

## DERIVATI E AGENZIE DI RATING: SURFANDO SUL RISCHIO DI CREDITO

di Emilio Barucci, Massimo Morini  
08 luglio 2008

E' della scorsa settimana la notizia che Moody's ha licenziato il capo dei derivati responsabile di avere sbagliato nell'assegnare il rating ad alcuni prodotti strutturati. Questa notizia segue quella riportata sulle prime pagine dei giornali finanziari di un mese fa: Moody's dichiarava di essersi accorta di aver attribuito ai CPDO (constant proportion debt obligations) un rating sbagliato, forse a causa di un errore informatico.

Il rating assegnato ai CPDO solleva in realtà profonde perplessità che non possono essere ricondotte ad un errore informatico di Moody's, visto anche che rating analoghi erano stati assegnati da altre agenzie di rating. Il problema è piuttosto nelle assunzioni e nei modelli che sono stati utilizzati per assegnare il rating dei prodotti strutturati. Per quanto si tratti di un problema generale, i CPDO sono un ottimo esempio per comprenderlo. I CPDO sono derivati scritti sugli indici di credito di cui, tra il 2006 e il 2007, sono stati emessi circa 5 miliardi di dollari. Riguardo ad una tipologia di CPDO denominati Surf, nella primavera del 2007 su Risk Italia possiamo leggere che il prodotto riesce a combinare l'esposizione a indici di derivati creditizi a cinque anni con una particolare formula di leverage, creando l'equivalente aureo per i mercati del credito: un titolo che unisce un rating elevato (AAA) a una cedola di 200 punti base (pb)."

Un rating AAA significa una probabilità su 20.000 di fallire nel primo anno. Prima ancora delle ultime dichiarazioni di Moody's, si poteva già vedere come era andata a finire: a meno di un anno, alcuni CPDO sono già andati in default e gli investitori hanno perso il 90% del capitale. Altri hanno subito pesanti downgrade (abbassamento del rating). Perché un errore così serio da parte delle agenzie di rating? Per almeno tre motivi. Il primo motivo è l'abuso di ipotesi modellistiche discutibili e semplificatrici. L'elevato rating dei CPDO era conseguenza dell'ipotesi che gli spread di credito (la principale misura del rischio creditizio nel sistema economico) fossero soggetti a fluttuazioni contenute e regolari con un ritorno verso valori medi in tempi rapidi. Sulla base di queste ipotesi il prodotto poteva aumentare l'esposizione proprio nei momenti di maggior rischio di credito senza pericolo di default. Solo alcune agenzie di rating (FITCH, DBRS) avevano segnalato i rischi insiti in questo approccio. Nell'Aprile 2007 Fitch segnalava che un CPDO sarebbe andato molto prossimo al default in caso di allargamento degli spreads di credito di 129 pb in 180 giorni, uno scenario considerato altamente improbabile dai semplici modelli usati per il rating. A meno di un anno, l'effettivo allargamento degli spread è stato di 136 pb in 180 giorni. Le regolari e contenute fluttuazioni del periodo metà 2005 - metà 2007 non si sono ripetute nell'ultimo anno e non hanno salvato gli investitori. E qui arriviamo al secondo problema: i dati utilizzati, che erano troppo pochi e riferiti a un periodo particolarmente positivo del ciclo economico globale. Un esempio istruttivo viene dai prodotti legati ai valori immobiliari statunitensi. Ai fini del rating, veniva spesso considerato un periodo (1998-2002) caratterizzato da elevata crescita dei prezzi delle case e quindi da bassa probabilità di fallimento dei mutuatari. Nella convinzione che il mercato fosse divenuto più maturo, si ignoravano i primi anni '90 caratterizzati da tassi di crescita ben più limitati. Purtroppo, proprio quegli anni sarebbero stati un buon previsore della situazione attuale. Il terzo problema può essere compreso leggendo il report di DBRS sul rating dei CPDO, che evidenzia un'estrema sensibilità del rating allo spread di partenza: un CPDO con scadenza 10 anni proposto il 26 Giugno 2007 (spread a 25 pb) avrebbe ottenuto un rating BB, corrispondente a un prodotto rischioso, se proposto un mese dopo (spread a 45 pb) avrebbe ricevuto il rating AAA. A differenza del rating di un'impresa, che è ancorato a fondamentali difficilmente manipolabili, nel caso di prodotti strutturati e di modelli di rating semplificati si può giocare su alcuni dettagli del prodotto a cui il rating può essere molto sensibile, come la data di partenza nell'esempio del CPDO. Questo acuisce il conflitto di interessi: grazie anche alla possibilità per l'emittente di riproporre all'agenzia il prodotto con piccole modifiche qualora il rating ottenuto non sia stato soddisfacente, si creano le condizioni per arrivare a prodotti con rating elevato sfruttando le semplificazioni dei modelli. Il che, sfortunatamente, va a scapito dell'affidabilità e della solidità della valutazione. Quindi affidamento eccessivo a modelli semplificatori, dati limitati, ed ipersensibilità del rating ad alcuni parametri. Sono elementi che giustificano la mano pesante del Financial Stability Forum (FSF). Il FSF nel suo rapporto di questa primavera ha puntato il dito sulle responsabilità delle agenzie di rating nella attuale crisi finanziaria. Alle agenzie di rating il FSF ha chiesto di sanare i conflitti di interesse insiti nei processi di rating di prodotti strutturati, di controllare la qualità delle informazioni utilizzate e financo di astenersi dal produrre un rating qualora la complessità o la struttura dei nuovi prodotti o la mancanza di dati affidabili riguardo alle attività sottostanti pongano dubbi sulla possibilità che le agenzie possano giungere alla determinazione di un rating". Inoltre, più attenzione allo stress-testing e a modelli interni di valutazione del rischio che facciano meno affidamento acritico sul rating esterno. Un'ultima considerazione: non è tempo di scontro tra pro mercato e pro regolatori, ma solo di essere realistici e consci dei limiti degli strumenti che abbiamo a disposizione. E' anche l'ora che dalle analisi si passi ad un

irrobustimento della regolazione.