

Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico

di Giovanni Ferri e Punziana Lacitignola (Università di Bari Aldo Moro)

Il rating è un'opinione sulla solvibilità generale del debitore, ovvero sulla capacità di ripagare, alla scadenza prestabilita, il capitale e gli interessi¹. Il rating può essere riferito anche ad un solo strumento di debito piuttosto che alla valutazione della solvibilità complessiva del debitore.

L'attribuzione del rating è basata sull'analisi di un sistema complesso di variabili sia quantitative, sia qualitative che quali-quantitative. Tra di esse si annoverano i dati di bilancio, le qualità manageriali, la posizione di mercato all'interno del settore di riferimento dell'impresa. Attraverso l'analisi dei dati si cerca di prevedere quelle che saranno le prospettive future dell'impresa che ne influenzano la solvibilità, tenendo conto della congiuntura economica, delle condizioni economiche e di eventuali fattori di stress. L'analisi è basata non solo su informazioni pubbliche, ma anche su informazioni private che l'impresa mette, all'uopo, a disposizione dell'agenzia di rating. Essa sintetizza in un valore alfanumerico il merito creditizio dell'emittente/emissione.

Le agenzie di rating sono diverse dagli altri gatekeepers² che sono soggetti privati che offrono agli investitori informazioni sull'emittente. Esse svolgono l'importante ruolo di migliorare l'efficienza dei mercati attraverso la riduzione delle asimmetrie informative nella relazione tra investitore ed emittente³ permettendo, inoltre, una razionalizzazione dei costi per la raccolta e l'elaborazione delle informazioni economico-finanziarie degli emittenti ed una fruizione dell'analisi del merito di credito da parte di investitori non professionisti, con una scarsa conoscenza dei mercati.

L'idea di base è che esiste una correlazione tra il rischio ed il rendimento, all'aumentare del rischio deve corrispondere un rendimento mediamente più elevato e ciascun investitore ha un'attitudine differente verso il rischio a seconda delle sue preferenze. A seconda della sua propensione, avversione o neutralità al rischio ciascun investitore sceglie il suo profilo di rischio rendimento ottimale. Per determinare la rischiosità dell'emittente e/o delle emissioni ci si affida alla professionalità delle agenzie di rating.

Millon e Thakor (1985) argomentano che il ruolo delle agenzie è quello di effettuare il monitoraggio delle imprese certificandone il valore. Boot, Milbourn e Schmeits (2006, 84) le descrivono come agenti dediti alla raccolta ed elaborazione delle informazioni in grado di

¹ Secondo IMF (2010): "A credit rating measures the relative risk that an entity or transaction will fail to meet its financial commitments, such as interest payments and repayment of principal, on a timely basis", p. 88.

² Partnoy (2006).

³ Ferri, Lacitignola (2009), p. 78.

velocizzare la diffusione delle informazioni finanziarie agli operatori del mercato. Ciò è particolarmente vero se si considera che ciascun investitore potrebbe non avere le competenze per la raccolta ed elaborazione delle informazioni, né le risorse necessarie e perciò potrebbe essere non economicamente efficiente raccogliere ed elaborare le informazioni su base individuale. In più, le agenzie hanno la possibilità di accedere alle informazioni private, difficilmente accessibili ai singoli investitori.

Il contenuto informativo del rating è tale da rappresentare un importante punto di riferimento nelle decisioni relative alla struttura del capitale. Infatti, Graham e Harvey [2001] ritengono che la seconda determinante più importante per i manager nella scelta della struttura del capitale sono i rating: essi sembrano essere più importanti di molti altri fattori suggeriti dalle tradizionali teorie sulla struttura del capitale. Al nobile scopo di ridurre l'asimmetria informativa si contrappone la logica della massimizzazione del profitto da parte delle agenzie di rating.

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. Ma che significa che il rating deve essere accurato e per quale motivo è essenziale che lo sia?

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

La domanda di rating si è notevolmente accresciuta negli ultimi tre decenni, infatti alla tradizionale domanda di rating sulle obbligazioni, si è aggiunta la domanda di rating da parte di enti regolatori, banche, fondi pensione, agenti fiduciari. È inoltre aumentato il numero e la tipologia di strumenti che necessitano un rating, grazie al diffondersi dell'ingegneria finanziaria che ha visto il nascere ed il proliferare di strumenti derivati.

Il nodo della buona qualità del rating è venuto al pettine con più evidenza (con critiche vecchie e nuove) a seguito dello scoppio della crisi finanziaria del 2007⁴. La politica monetaria espansiva della Fed in US, ha stimolato il mercato immobiliare e, di conseguenza, la crescita dei mutui concessi. Nello stesso periodo l'ingegneria finanziaria ha messo a punto una serie di prodotti di finanza strutturata più o meno complessi che si basavano, tra le altre cose, anche sul trasferimento dei rischi dei mutui. Affinché potessero essere agevolmente collocati sul mercato era necessario che tali strumenti ottenessero un rating AAA; per ottenere tale rating si affidavano alle agenzie di rating sia in qualità di consulenti (cioè fornivano indicazioni su come "strutturare" l'operazione per ottenere quel determinato rating) sia per ottenere il rating (già predeterminato)⁵. Inoltre, le agenzie di rating sono state recentemente criticate per aver effettuato downgrading improvvisi ed ingiustificati di alcuni paesi dell'UE e degli Stati Uniti, gettando nel panico i mercati finanziari.

L'industria del rating

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. Le tre principali agenzie operanti nell'industria del rating sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch; esse sono responsabili dell'attribuzione del rating del 96% dei prodotti di finanza strutturata emessi e del 98% dei rating emessi dalle agenzie riconosciute dalla SEC⁶. Pur essendoci altre agenzie di rating nel mondo, se ne contano 74⁷, le principali (Moody's, Standard & Poor's e Fitch) detengono il 94% del mercato globale. La quota maggiore del mercato è detenuta da Moody's e S&P, mentre Fitch ha acquisito un'importante quota di mercato a partire dal 2000 e controlla il 15% del mercato. Moody's e S&P sono agenzie di origine americana⁸; Fitch è la maggiore controllata di Fimalac, S.A., un'impresa francese⁹. È evidente, quindi, che l'industria del rating è un business a carattere

⁴ Diversi sono i casi in cui l'attività delle agenzie di rating si è rivelata fallace, giusto per menzionare i casi più recenti nel tempo abbiamo l'incapacità di prevedere l'imminente default di Enron, Worldcom, Parmalat e Lehman Brothers.

⁵ Ferri e Lacitignola (2009), pp.125-126.

⁶ SEC (2008), p. 35. A giugno 2008 risultavano riconosciute dalla SEC come NRSRO: A.M. Best Company, Inc., DBRS Ltd., Japan Credit Rating Agency, Ltd., e Rating and Investment Information, Inc. Successivamente altre tre agenzie di rating sono state riconosciute come NRSRO: Realpoint LLC, LACE Financial Corp., e Egan-Jones Rating Company. Queste ultime si basano su un modello di business *subscriber-pay*. 2008, SEC ibidem, p. 39.

⁷ Per una lista completa, cfr. IMF (2010), Annex 3.1., p.118.

⁸ Moody's is controlled by two US financial and investment companies, i.e. Berkshire Hathaway and Davis Selected Advisers. S&P is a division of the publicly traded McGraw-Hill Companies, a group active in the education, media and publication businesses.

⁹ Rega (2011), p. 34. Fimalac S.A. è attiva nei mercati finanziari, di investimento e immobiliare.

globale controllato solo da pochi operatori¹⁰. Il loro potere di mercato è stato accresciuto grazie alla regolamentazione sia americana (prima), che europea (dopo).

È a partire dal 1975 che la Securities and Exchange Commission (SEC) ha stabilito che le emissioni che ottenevano un rating emesso da un'agenzia a cui era stato riconosciuto lo status di NRSRO (National Recognized Statistical Rating Organizations) ottenessero un trattamento regolamentare di favore¹¹. Le prime ad essere incluse in tale lista furono Moody's, S&P, e Fitch¹², ma sin da allora tale lista è rimasta chiusa all'accesso sino al 2003, quando DBRS venne riconosciuta come NRSRO. Una legislazione simile, che guarda con favore il rating ottenuto da alcune agenzie di rating è in vigore nell'Unione Europea¹³ (Basilea 3). Nonostante la lista delle NRSRO si sia ampliata a partire dal 2003 fino a ricomprendere 10 agenzie di rating, l'industria è dominata dalle tre principali agenzie¹⁴. Inoltre il loro potere di mercato, oltre ad essere drogato dalla regolamentazione, è rafforzato dalla consuetudine del "doppio-rating"; negli Stati Uniti tutti gli strumenti che hanno il doppio rating incontrano maggiormente il favore degli investitori. Una delle possibili ragioni di questa consuetudine è che gli investitori ritengono che il secondo rating possa fornire informazioni aggiuntive

Di solito se il primo rating è richiesto a Moody's, il secondo sarà richiesto a S&P, o al più a Fitch, ovvero se il primo rating è richiesto a S&P, il secondo sarà richiesto a Moody's, o al più a Fitch (di qui la predominanza tra le tre globali di Moody's e S&P)¹⁵. Alla luce di ciò, Partnoy (1999) critica pesantemente il business delle tre principali agenzie di rating, affermando che piuttosto che svolgere il ruolo di ridurre l'asimmetria informativa, sono nel business della vendita delle licenze regolamentari¹⁶. L'inclusione delle agenzie di rating nella regolamentazione, snaturerebbe il loro vero ruolo; esse cominciano a vendere non solo informazioni ma anche preziosi diritti di proprietà associati all'ottemperanza alla regolamentazione.

Un altro importante 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

¹⁰ Per un resoconto storico dell'evoluzione dell'industria, cfr. Cohen e Carruthers (2009).

¹¹ Nell'UE, le agenzie di rating giocano un ruolo simile. "Based on the Capital Requirement Directive, the Committee of European Banking supervisors (CEBS) has issued non-legally binding guidelines on the recognition of external credit assessment institutions." J. de Haan and F. Amtenbrink (2009), p. 7.

¹² White (2011), p. 11.

¹³ Van Roy (2005).

¹⁴ White (2010), pp. 217 e 222.

¹⁵ Cfr. Dittrich (2007), pp. 17-18 ("Practically all bonds traded today in the USA are rated by Moody's and S&P and also a large majority of international issues are rated by them. In 2005 Fitch rated 66% of all debt securities worldwide."); Hill (2004), pp. 59-62 (describing the "two-rating norm" in which most issues are rated by Moody's and S&P).

¹⁶ Ferri e Lacitignola (2009), p.110.

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 sotto-investimento informativo.

Oltre alle barriere di tipo regolamentare, esistono altri tipi di barriere all'entrata da parte di altre agenzie di rating: (i) 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 (ii) l'acquisizione della credibilità da parte dei nuovi entranti, in un mercato dove l'esperienza conta¹⁷; (iii) il risparmio di costo per gli emittenti derivanti dal dover trattare con poche agenzie di rating¹⁸; (iv) i limiti cognitivi degli investitori, incluso il non volere spendere risorse nel comparare ed interpretare rating emessi da diverse agenzie¹⁹; (v) gli ostacoli regolamentari in USA, Europa e Giappone laddove un limitato numero di agenzie di rating sono ufficialmente riconosciute come "credit assessment institutions"²⁰ e (vi) le economie di scala nell'acquisizione delle informazioni.

¹⁷ White (2010), p. 217. The market for credit analyses is one "where potential barriers to entry like economies of scale, the advantages of experience, and brand name reputation are important features".

¹⁸ Lannoo (2008), p. 2 "Rating agencies provide this information and thus provide huge savings in transaction costs. However, not many ratings agencies can exist, as transaction savings would disappear"; OECD (2010), p. 7. "Corporate issuers build a trust relationship with one or two CRAs but are unwilling to be rated by more. However building this relationship involves valuable executive management time".

¹⁹ Lannoo(2008), p. 2: investors themselves might have some preference for a concentrated market because if "dozens of ratings agencies were active, market participants and policy-makers might fund many ratings for each borrower and this would make it also difficult for borrowers to provide a clear signal to the market about their creditworthiness". OECD, p.7: "Investors value comparability and consistency of ratings across geographical segments and instruments. Ratings from a given CRA provide a common standard to interpret risk. Investors are unwilling to spend large resources to interpret many different standards, all else equal, the larger the "installed base" of ratings from a given CRA, the greater the value to investors".

²⁰ Cfr. IMF, 2010, Box 3.1. In addition, until 2006 in the US, the criteria used by the Securities and Exchange Commission (SEC) to designate new NRSROs remained opaque, and has thus possibly discouraged entry. L. White, "The Credit Rating Agencies", op. cit., p. 217: "in creating the NRSRO designation, the Securities and Exchange Commission had become a significant barrier to entry into the bond rating business in its own right.

Without the benefit of the NRSRO designation, any would-be bond rater would likely remain small-scale. New rating firms would risk being ignored by most financial institutions (the "buy side" of the bond markets); and since the financial institutions would ignore the would-be bond rater, so would bond issuers (the "sell side" of the markets)." See also p.222: "In early 2003 the SEC designated a fourth "nationally recognized statistical rating organization": Dominion Bond Rating Services, a Canadian credit rating firm. In early 2005 the SEC designated a fifth NRSRO: A.M. Best, an insurance company rating specialist. The SEC's procedures remained opaque, however, and there were still no announced criteria for the designation of a NRSRO. Tiring of this situation, Congress passed the Credit Rating Agency Reform Act, which was signed into law in September 2006. The Act instructed the SEC to cease being a barrier to entry, specified the criteria that the SEC should use in designating new "nationally recognized statistical rating organizations," insisted on transparency and due process in these SEC's decisions, and provided the SEC with limited powers to oversee the incumbent NRSROs—but specifically forbade the SEC from influencing the ratings or the business models of the NRSROs".

La necessità della competizione: Pro e Contro

A seguito della crisi finanziaria globale, la regolamentazione ha nuovamente identificato i principali problemi che attanagliano le agenzie di rating, ovvero: (i) la percezione della mancanza di competizione; (ii) l'assenza di trasparenza; (iii) conflitti di interesse e (iv) dipendenza della regolamentazione dai rating.

Come abbiamo già detto l'industria del rating è dominata dalle tre principali agenzie di rating, si caratterizza quindi come scarsamente competitiva. La ridotta competizione comporta scarsi incentivi all'emissione di rating accurati.

Mentre da una parte si ritiene che l'aumento della competizione non possa essere che benefica, un'altra parte si ritiene che l'aumento della competizione possa creare effetti distorsivi nell'industria del rating.

Paul Schott Stevens, il presidente dell'Investment Company Institute, in una testimonianza alla commissione del Senato USA su *Banking, Housing, and Urban Affairs* ha affermato "I firmly believe that robust competition for the credit rating industry is the best way to promote the continued integrity and reliability of their ratings"²¹ (credo fermamente che una forte competizione tra le agenzie di rating sia il modo migliore per promuovere la continuativa integrità ed affidabilità dei loro rating).

Le forze che regolano la competizione nell'industria del rating sono strettamente collegate all'accuratezza del rating ed al capitale di reputazione²². In un mercato concorrenziale, si suppone che le agenzie di rating si contendano il mercato sulla base dell'accuratezza del rating e sulla base della reputazione. Quindi, le agenzie cercano di evitare errori che minano la reputazione e di evitare la perdita di clientela che potrebbe rivolgersi alla concorrenza. La necessità di conservare il capitale di reputazione potrebbe aiutare a preservare la qualità del rating²³. I rating sono "beni di informazione", racchiudono informazioni sul merito di credito degli emittenti e/o strumenti di debito. Trattandosi di beni "non convenzionali" la competizione non può avvenire in base al prezzo, ma in base al contenuto informativo. Quindi nell'industria del rating gli operatori di mercato

²¹ See H. Glover (2006) "Fund Industry Group Calls for More Credit Rating Agencies", <http://www.financial-planning.com/asset/article/527499/fund-industry-group-calls-more-credit.html>.

²² For years, the threat of reputational damage has been perceived as a reliable disciplinary mechanism in the credit rating industry. The basic idea was then that "agencies have an overriding incentive to maintain a reputation for high-quality, accurate ratings. If investors were to lose confidence in an agency's ratings, issuers would no longer believe they could lower their funding costs by obtaining its ratings. As one industry observer as put it, "every time a rating is established, the agency's name, integrity, and credibility are on the line and subject to inspection by the whole investment community"". Quite ironically, the comment then concluded: "Over the years, the discipline provided by reputational considerations appears to have been effective, with no major scandals in the ratings industry". R. Cantor and F. Packer, "The Credit Rating Industry", FRBNY Quarterly Review, Summer-Fall 1994, p. 4. A similar view has been expressed by J. Coffee: "These professionals develop "reputational capital" over many years and many clients that leads investors to rely on them, in part because investors know that the gatekeeper will suffer a serious reputational injury if it is associated with a fraud or unexpected insolvency". J. Coffee, Testimony Before the Senate Banking Committee On September 26, 2007 "The Role and Impact Of Credit Rating Agencies on the Subprime Credit Markets", p. 1. Cfr. anche Chemmanur, e Fulghieri (1994) e Diamond (1989).

²³ Cantor e Packer (1994) e Smith e Walter (2002).

competono sull'accuratezza, delle loro valutazioni. Inoltre il valore dei beni di informazione, in quanto "beni di esperienza" è avvalorato dalla reputazione di colui che li offre (le agenzie in questo caso).

Quindi l'accuratezza delle valutazioni e la reputazione guidano la competizione nell'industria del rating. Un'elevata accuratezza delle previsioni dovrebbe permettere di costruire una buona reputazione (tra gli investitori) che si tradurrebbe in una crescita della quota di mercato. Parimenti, una scarsa accuratezza delle previsioni potrebbe danneggiare la reputazione e comportare la perdita di quote di mercato.

Tuttavia, la competizione porta ad una riduzione della potenziale quota di mercato per le AR (la dimensione della torta resta la stessa da dividere tra un crescente numero di competitor), ciò, a sua volta, porta ad una riduzione delle rendite future e quindi ad una riduzione degli incentivi ad emettere rating "corretti". Quindi la possibile perdita del capitale di reputazione non fornisce un incentivo sufficiente a mantenere la qualità del rating.

Becker e Milbourn (2010)²⁴, studiano l'effetto dell'aumento della concorrenza sulla qualità del rating; ovvero esaminano come varia la qualità del rating emesso da Moody's e S&P, all'aumentare della quota di mercato detenuta da Fitch. Essi si focalizzano su due dimensioni della qualità del rating: l'abilità di fornire informazioni agli investitori e l'abilità del rating a classificare il rischio.

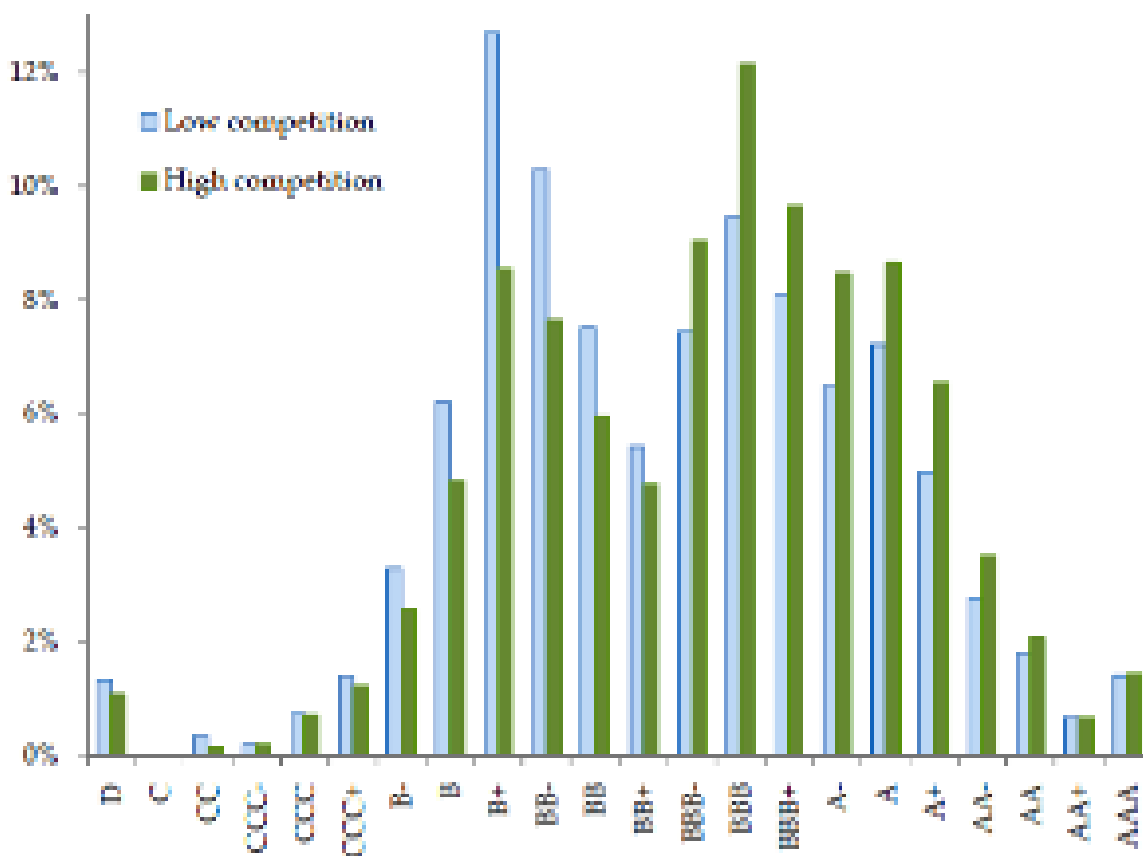
L'evidenza empirica mostra che la qualità del rating diminuisce all'aumentare della concorrenza: i rating emessi da S&P and Moody's aumentano (tendono verso la AAA) man mano che aumenta la concorrenza (cfr. graf.1), il contenuto informativo del rating diminuisce all'aumentare della concorrenza (diminuisce la correlazione tra il rating ed il rendimento dei titoli) e l'abilità del rating nel predire la probabilità di default è più bassa man mano che aumenta la quota di mercato detenuta da Fitch²⁵.

²⁴ Becker e Milbourn (2010).

²⁵ Quando la competizione è bassa le imprese che hanno un rating di tipo speculativo hanno una probabilità di default nell'arco di tre anni 7,7 volte più elevata, invece la probabilità di default si riduce a 2,2 quando aumenta la concorrenza.

Grafico 1: distribuzione dei rating tra le varie classi nel caso di alta e bassa competizione

Firm credit ratings distribution: high and low competition (Fitch market share above and below median)



Fonte: Becker e Milbourn, fig. 3, p. 37.

La competizione non fa che aumentare il livello dei rating, mentre le imprese che potrebbero ottenere un rating potenzialmente peggiore sembrano rivolgersi a Fitch, generando una relazione negativa tra la presenza di Fitch ed il livello del rating.

Gli effetti della competizione sono maggiormente avvertiti dalle imprese che dipendono maggiormente dal finanziamento esterno e che necessitano, quindi, di un rating elevato. È per questo che la concorrenza rende il rating più sensibile alle preferenze delle imprese. Ad una quota di mercato di Fitch più elevata corrisponde un rating più elevato.

I rendimenti (e gli spread) sono meno correlati ai rating quando aumenta la quota di mercato di Fitch, in linea con le teorie che predicono che il rating sia di qualità più bassa (meno informativo) quando aumenta la concorrenza. Le possibili spiegazioni per il rating inflazionato potrebbero essere due: 1) l'aumento della competizione riduce le rendite future per le imprese già presenti sul mercato, ciò riduce gli incentivi a fornire un rating accurato; 2) è possibile che si verifichi rating shopping. La ridotta qualità del rating suggerisce che il capitale di reputazione, per quanto

importante²⁶, non sempre è sufficiente a disincentivare le agenzie dall'emettere rating inflazionati. Il meccanismo del capitale di reputazione potrebbe non funzionare perché il feedback circa l'accuratezza del rating è lento ed impreciso poiché il default è un evento raro e potrebbe verificarsi a distanza di tempo. Covitz and Harrison (2003)²⁷ invece mostrano che il capitale di reputazione è in grado di preservare l'industria del rating dai conflitti di interesse; invece Bar-Isaac and Shapiro (2010)²⁸ mostrano che le perdite del capitale di reputazione diminuiscono all'aumentare della concorrenza e quindi diminuiscono gli incentivi ad emettere rating accurati. All'aumentare della concorrenza diminuiscono gli incentivi ad investire nel capitale di reputazione. In un modello ad orizzonte temporale infinito dove le agenzie di rating competono per la quota di mercato²⁹ e fronteggiano un trade-off tra reputazione e quota di mercato. L'aumento della concorrenza avrebbe due effetti: uno è quello di disincentivare l'emissioni di rating inflazionati per conservare il capitale di reputazione e, quindi, la quota di mercato (questo è l'effetto che viene enfatizzato quando si sostiene l'aumento della concorrenza); l'altro è l'effetto della ripartizione della concorrenza (le rendite future derivanti dal mantenere la reputazione diminuiscono in quanto la concorrenza implica che il mercato è ripartito tra un numero maggiore di agenzie di rating³⁰). L'evidenza empirica conferma il prevalere di quest'ultimo effetto, sebbene la competizione sia analizzata in un contesto duopolistico.

Discorso ben diverso merita l'attribuzione dei rating ai prodotti di finanza strutturata. In questo caso l'efficacia del meccanismo di reputazione è stata vanificata dal fatto che la clientela per cui le agenzie di rating si trovavano a competere era ristretta alle grandi banche d'investimento a livello mondiale (cfr. tab.1) che organizzavano l'emissione di prodotti di finanza strutturata in grado di assicurare proventi di gran lunga maggiori rispetto agli strumenti di finanza tradizionale³¹ che pesavano per oltre il 50% del totale dei proventi derivanti dall'emissione di rating³². Invece nell'emissione dei rating dei prodotti tradizionali, nessun emittente pesava per più dell'1% del loro business³³.

²⁶ According to a Bear Stearns & Co equity analyst in June 2007, S&P claimed that "reputation is more important than revenues". Bloomberg news cites Moody's CEO Raymond McDaniel stating that "we are in a business where reputational capital is more important". Former executive VP of Moody's Thomas McGuire stated in 1995 that "what's driving us is primarily the issue of preserving our track record. That's our bread and butter."

²⁷ Covitz e Harrison (2003).

²⁸ Bar-Isaac e Shapiro (2010).

²⁹ Camanho, Deb e Liu (2011).

³⁰ Si tratta del cosiddetto *Market sharing effect*.

³¹ Dato che le agenzie di rating emettono il rating di migliaia di emissioni, i loro proventi non dipendono da un particolare emittente, per questo il conflitto di interesse sugli strumenti tradizionali è di portata limitata. Ad esempio S&P ha affermato che le commissioni pagate da un singolo emittente non superano mai il 2% dei ricavi derivanti dall'attività di rating. Cfr. SEC (2003, p.41).

³² Cfr. Onado (2009); Presti (2009), p. 88 nota n.84.

³³ Cofee Jr. (2010)

Tab.1: Lista dei sottoscrittori dei Mortgage Backed Securities (MBS)

Rank	Book Runner	Number of Offerings	Market Share	Proceed Amount + Overallotment Sold in US (\$mill)
1	Lehman Brothers	120	10.80%	\$100,109
2	Bear Stearns & Co., Inc.	128	9.90%	\$91,696
3	Morgan Stanley	92	8.20%	\$75,627
4	JP Morgan	95	7.90%	\$73,214
5	Credit Suisse	109	7.50%	\$69,503
6	Bank of America Securities LLC	101	6.80%	\$62,776
7	Deutsche Bank AG	85	6.20%	\$57,337
8	Royal Bank of Scotland Group	74	5.80%	\$53,352
9	Merrill Lynch	81	5.20%	\$48,407
10	Goldman Sachs & Co.	60	5.10%	\$47,696
11	Citigroup	95	5.00%	\$46,754
12	UBS	74	4.30%	\$39,832

Fonte: Coffee (2010)

Se dovesse valere il meccanismo di reputazione a disincentivare l'emissione di rating inflazionati, a seguito delle cattive performance delle agenzie di rating si sarebbe dovuta verificare una riduzione della loro capitalizzazione di mercato, invece tale capitalizzazione anziché ridursi è aumentata (cfr graf. 2). Il 90% dei ricavi delle agenzie di rating provengono da rating richiesti e pagati dagli emittenti. Le commissioni richieste dalle agenzie dipendono sia dall'entità dell'emissione, sia dalla sua complessità³⁴. Per le obbligazioni le commissioni oscillano tra il 3% ed il 4% del valore dell'emissione, con un minimo che va da 30.000\$-50.000\$ ad un massimo di 350.000\$. Per le emissioni di finanza strutturata le commissioni possono arrivare sino al 10% del valore dell'emissione, le commissioni per prodotti più complessi possono essere ancora più elevate fino ad un massimo di 2,4 milioni di dollari. Se si fanno due conti è evidente si riduce l'incentivo a preservare il capitale di reputazione, poiché all'agenzia conviene emettere un rating inflazionato pur di accaparrarsi una quota di mercato. A tal proposito Griffin e Tang (2011)³⁵ nell'analizzare il

³⁴ Standard and Poor's Rating Services (2005).

³⁵ Griffin e Tang (2011)

rating emesso per i CDO scoprono che i rating erano inflazionati; in media il rating non inflazionato a fronte di una AAA era una BBB (cfr. graf. 3).

Grafico 2 : Comparazione della performance delle azioni delle principali agenzie di rating con i principali indici di mercato.

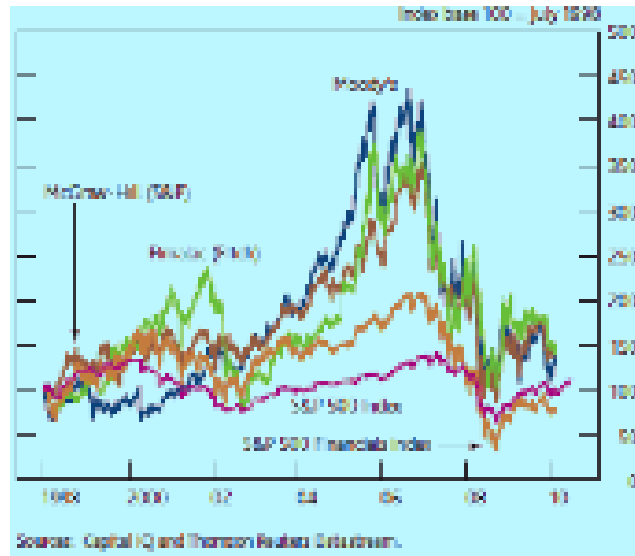
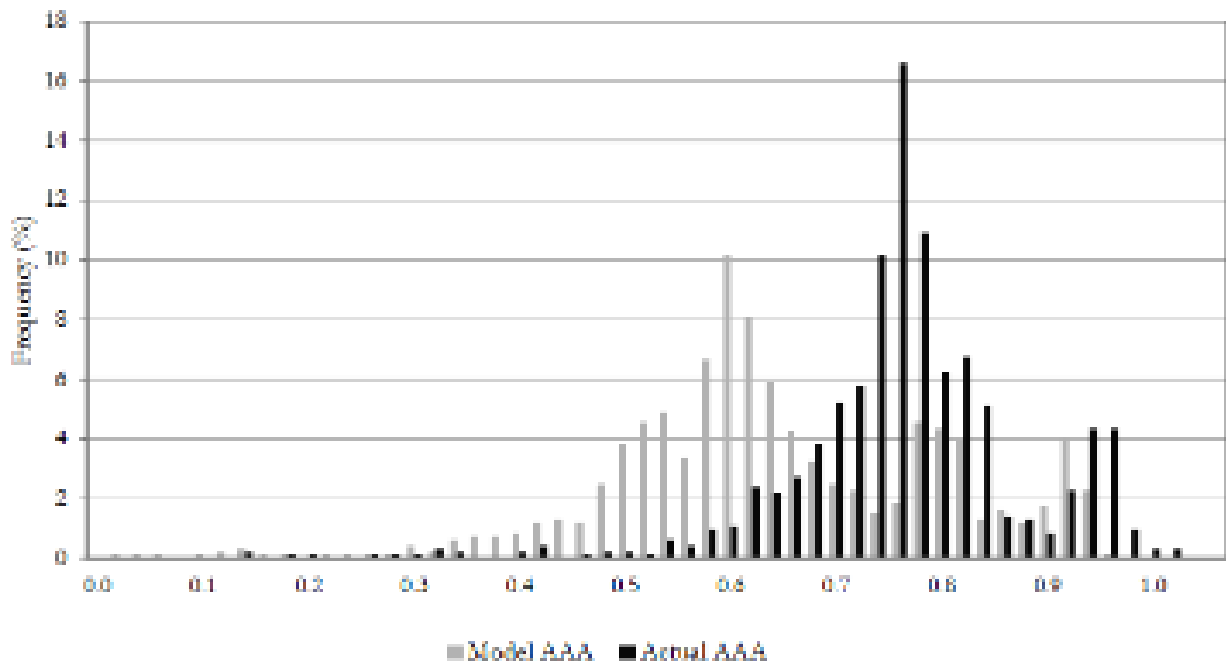


Grafico 3: Differenze tra il rating effettivamente assegnato dalle agenzie di rating ai CDO e rating risultante dai modelli.



Fonte: Griffin e Tang (2011), fig. 2, p.34

La spiegazione alternativa per i rating inflazionati potrebbe essere il rating shopping, cioè l'emittente richiede il rating a diverse agenzie e sceglie l'agenzia che emette il rating più elevato. Le possibilità di rating shopping aumentano all'aumentare delle agenzie presenti sul mercato (ed il rating pubblicato diventa meno rappresentativo del giudizio medio sul merito di credito). Ma

sembra che il rating shopping avvenga principalmente per i prodotti di finanza strutturata³⁶ laddove la complessità delle emissioni rende difficile la reperibilità di informazioni pubbliche e la comparabilità dei rating emessi dalle diverse agenzie. L'evidenza empirica sul mercato statunitense conferma la scarsa diffusione del rating shopping per i prodotti di finanza "tradizionale"³⁷. Skreta and Veldkamp mostrano che all'aumentare della complessità delle emissioni aumenta il rating shopping, Bolton e altri trovano che le agenzie tendono ad inflazionare i rating all'aumentare degli investitori non professionali. Quindi per quanto riguarda il rating shopping l'aumento della concorrenza sarebbe più problematico per il comparto della finanza strutturata.

Bongaerts e altri³⁸ mostrano che l'entrata di Fitch nell'industria del rating non ha né migliorato la qualità dell'informazione disponibile né ha ridotto l'incertezza. Piuttosto, lo scopo principale per cui gli emittenti usano un rating di Fitch è per ottenere un rating di tipo investment grade allorquando non dovessero essere in grado di ottenere un rating di tipo investment (né da Moody's, né da S&P) necessario per la compliance regolamentare.

Alcuni problemi di rating inflazionato potrebbero derivare anche dal modello di business delle agenzie (issuer-pay model versus subscriber-pay model). A tal proposito comparando il rating emessi da S&P (che adotta un modello issuer-pay) con quelli emessi da Egan-Jones (che adotta un modello subscriber-pay) è stato dimostrato che all'aumentare dei conflitti di interesse il rating emesso da S&P è sistematicamente inflazionato rispetto al rating emesso da Egan-Jones³⁹. Un'altra parte della letteratura, mostra che anche in assenza di rating shopping, prodotti complessi e con investitori razionali, la competizione porta ad una minore efficienza rispetto al monopolio. L'aumento della competizione riduce le quote di mercato a disposizione delle agenzie già presenti nell'industria e questo riducendo le potenziali rendite del capitale di reputazione induce ad emettere rating inflazionati.

Altro problema legato all'aumento della concorrenza è quello degli unsolicited rating.

Gli unsolicited rating (rating non richiesti) sono una pratica di business molto discussa per l'acquisizione /difesa di quote di mercato. Si stima, fino al 2005, che l'1% dei rating emessi da Moody's sia unsolicited, mentre S&P e Fitch ammettono di aver emesso tali rating ma non hanno specificato in che percentuale⁴⁰.

Questi rating hanno un ruolo molto utile nei mercati caratterizzati dalla scarsa disponibilità di informazioni, specie quelli emergenti laddove ogni informazione sul merito di credito di un'entità che non ha richiesto il rating costituisce un'informazione aggiuntiva potenzialmente

³⁶ Skreta e Veldkamp (2009) e Bolton, Freixas e Shapiro (2009).

³⁷ Cantor e Packer (1997) e Jewell e Livingston (1999).

³⁸ Bongaerts, Cremers e Goetzmann (2009).

³⁹ Xia e Strobl (2012).

⁴⁰ Klein (2004).

importante. Tuttavia, il fatto che un rating sia emesso senza una specifica richiesta da parte dell'emittente solleva non pochi dubbi sull'integrità del processo che porta all'attribuzione del rating e sul potenziale conflitto di interessi insito in tale pratica. Cioè potrebbe verificarsi se l'agenzia ha un incentivo a emettere un rating poco favorevole allo scopo di indurre l'impresa a richiedere ufficialmente il rating, e pagare la relativa commissione, per ottenerne uno più favorevole. Tale problematica è particolarmente delicata se si tiene conto che il rating influisce sul costo del denaro sui mercati finanziari internazionali. Gli unsolicited ratings sono emessi sulla base delle sole informazioni pubblicamente disponibili dato che, non essendovi specifica richiesta da parte dell'emittente, non è possibile richiederli informazioni confidenziali. In virtù di ciò, si ritiene che gli unsolicited ratings siano distorti ed eccessivamente conservatori, proprio perché gli analisti non hanno accesso ai dati degli emittenti. Essi sono considerati uno strumento per l'espansione delle quote di mercato delle agenzie, specie in alcuni paesi. Le agenzie che forniscono unsolicited ratings agli investitori tentano di guadagnarsi un vantaggio competitivo rispetto alle altre agenzie che non assegnano tale tipo di rating. Talune agenzie sono state indagate a proposito dell'emissione di «rating ostili». La loro difesa al proposito è stata che tale comportamento è dovuto alla percezione di un obbligo verso gli investitori nella riduzione delle asimmetrie informative. In quest'ottica, allorquando per un determinato emittente ci sia sufficiente informazione pubblica e ci sia interesse al rating da parte degli investitori, le agenzie possono emettere un rating a prescindere dalla remunerazione. A tal proposito, Moody's afferma che un rating è sempre solicited, sia che sia richiesto dagli investitori sia che sia richiesto dagli emittenti. L'emissione di un rating non richiesto è funzionale alla riduzione dell'incertezza in determinate situazioni nell'ottica del miglioramento dell'informazione di mercato. Infatti, a detta di Moody's, l'emissione di rating non richiesti avviene laddove c'è una percezione distorta del rischio di credito in risposta alle esigenze degli investitori. Dall'altro lato, si osserva che gli emittenti vanno alla ricerca delle agenzie che applicano le commissioni più basse; in risposta a ciò Moody's emette unsolicited ratings per spingere gli emittenti a richiedere il suo rating⁴¹.

Ma, essendo i rating non richiesti basati solo sull'informazione pubblicamente disponibile, sorgono alcuni dubbi sul fatto che questi siano effettivamente in grado di aumentare l'efficienza del mercato in maniera ragionevole. Infatti, il JCIF (Japanese Center for International Finance) mostra che i rating solicited tendono a essere più elevati degli omologhi rating unsolicited⁴², dal momento che l'agenzia ha accesso diretto all'informazione non pubblica. Da ciò deriva che, piuttosto che fornire un'utilità sociale ai mercati, i rating non richiesti contengono potenzialmente considerevoli distorsioni sul merito di credito degli emittenti e non servono ad altro se non a estorcere la richiesta

⁴¹ Byoun e Shin (2002).

⁴² Poon e Firth (2005).

di un rating (solicited) da parte dell'impresa interessata. Byoun e Shin mostrano che gli unsolicited ratings non contengono alcuna informazione significativa per i mercati.

D'altro canto l'ampliarsi della platea delle agenzie di rating dovrebbe soddisfare l'esigenza primaria per cui le agenzie di rating sono nate: la riduzione delle asimmetrie informative grazie alla disponibilità di informazioni circa il merito di credito degli emittenti⁴³. È pur vero che l'evidenza empirica mostra che le agenzie di rating che entrano successivamente nel mercato emettono rating inflazionati⁴⁴, ma essi sono maggiormente correlati agli indici finanziari delle imprese di quanto non lo siano quelli delle agenzie globali. Un utile campo di indagine a tal proposito è il mercato asiatico laddove oltre alle tre principali agenzie operano agenzie di rating nazionali (JCR, R&I, Mikuni, KIS e KR).

Se da un lato la presenza delle agenzie nazionali e globali potrebbe far pensare a problemi legati alla competitività, dall'altro lato ciò potrebbe essere benefico per il funzionamento dei mercati finanziari. La raccolta delle informazioni finanziarie è più costosa in un contesto di scarsa diffusione delle informazioni e quindi risorse aggiuntive possono essere necessarie in mercati caratterizzati da opacità informativa. I mercati finanziari orientali sono caratterizzati non solo da opacità informativa ma anche da estrema volatilità. Sembra che gli investitori considerino sia il rating delle agenzie globali che quello delle agenzie nazionali nella determinazione dei prezzi delle attività. Per esempio, Packer mostra che una combinazione dei rating delle agenzie globali e nazionali è in grado di predire gli spread nel mercato secondario più accuratamente di quanto sia possibile prendendo in considerazione le due tipologie di rating singolarmente. Un'indagine del JCIF [2001] riporta che, secondo l'opinione delle imprese giapponesi, il rating delle agenzie nazionali non differisce da quello delle agenzie globali in termini di influenza sul mercato e di riconoscimento; le agenzie nazionali, pur non avendo una copertura globale, sono anzi considerate migliori: 1) nell'attribuzione di maggior peso ai fattori relativi alle consuetudini d'affari nazionali (specializzazione industriale) e 2) nel fornire ragioni più persuasive per l'assegnazione di un determinato livello di rating o per le sue eventuali variazioni successive. Le agenzie nazionali possono pertanto essere un importante fattore nella promozione dello sviluppo dei mercati finanziari. Questi ultimi si sviluppano se, a parità di condizioni, aumenta il numero delle imprese che ha un rating poiché tale incremento aumenta la disponibilità di informazioni, relative alle imprese, sia per gli intermediari, sia per gli investitori. Ne consegue che i fallimenti di mercato dovuti alle asimmetrie informative si ridurranno e i mercati finanziari cresceranno grazie all'aumento sia della domanda che dell'offerta di prodotti finanziari. La presenza delle agenzie globali può non essere sufficiente, specie se si considera che esse si concentrano sulle imprese di

⁴³ Ferri e Lacitignola (2009), p. 70.

⁴⁴ Packer (2000).

più grandi dimensioni, le quali emettono strumenti sui mercati finanziari internazionali. In parte ciò dipende dalla domanda in sé: le imprese di più grandi dimensioni e che emettono strumenti di debito anche sul mercato estero sono inclini a richiedere un rating alle agenzie globali perché il rating assegnato da queste ultime è percepito come più affidabile. D'altro canto, le agenzie nazionali applicano commissioni più basse e tendono ad assegnare il rating a imprese di più piccole dimensioni e che emettono strumenti di debito anche sul solo mercato nazionale, il cui rating dipende essenzialmente dall'informazione idiosincratICA. Le agenzie globali paiono avere un vantaggio comparato nell'attribuzione del rating alle imprese «globali», mentre quelle nazionali hanno un vantaggio comparato nell'assegnare il rating alle imprese «locali». Questo configura una situazione di potenziale complementarità tra le due tipologie di agenzie piuttosto che di mera competizione. In altri termini, sembra configurarsi una situazione tripartita in cui ai due estremi si hanno un insieme (assai circoscritto) di imprese certamente interessate solo al rating delle agenzie globali e un insieme di imprese interessate solo al mercato interno e disposte ad ottenere un rating pagando commissioni più basse, che si rivolgono solo alle agenzie nazionali, mentre esiste un insieme intermedio composto di imprese che non sanno con certezza se e quanto desidereranno emettere sul mercato interno e su quelli internazionali: questi soggetti domandano il rating sia dalle agenzie globali che da quelle nazionali e su di essi si ha un'area di competizione.

Usando dati relativi a Giappone, Corea del Sud, India e Malesia, è stato mostrato⁴⁵ che la dimensione media delle imprese che ottengono un rating solo dalle agenzie nazionali è molto più piccola della dimensione delle imprese che richiedono un rating anche dalle agenzie globali. Inoltre, per quanto riguarda i rating emessi dalle agenzie nazionali, la correlazione tra i tassi di default cumulati e le classi di rating è fortemente negativa anche per le agenzie nazionali asiatiche, sebbene l'entità di tale correlazione sia in media inferiore rispetto a quanto riscontrato per le agenzie globali; il grado di permanenza del rating all'interno delle classi evidenziato dalle matrici di transizione, ove una bassa mobilità tra classi di rating indica l'accuratezza dei rating stessi, è del tutto comparabile tra le agenzie nazionali asiatiche e quelle globali.

Per concludere

Le agenzie di rating non sempre effettuano valutazioni accurate; in alcuni casi possono sia effettuare downgrading ingiustificati o emettere rating sottostimati, oppure effettuare upgrading ingiustificati o rating inflazionati.

Tuttavia, non è chiaro perché, nonostante i problemi di rating inflazionati rilevati da una parte della letteratura, si è a favore di un aumento della concorrenza. Indubbiamente un aumento

⁴⁵ Ferri e Lacitignola (2008).

della concorrenza porta, sia ad una riduzione delle rendite oligopolistiche sia ad un aumento delle informazioni disponibili sul mercato finanziario⁴⁶. Guardando alla parte di letteratura più sviluppata sembra che il primo effetto sia maggiore e vada a discapito del contenuto informativo del rating; ma vale la pena sottolineare che tutti gli studi empirici, a tutt'oggi, si sono focalizzati sulla concorrenza a 2-3 imprese (si potrebbe obiettare che si tratti di concorrenza).

Nello specifico, se è benefico per i mercati finanziari aumentare il numero delle agenzie, dall'altro lato è necessario limitare gli effetti negativi connessi all'aumento della concorrenza, ovvero il rating shopping causato da un modello di business in cui a pagare è l'emittente⁴⁷ (issuer-paying model) ed il fenomeno degli unsolicited rating. Dato che l'emittente necessita di un rating quanto più possibile elevato (sia per ragioni di compliance regolamentare, sia per i costi di emissione inversamente proporzionali al livello del rating), le agenzie potrebbero essere indotte a farsi guerra, per l'acquisizione di quote di mercato, emettendo rating inflazionati a discapito del valore informativo che il rating dovrebbe avere. Ad esacerbare i potenziali effetti negativi della concorrenza si aggiungono la complessità dei prodotti finanziari, l'attribuzione alle agenzie del ruolo di "certificatori" (grazie anche alle previsioni regolamentari) e il ridotto numero di investitori qualificati che possano valutare l'affidabilità del rating⁴⁸.

Tuttavia, nonostante i problemi che la competizione porta nell'industria del rating, sembra che gli effettivi positivi che ne deriverebbero sarebbero maggiori degli effetti negativi, specie se si guarda alla riduzione delle asimmetrie informative dovute alla maggiore disponibilità di rating⁴⁹.

A questo punto si dovrebbe regolamentare la concorrenza tra le agenzie di rating in modo da limitare al minimo i problemi connessi al rating shopping (e unsolicited rating); tuttavia c'è il pericolo che le regole imposte potrebbero aumentare i costi di esercizio delle agenzie. Se a questo aggiungiamo che la regolamentazione delle procedure di assegnazione del rating e delle metodologie potrebbero ridurre l'innovazione nella valutazione delle informazioni, ne risulta che le possibilità di un'effettiva competizione tra le agenzie di rating potrebbero ridursi⁵⁰.

La promozione della competizione nell'industria del rating deve essere affrontata con cautela. Vale la pena di tenere a mente, sia per i regolatori che per i policymakers, che l'aumento

⁴⁶ See IMF, p.98; Beckers and Milbourn, op. cit., p.10. According to the EU Commission, one of the main reasons for public authority intervention is to "increase competition in the rating market and increase the number of ratings per instrument so that users of ratings will be able to rely on more than one rating for the same instrument". Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies {SEC(2010) 678} {SEC(2010) 679} /* COM/2010/0289 final - COD 2010/0160 */, point 4.3.2. On information wealth, one may also consider that if competition leads to lesser "vertical" investment from each CRA in information, it may be counterbalanced by a higher level of "horizontal" investment of all the CRAs in information.

⁴⁷ Pagano e Volpin (2009).

⁴⁸ Skreta e Veldkamp (2009) e Pagano e Volpin (2009), p.9.

⁴⁹ In tal senso l'IMF afferma che "looking ahead, enhanced competition would be welcome, with a few caveats [...] measures should be taken to discourage such rating shopping, including requiring disclosure about any preliminary ratings." IMF, p.98.

⁵⁰ White (2010), p. 223: "Regulatory efforts to fix problems, by prescribing specified structures and processes, unavoidably restrict flexibility, raise costs, and discourage entry and innovation in the development and assessment of information for judging the creditworthiness of bonds. Ironically, such efforts are likely to increase the importance of the three large incumbent rating agencies."

della concorrenza nell'industria del rating rischia di compromettere il meccanismo di reputazione che è alla base dell'emissione dei rating. Ma allo stesso tempo ci possono essere altri benefici quali la riduzione della rendita delle agenzie e l'informazione aggiuntiva fornita ai mercati finanziari dall'aumento della disponibilità dei rating.

Un approccio più soft che promuove l'autoregolamentazione dell'industria del rating con la determinazione di best practices rischia di non essere all'altezza di risolvere i problemi della concorrenza. Dopo tutto, quando gli operatori del settore si impegnano a rispettare norme comuni, rinunciano volontariamente alla concorrenza. Gli esperti della concorrenza sanno bene che dietro gli effetti anti-competitivi dei processi standardizzati, si nascondono opportunità di porre in essere strategie di boicottaggio e collusione⁵¹.

Ciò detto, riteniamo che si dovrebbe essere quanto meno cauti nella promozione della concorrenza evitando di lasciare completamente le briglie al mercato e cercando di farne emergere gli effettivi positivi rispetto agli effetti distorsivi ovvero la riduzione di asimmetrie informative. Andrebbero, inoltre, tenuti separati i comparti della finanza tradizionale e di quella innovativa a causa dei diversi incentivi al mantenimento del capitale di reputazione. In questo senso crediamo fermamente che la letteratura possa fornire un supporto empirico alle potenzialità della concorrenza nell'industria del rating studiando gli effetti della concorrenza tra più di tre imprese andando a guardare, per esempio, i mercati asiatici⁵².

⁵¹ According to the Committee of European Securities Regulators (CESR) created by decision of the European Commission, the credit rating market should be ruled by industry standards more than by regulation: "CESR and market participants believe that there is no evidence that regulation of the credit rating industry would have had an effect on the issues which emerged with ratings of US subprime backed securities and hence continues to support market driven improvement. (...) CESR therefore urges the Commission as an immediate step to form an international CRAs standard setting and monitoring body to develop and monitor compliance with international standards in line with the steps taken by IOSCO." Committee of European Securities Regulators (CESR), CESR's Second Report to the European Commission on the compliance of credit rating agencies with the IOSCO Code and The role of credit rating agencies in structured finance, CESR/08-277, May 2008, p.3, http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Docs_ESMA_Cesr/Documents/CESR_08_277.pdf

The European Securities Markets Expert Group (ESME) goes in the same direction and warns against the perverse effects of any undue regulation: "full formal regulation may be counter-productive as it might be seen by users in the market place to imply a level of official endorsement of ratings which is neither justified nor feasible. ESME does not consider it is possible for regulators to put themselves in a position where they can give that level of endorsement. Even the SEC's authority in the US does not extend to the regulation of the substance of the credit ratings. Our view overall is that the incremental benefits of regulation would not exceed the costs and accordingly is not recommended." European Securities Markets Expert Group (ESME), The Role of Credit Rating Agencies ESME's report to the European Commission, June 2008, p. 22, (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf). The EU Commission also acknowledges the risk there is that full regulation of the credit rating analysis market would send an undesirable signal to the market: "references to ratings in the regulatory framework should be reconsidered in light of their potential to implicitly be regarded as a public endorsement of ratings and their potential to influence behavior in an undesirable way." European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies, op. cit., p. 5.

⁵² Ferri e Lacitignola (2009), p. 45.

Bibliografia

- Amtenbrink F., Haan (de) J. (2009), “Regulating credit rating agencies in the European Union : A critical first assessment of the European commission proposal”, Working paper, Fourth International conference on Financial regulation and supervision, Finlawmetrics 2009, June, Bocconi University.
- Bar-Isaac, Heski and Joel Shapiro, 2010, “Ratings Quality over the Business Cycle”, unpublished working paper.
- Camanho, Nelson, Deb, Pragyan and Liu, Zijun, Credit Rating and Competition (July 2012). 22nd Australasian Finance and Banking Conference 2009; AFA 2011 Denver Meetings Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1573035> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1573035>.
- Becker, Bo and Milbourn, Todd T., How Did Increased Competition Affect Credit Ratings? (September 21, 2010). Harvard Business School Finance Working Paper No. 09-051. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1278150> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1278150>.
- Bolton, Patrick, X Freixas and J Shapiro, 2012, “The Credit Ratings Game”, Journal of Finance, American Finance Association, vol. 67(1), pages 85-112, 02.
- Bongaerts, Dion, Cremers, Martijn e Goetzmann, William N., Tiebreaker: Certification and Multiple Credit Ratings (2009). NBER Working Paper No. w15331. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1472269>. Codi
- Arnoud W. A. Boot, Todd T. Milbourn e A. Schmeits (2006) Rev. Financ. Stud. (Spring 2006) 19 (1): 81-118.
- Byoun S. e S.Y. Shin, 2002 Unsolicited credit ratings: Theory and empirical analysis, Proceedings of the Midwest Business Economics Association.
- Cantor, Richard e Frank Packer, 1997, “Differences of Opinion and Selection Bias in the Credit Rating Industry”, Journal of Banking and Finance, 21, pp. 1395–1417.
- R. Cantor e F. Packer, “The Credit Rating Industry”, FRBNY Quarterly Review, Summer-Fall 1994.
- Chemmanur, Thomas J. e Paolo Fulghieri, 1994, “Reputation, Renegotiations, and the Choice between Bank Loans and Publicly Traded Debt”, The Review of Financial Studies 7-3, 475-506.
- Coffee, John C., Ratings Reform: The Good, The Bad, and The Ugly (September 2010). Columbia Law and Economics Working Paper No. 375; ECGI - Law Working Paper No. 162/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1650802>
- B. Cohen e B. G. Carruthers, “Credit, Classification and Cognition: Credit Raters in 19th-Century America”, October 20, 2009, available at <http://ssrn.com/abstract=1525626>. Codi
- Covitz, Daniel M e Paul Harrison, 2003, “Testing Conflicts of Interest at Bond Rating Agencies with Market Anticipation: Evidence that Reputation Incentives Dominate”, working paper, Federal Reserve Board, Washington, DC.
- Diamond, Douglas W, 1989, “Reputation Acquisition in Debt Markets“, The Journal of Political Economy, Vol. 97, No. 4 (Aug), pp. 828-862.
- European Commission, Public Consultation on Credit Rating Agencies (2010) http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf

- European Parliament, Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on amending Regulation (EC) No 1060/2009, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agencies/100602_proposal_en.pdf
- European Securities Markets Expert Group (ESME), The Role of Credit Rating Agencies ESME's report to the European Commission, June 2008, (http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/report_040608_en.pdf).
- Fabian Dittrich, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation (2007). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=991821> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.991821>
- Ferri, Giovanni e Lacitignola, Punziana, Le agenzie di rating tra crisi e rilancio della finanza globale, Bologna: Il Mulino, 2009.
- Ferri G. e P. Lacitignola 2008 Does Europe need its own rating agencies?, XVIth International Tor Vergata Conference on Banking and Finance, 5-7 dicembre 2007; SERIES w.p. 33, 2010.
- H. Glover (2006) "Fund Industry Group Calls for More Credit Rating Agencies", <http://www.financial-planning.com/asset/article/527499/fund-industry-group-calls-more-credit.html>.
- Graham, John R., and Campbell Harvey, 2001, The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field, *Journal of Financial Economics* 60, 187-243
- Griffin, John M. and Tang, Dragon Yongjun, Did Subjectivity Play a Role in CDO Credit Ratings? (July 27, 2011). *Journal of Finance*, Forthcoming; AFA 2010 Atlanta Meetings Paper; CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper; McCombs Research Paper Series No. FIN-04-10. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1364933>.
- Claire Hill, "Regulating the Rating Agency" (2004) *Washington University Law Quarterly*, Vol. 82, p. 43, 2004. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=452022>
- IMF, The uses and abuses of sovereign credit ratings, IMF Global Financial Stability Report, October 2010, p. 88.
- Jewell, Jeff e Miles Livingston, 1999, "A Comparison of Bond Ratings from Moody's S&P and Fitch IBCA", *Financial Markets, Institutions & Instrument* 8(4): 1-45.
- Alec Klein, "Credit Raters' Power Leads to Abuses, Some Borrowers Say", *Washington Post*, Novembre 24, 2004.
- K. Lannoo, Credit Rating Agencies. Scapegoat or free-riders ? ECMI Commentary No. 20/9, October 2008
- Thomas J. McGuire, Ratings in Regulation: A Petition to the Gorillas, Delivered to the SEC Fifth Annual International Institute for Securities Market Development, at 17 (April 28, 1995) Millon,
- Marcia H & Thakor, Anjan V, 1985. "Moral Hazard and Information Sharing: A Model of Financial Information Gathering Agencies," *Journal of Finance*, American Finance Association, vol. 40(5), pages 1403-22, December.
- OECD (2010), Competition and Credit rating Agencies, <http://www.oecd.org/regreform/liberalisationandcompetitioninterventioninregulatedsectors/46825342.pdf>
- Marco Onado (2009), I nodi al pettine. La crisi finanziaria e le regole non scritte, edizioni Laterza, pagg. 202,
- Packer F. 2000 Credit Risk in Japan's Corporate Bond Market, in «Current Issues in Economics and Finance», 5, 15, novembre, pp. 1-36.

- M. Pagano e P. Volpin, 2010 “Credit Ratings Failures and Policy Options”, *Economic Policy*, Volume 25, Issue 62
- Partnoy, Frank, How and Why Credit Rating Agencies are Not Like Other Gatekeepers. *Financial Gatekeepers: Can They Protect Investors?*, Yasuyuki Fuchita, Robert E. Litan, eds., Brookings Institution Press and the Nomura Institute of Capital Markets Research, 2006; San Diego Legal Studies Paper No. 07-46. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=900257>.
- Petit, Nicolas, Credit Rating Agencies, the Sovereign Debt Crisis and Competition Law (August 17, 2011). CESR/08-277, May 2008, http://www.cmvm.pt/CMVM/Cooperacao%20Internacional/Docs_ESMA_Cesr/Documents/CESR_08_277.pdf.
- Poon, W e Firth, M (2005), ‘Are unsolicited credit ratings lower? International evidence from bank ratings’, *Journal of Business Finance and Accounting* 32(9-10): 1741–71.
- Presti G., Le agenzie di rating: dalla protezione alla regolazione, in *I nuovi equilibri mondiali: imprese, banche, risparmiatori*, Milano, 2009
- J. Rega, “The Rating Game”, *M-Lex Magazine*, July September 2011.
- Paul Schott Stevens (2009) SEC Roundtable on Oversight of Credit Rating Agencies, <http://www.sec.gov/comments/4-579/4579-15.pdf>
- SEC, Annual Report on Nationally Recognized Statistical Rating Organizations as Required by Section of the Credit Rating Agency Reform Act of 2006, June 2008.
- SEC (2003) Concept Release: Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws.
- Skreta, Vasiliki, and Laura Veldkamp, 2009, “Ratings Shopping and Asset Complexity: A Theory of Ratings Inflation”, *Journal of Monetary Economics* 56, 678-695.
- Smith, Roy C., and Ingo Walter, 2002, “Rating agencies: Is There an Agency Issue”, in Levich, Richard M., Giovanni Majnoni and Carmen Reinhart, eds. *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Kluwer Academic Publishers, Boston.
- Standard and Poor’s Rating Services, “U.S. Rating Fee Disclosure” April 20, 2005 (www.standardandpoors.com).
- Patrick Van Roy, “Credit Ratings and the Standardised Approach to Credit Risk in Basel II”, ECB Working Paper Series, N°517/August 2005.
- L. White, “The credit rating industry: an industrial organization analysis”, Prepared for the Conference on “Rating Agencies in the Global Financial System” to be presented at the Stern School of Business, 1 June 2001, 20 April 2011 (<http://www.antitrustinstitute.org/node/10356>).
- L. White, “The Credit Rating Agencies”, *Journal of Economic Perspectives*, Volume 24, Number 2, Spring 2010.
- Xia, H. e G. Strobl, 2012, “The Issuer-Pays Rating Model and Ratings Inflation: Evidence from Corporate Credit Ratings,” Working Paper.