

RIFORMA DELLE AGENZIE DI RATING: UN'OCCASIONE PERSA

di Emilio Barucci
25 gennaio 2013

Ad oltre cinque anni dallo scoppio della crisi finanziaria le riforme del sistema finanziario stentano a decollare. La scorsa settimana il Parlamento Europeo ha deliberato in materia di agenzie di rating prevedendo una riforma che sembra tutt'altro che incisiva.

In primo luogo conviene domandarsi se la stretta sulle agenzie di rating sia necessaria. La risposta è Sì. Questa valutazione ci rimanda al ruolo che esse hanno avuto nella crisi, prima dei mutui subprime e poi dell'euro.

Le agenzie di rating svolgono un ruolo ben definito: valutano la capacità di una società o di uno Stato, che emette obbligazioni, di ripagare le stesse. Sono in qualche misura dei certificatori di qualità riguardo al rischio di credito di un emittente (probabilità di fallimento). Il loro ruolo è cruciale a seguito dello sviluppo della finanza per almeno due motivi.

Lo sviluppo della finanza ha portato molte società a emettere obbligazioni sul mercato degli investitori istituzionali e retail. A differenza del caso di un rapporto bancario, in cui è la banca che valuta il merito di credito dell'azienda, quando un titolo finanziario viene scambiato sul mercato sorge naturale la domanda di informazioni riguardo alla qualità dello stesso da parte degli investitori. Nel caso di titoli di debito vi è una richiesta di conoscere la capacità dell'emittente di ripagare il debito. Questo ha portato (oramai da tempo) alla nascita delle agenzie di rating. La loro attività ha subito un forte incremento negli ultimi anni per l'adozione da parte di molti intermediari finanziari del modello originate to distribute: concedere credito alle aziende o alle famiglie, raggruppare questi contratti tramite obbligazioni (derivati del credito o cartolarizzazioni) da collocare sul mercato. In questo modo le banche fanno credito ma collocano poi i rapporti (e quindi i flussi di risorse e i relativi rischi) sul mercato liberando i loro bilanci al fine anche di soddisfare i vincoli di capitale. La valutazione di questi contratti da parte delle agenzie di rating è una tipologia di business che è cresciuta molto negli ultimi anni giungendo a contare più del 50% dei ricavi.

Proprio la valutazione delle agenzie di rating delle cartolarizzazioni dei mutui subprime è stata un ingrediente significativo per lo scoppio della crisi finanziaria. Le agenzie assegnavano infatti con generosità il bollino AAA a molte delle cartolarizzazioni di mutui o di crediti di bassa qualità. Si calcola che nel 2007 circa il 60% delle cartolarizzazioni avesse il rating AAA, che significa bassissimo rischio, mentre soltanto l'1% delle società e degli Stati emittenti godevano di questa valutazione.

I motivi per cui le società di rating valutavano questi prodotti in modo molto positivo sono sostanzialmente tre. Il primo risiede nel rapporto tra agenzia di rating e società emittente: sono le società che richiedono il giudizio alle agenzie di rating a pagare le stesse, è chiaro che questo le porta naturalmente ad essere clementi nei loro confronti. Sembrano strano ma è difficile ipotizzare un meccanismo diverso di remunerazione. Il secondo motivo risiede nel fatto che questi contratti sono molto difficili da valutare e quindi la probabilità di fallimento è difficile da stimare. Il terzo punto riguarda il fatto che nel mercato finanziario si è di fatto abusato del ruolo delle agenzie di rating, esse sono soggetti privati ma si è finito per riconoscergli un ruolo pubblico: nella regolazione finanziaria il rischio degli investimenti è parametrizzato al loro rating. Ad esempio, molti investitori istituzionali sono vincolati per legge o dal loro statuto ad investire in titoli con un certo livello di rating, il capitale richiesto ad una banca è inversamente proporzionale al rating del titolo posseduto. Si è finito per riconoscere un ruolo pubblico ad un'attività privata svolta fuori da ogni regolazione. Questo è il vero fallimento delle agenzie di rating che ha svolto un ruolo rilevante nello scoppio della crisi.

La riforma delle società di rating non sembra essere incisiva su questi fronti. Si concentra sul rating sul debito sovrano ponendo alcune restrizioni su queste valutazioni. Le misure più significative sono la possibilità di citare in giudizio un'agenzia di rating per negligenza e i limiti sul possesso azionario delle stesse. Si tratta di misure davvero poco incisive, l'idea di istituire un'agenzia europea è stata abbandonata, e il rovesciamento dell'onere della prova in giudizio (dimostrare per le agenzie di rating di avere agito correttamente) è stato abbandonato. È facile prevedere che l'effetto di queste misure sarà davvero poca cosa, basta vedere a tale

riguardo che nell'assetto attuale i limiti al possesso azionario non cambierebbero di molto il quadro.

La strada da battere richiede di colmare le lacune emerse. L'esperienza dimostra che la produzione di informazione in merito al rischio di credito non è efficiente. Ci sono pochi operatori che tendono ad avere il medesimo comportamento, i loro incentivi a valutare correttamente i titoli sono assai deboli sia per aspetti oggettivi (difficoltà di valutazione) che per la forma di remunerazione delle agenzie.

Per risolvere il problema si richiede di perseguire alcune strade. La prima (la più ovvia) è quella di aumentare la concorrenza, la strada in realtà difficile da perseguire in quanto gioco forza nel mercato la produzione di informazione sul merito di credito è concentrata su pochi operatori, quelli che godono di maggiore reputazione. Il parlamento ha accantonato l'idea di creare una agenzia europea. Decisione condivisibile, l'impresa sarebbe stata assai costosa e dal dubbio successo. Questo non significa che non si debba provare a creare le condizioni per l'entrata di nuovi attori sul mercato. La strada che sembra più appropriata da battere è quella di sottoporre l'operato delle agenzie di rating a una regolazione ex ante sul modo in cui esse formano le loro valutazioni e sul modo in cui vengono remunerate (spostando il peso dalle società emittenti agli operatori che usano i rating). Piuttosto che rimandare tutto al giudizio di un tribunale, che sarebbe tardivo e spesso inefficace, conviene sottoporre le agenzie ad una regolazione ex ante. Questa è la risposta più adeguata di fronte ad un ruolo pubblico oramai assunto da parte di soggetti privati: se un privato svolge un ruolo pubblico e può causare con i suoi comportamenti l'emergere di un rischio sistemico, deve essere sottoposto a regolazione. La terza strada è depotenziare il ruolo del rating andando nella direzione dell'adozione di modelli interni per la valutazione del rischio di credito e la contemporanea semplificazione dei prodotti finanziari. La riforma del parlamento auspica di andare in questa direzione ma ancora non si prevede di fare nulla di effettivo.

Questi aspetti debbono essere affrontati con urgenza purtroppo la riforma messa a punto a Strasburgo è un'occasione persa che rende tutto più difficile.