issuers' views of rating agencies”, Finance division, Babson College, August 1997.

<sup>18</sup> D.M. Ellis, “Different sides of the same story: investors' and issuers' views of rating agencies”, Finance division, Babson College, August 1997.

### *Perché un mercato così oligopolistico?*

Quando i criteri NRSRO furono creati dalla SEC, sul mercato americano esistevano otto agenzie di *rating* che li soddisfacevano, oggi, dopo alcune fusioni e alcuni fallimenti, ne rimangono solo tre: due delle quali si dividono l'80% del mercato. Gli emittitori generalmente chiedono due *rating*, quello di Moody's e quello di S&P, e raramente chiedono anche il terzo (Fitch), di solito quando i primi sono in disaccordo. Questa "regola dei due *rating*" si è dimostrata molto solida, essendo all'apparenza difficile che possa cambiare: gli investitori hanno delle guide e delle pratiche dalle quali non c'è motivo che si discostino, lo stesso vale per le imprese che creano quelle guide. Seppure Fitch, così come altre nuove agenzie di *rating*, tentasse di guadagnare quote di mercato le due maggiori agirebbero strategicamente con la minaccia di dare *rating* non sollecitato, basato solo sulle informazioni pubblicamente disponibili e generalmente inferiore di quello pagato. Tuttavia in questo caso Moody's e S&P pagherebbe un costo di reputazione e il mercato potrebbe cominciare a reagire con una sorta di presunzione che il *rating* non sollecitato è inferiore a quello reale e a comportarsi di conseguenza. Nonostante tutto l'oligopolio esiste ancora: di chi è la colpa? Un articolo dell'*Economist* afferma: "se c'è insufficiente concorrenza, la SEC è la maggiore responsabile".<sup>19</sup> Non c'è dubbio che le barriere all'ingresso poste dai criteri NRSRO hanno profondamente indebolito la concorrenza; ma lo sviluppo storico e le caratteristiche naturali del mercato hanno portato alla presente concentrazione delle agenzie. Ma c'è ancora posto per la competizione: nei nuovi mercati, in cui la "regola dei due *rating*" non si è (ancora) imposta, Moody's e S&P concorrono effettivamente l'una contro l'altra. Fitch invece attualmente compete cercando di specializzarsi nella nicchia della finanza strutturata (in quanto distinta dalla finanza tradizionale delle obbligazioni e delle azioni), facendo concorrenza sul prezzo e su altre condizioni e anche dando *rating* più favorevole. Le classificazioni *rating* di Fitch sono generalmente più alte, ma questa potrebbe anche rivelarsi una strategia perdente, dal momento che la reputazione è il bene più importante nel mercato del *rating*. È soprattutto la difficoltà a costruire una forte e solida reputazione, in un mercato altamente differenziato con barriere all'ingresso, il maggiore ostacolo allo sviluppo di una più efficace concorrenza tra le agenzie di *rating*.

Ci sono tuttavia alcune ragioni per cui la natura oligopolistica (o meglio dualistica) del mercato è da auspicare, invece che da mettere sotto accusa. La maggiore differenza tra le agenzie di *rating* e quelle di revisione, dal momento che le seconde hanno seriamente compromesso la loro indipendenza, è la stessa "regola dei due *rating*"; grazie a questa norma le due agenzie di *rating* sono in grado di sostenere la pressione degli emittitori: "le minacce di rivolgersi altrove semplicemente non sono credibili".<sup>20</sup> Questa è anche la ragione per cui Moody's e S&P hanno tenuto un comportamento sempre più conservatore in passato. Qui l'argomento che definisce il *rating* come "mera opinione giornalistica", scartata all'inizio come poco credibile, torna a in gioco aiutandoci a capire il suo funzionamento. I compratori di azioni e di debiti dovrebbero, e degli investitori esperti effettivamente lo fanno, guardare alle agenzie di *rating* come fossero fidati e ben informati quotidiani finanziari di lunga tradizione; non come indipendenti agenzie scientifiche di regolamentazione come i governi e alcuni investitori istituzionali spesso fanno. Esattamente come i quotidiani, guadagnano la propria credibilità attraverso tempo, esperienza, la professionalità dei propri dipendenti e una reputazione di indipendenza. Proprio come per i quotidiani il quadro reale della situazione emerge

19 C.A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>

20 C.A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>.

da una pluralità di voci e dalla competizione nel cercare di ottenere il maggior numero di lettori sul mercato. Infine, proprio come fanno i quotidiani, le agenzie di *rating* possono influenzare il mercato quando tentano di valutarlo (quando il *Wall Street Journal* prevede che la produzione delle arance non sarà sufficiente a coprire la domanda del prossimo anno fa salire il prezzo del succo d'arancia oggi indipendentemente dal fatto che la predizione si riveli più o meno giusta).

In questo contesto il problema che sorge dalla struttura regolatoria, attivata dalla valutazione del *rating*, è ancor maggiore se consideriamo le differenze di *rating* registrate tra le agenzie. Queste differenze sono dovute a 1) metodologie di *rating* alternative, 2) elementi di giudizio e 3) differenze nel livello accettato di rischio e sono quindi incrementate dal crescente numero di possibili agenzie di *rating* che soddisfano i criteri NRSRO. Questo problema è particolarmente evidente per il *rating* sui *junk bond*, i debiti bancari e le azioni coperte dai mutui: “per i *junk bond*, la disponibilità delle loro opinioni permette a molti prestatori di scalare la zona speculativa fino a giungere al grado d'investimento”.<sup>21</sup> Questa situazione ha indotto i Prof. Cantor e Packer ad affermare che “sebbene abbandonare la designazione NRSRO potrebbe essere una misura radicale, potrebbe incoraggiare i regolatori a rivedere il loro uso corrente del *rating* e ad aggiustare le differenze di *rating* nel tempo e tra agenzie”.<sup>22</sup>

### *Cosa possiamo fare: alcune proposte di riforma*

I recenti scandali di Enron, della febbre aviaria e della crisi finanziaria globale hanno rilanciato il dibattito sulla necessità di riformare le agenzie di *rating*, tuttavia poco consenso è stato raggiunto sulla direzione e gli obiettivi che la riforma deve perseguire. Non da ultimo dobbiamo ricordare che le due principali agenzie sono americane e che il mercato statunitense è quello “rilevante” per loro: ogni seria proposta di affrontare il problema deve quindi venire da Washington.

Il Prof. Partnoy ha fatto tre proposte, la prima delle quali è di aprire il mercato a nuove NRSRO, sia spingendo la SEC a scegliere criteri nuovi e più trasparenti o semplicemente eliminandoli. Questa proposta è poi scartata come politicamente irrealizzabile e non efficace per risolvere definitivamente il problema, dal momento che non eliminano le barriere imposte dalle licenze (incluse negli specifici strumenti regolatori) né risolvono il problema dell'oligopolio naturale. La seconda proposta di Partnoy è di rimpiazzare i criteri NRSRO con soluzioni di mercato, come gli spread sui crediti, per risolvere la mancanza di informazione presente nel *rating* attuale e indurlo ad una maggiore affidabilità. I critici argomentano che questa soluzione porterebbe a un *rating* più volatile e a una valutazione che guarda al passato. Infine propone di rimpiazzare il “riconoscimento” operato dalla SEC sulla base dei criteri NRSRO con una “registrazione”, dando alla SEC il compito di sorvegliare la registrazione, esaminare e implementare le regole: in poche parole ancor più lacci regolatori (!). Le agenzie di *rating* hanno opposto a questa proposta “l'argomento Primo Emendamento” e aggiungiamo che è difficilmente immaginabile che una regolamentazione più pesante risolverebbe i problemi causati dall'attuale regolamentazione (più leggera).

Hill al contrario focalizza la sua attenzione direttamente ai problemi causati dalle regolamentazioni, imposte dalla SEC e dal resto delle “imposizioni legislative” del *rating*, e afferma chiaramente: “il governo è parte del problema. Quindi, dovrebbe cercare di far parte della soluzione minimizzando, se non eliminando, le barriere regolatorie al-

21 R. Cantor - F. Packer, “The credit rating industry”, *FRBNY Quarterly Review*, Summer/Fall 1994

22 *Op. cit.*

l'ingresso".<sup>23</sup> La proposta coerente con quest'affermazione è l'eliminazione dei criteri NRSRO, i quali impongono pesi evidenti sulle prestazioni delle agenzie di *rating*, ma come Partnoy considera questa proposta "politicamente irrealizzabile", Hill afferma che, perseguita troppo velocemente, questa strategia rischia di fare più danni di quanti cerchi di risolverne.

Così nel progetto di allentare gradualmente le barriere all'ingresso egli propone di aumentare il numero delle NRSRO, dando particolare attenzione all'allargamento del mercato delle agenzie di *rating*, e di rivedere la questione dell'eliminazione del NRSRO in cinque anni. Togliere immediatamente ogni barriera di Stato rafforzerebbe la posizione delle agenzie di *rating* attualmente esistenti, rendendo impossibile alle altre di crescere e divenire altrettanto forti. Hill poi passa a considerare qualche altra proposta come il tentativo di rendere le agenzie di *rating* più soggette allo scrutinio pubblico e più giuridicamente affidabili. Al riguardo della prima questione la risposta potrebbe essere di porre le agenzie sotto l'obbligo di un "rinnovamento" periodico; questo metodo può tuttavia sollevare una forte opposizione del mercato. Può essere forse migliorato attraverso una procedura più leggera di "udienza pubblica" e quella di un processo di commento pubblico in modo da rendere le agenzie di *rating* più consapevoli dell'"opinione pubblica" sul loro comportamento ed esporle al "pubblico rimprovero". La seconda proposta è meno efficace: esso comporta un processo di arbitraggio privato sull'abilità delle agenzie di *rating* di prevedere errori "eccezionali", dal momento che nella valutazione ordinaria si sono già dimostrate abbastanza affidabili.

### *Cosa l'Unione Europea progetta di fare: la proposta del Parlamento e del Consiglio*

Seguendo la grande crisi finanziaria globale che si sta sviluppando in questi mesi un grande dibattito si è sollevato sul ruolo e il comportamento delle agenzie di *rating*. L'Unione Europea il 12 Novembre scorso, sottoforma di una proposta del Parlamento Europeo e del Consiglio, ha emanato un documento che afferma le inadeguate prestazioni delle agenzie di *rating* e che suggerisce l'adozione di una di una regolamentazione comprensiva per affrontare i "problemi" che affliggono le agenzie di *rating*, in particolare quelle "utilizzate" nei requisiti della regolamentazione pubblica. Il documento afferma che "le agenzie di *rating* hanno contribuito significativamente alla recente agitazione del mercato sottovalutando il rischio creditizio dei prodotti di finanza strutturata. Alla stragrande maggioranza dei prodotti subprime è stato dato il *rating* massimo, quindi sottovalutando chiaramente i maggiori rischi inerenti a questi strumenti".<sup>24</sup> Il documento procede quindi accusando il fallimento dell'auto-regolazione, secondo le linee dello IOSCO, per impedire il "comportamento inadeguato" delle agenzie di *rating*, soprattutto a causa della mancanza di regole di implementazione. La regolamentazione, mentre persegue un più alto livello di armonizzazione entro i confini della Comunità Europea, deve 1) evitare il conflitto d'interessi, 2) migliorare la qualità delle metodologie utilizzate, 3) incrementare la trasparenza, 4) assicurare un'efficiente registrazione e una struttura di sorveglianza. Chiarisce anche che la legislazione proposta non sarà indirizzata a tutte le agenzie di *rating*, ma solo a quelle "il cui *rating* è utilizzato per finalità di regolamentazione da parte delle istituzioni finanziarie (ovvero quelle con un potenzialmente alto impatto sul sistema finanziario)". Propone poi di creare un regime di sorveglianza che imponga alle agenzie di svelare i potenziali conflitti d'interessi,

<sup>23</sup> C.A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>.

<sup>24</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council "on Credit Rating Agencies", Bruxelles, 12/11/2008.

mostrando pubblicamente le metodologie di *rating* e anche “revisionando continuamente il *rating*”, mentre si sottopongono a una procedura di registrazione obbligatoria (lungo le linee dei criteri NRSRO del sistema americano). Come appare chiaramente da queste poche righe le istituzioni europee hanno fortemente sostenuto un approccio pesantemente regolatorio, probabilmente sopravvalutando la capacità delle autorità pubbliche di controllare le prestazioni delle agenzie e ignorando il problema chiave della mancanza di concorrenza nel mercato del *rating*.

Invece di ridurre il potere delle agenzie di *rating* esistenti, aprendo il mercato a una maggiore concorrenza, la proposta va nella direzione di assicurare il “comando e controllo pubblico”, non riuscendo a riconoscere che il fallimento delle agenzie di *rating* non a causa della loro “supposta” disonestà, ma a causa della mancanza di “saggezza popolare”.

Nella stessa direzione sembrano andare le proposte emerse dal vertice europeo conclusosi a Berlino il 22 febbraio scorso e organizzato in vista del G-20 (il gruppo dei paesi più industrializzati e sviluppati). La cancelliera tedesca Angela Merkel, parlando delle misure che l’organizzazione dovrà adottare per far fronte alla crisi finanziaria, ha affermato che “tutti i mercati finanziari, i prodotti ed i partecipanti devono essere soggetti a un’adeguata supervisione o regolamentazione, senza eccezioni” e riferendosi specificamente alle agenzie di *rating* ha sostenuto che “dovrebbero essere soggette all’obbligo di registrazione e supervisione”.

### Conclusioni

Abbiamo così analizzato il mercato del *rating* e le principali accuse mosse di inaffidabilità, di conflitto d’interessi e di basso livello di concorrenza. Come abbiamo visto la maggior parte di questi problemi sorgono dalla grande quantità di fattispecie regolatorie derivanti dalla SEC e dai criteri NRSRO, pensati come strumenti per aumentare il livello di consapevolezza tra gli investitori e ridurre l’asimmetria informativa essi molto spesso producono effetti indesiderati, non da ultimo inducendo gli investitori a confidare abbondantemente sulle valutazioni di *rating*. Ciò che proponiamo è di ripensare il concetto stesso di *rating*, proponendo la similitudine con i quotidiani economici abbiamo pensato di spiegare il carattere opinabile inerente in ogni valutazione dello stato finanziario di un’impresa privata, anche in quella più accurata. Così facendo pensiamo di aver dato la miglior giustificazione per ogni tipo di de-regolamentazione del mercato del *rating*, come miglior strumento per aumentare l’affidabilità e l’efficienza di questo mercato.

**Bibliografia:**

- F. Partnoy, "How and Why credit agencies are not like other Gatekeepers", Legal studies research paper series, Research Paper No. 07-46, May 2006, School of Law, University of San Diego, <http://ssrn.com/abstract=900257>.
- C. A. Hill, "Regulating the rating agencies", Business, Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center, <http://ssrn.com/abstract=452022>.
- D. M. Covitz and P. Harrison, "Testing conflicts of interests at Bond Rating Agencies with market anticipation: evidence that reputation incentives dominate", December 2003.
- B. B. T. Milbourn, "Reputation and competition: evidence from the credit rating industry", Working Paper 09-051, Harvard Business School, 2008.
- C. Kuhner, "Financial Rating Agencies: are they credible? - Insight into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk", *Schmalenbach Business Review*, Vol. 53, January 2001, pp. 2-26.
- D. M. Ellis, "Different sides of the same story: investors' and issuers' views of rating agencies", Finance division, Babson College, August 1997.
- R. Cantor and F. Packer, "The credit rating industry", *FRBNY Quarterly Review*, Summer/Fall 1994.
- R. Brooks, R. W. Faff, D. Hillier, J. Hillier, "The national market impact of sovereign rating changes", *Journal of Banking and Finance* 28 (2004).
- G. Loffler, "Avoiding the rating bounce: why rating agencies are slow to react to new information", *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol.56 (2005).
- Stéphane Rousseau, "Enhancing the accountability of credit rating agencies: the case for a disclosure-based approach", Faculty of Law, Université de Montréal, August 2005.
- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council "on Credit Rating Agencies", Bruxelles 12/11/2008.



## IBL Briefing Paper

### CHI SIAMO

L'Istituto Bruno Leoni (IBL), intitolato al grande giurista e filosofo torinese, nasce con l'ambizione di stimolare il dibattito pubblico, in Italia, promuovendo in modo puntuale e rigoroso un punto di vista autenticamente liberale. L'IBL intende studiare, promuovere e diffondere gli ideali del mercato, della proprietà privata, e della libertà di scambio. Attraverso la pubblicazione di libri (sia di taglio accademico, sia divulgativi), l'organizzazione di convegni, la diffusione di articoli sulla stampa nazionale e internazionale, l'elaborazione di brevi studi e briefing papers, l'IBL mira ad orientare il processo decisionale, ad informare al meglio la pubblica opinione, a crescere una nuova generazione di intellettuali e studiosi sensibili alle ragioni della libertà.

### COSA VOGLIAMO

La nostra filosofia è conosciuta sotto molte etichette: "liberale", "liberista", "individualista", "libertaria". I nomi non contano. Ciò che importa è che a orientare la nostra azione è la fedeltà a quello che Lord Acton ha definito "il fine politico supremo": la libertà individuale. In un'epoca nella quale i nemici della libertà sembrano acquistare nuovo vigore, l'IBL vuole promuovere le ragioni della libertà attraverso studi e ricerche puntuali e rigorosi, ma al contempo scevri da ogni tecnicismo.

### I BRIEFING PAPER

I "Briefing Papers" dell'Istituto Bruno Leoni vogliono mettere a disposizione di tutti, e in particolare dei professionisti dell'informazione, un punto di vista originale e coerentemente liberale su questioni d'attualità di sicuro interesse. I Briefing Papers vengono pubblicati e divulgati ogni mese. Essi sono liberamente scaricabili dal sito [www.brunoleoni.it](http://www.brunoleoni.it).