

## Una possibile alternativa alle agenzie di rating: il Mercato

Luca Fava

La crisi dei mutui *subprime*, iniziata nei primi mesi del 2007, ancora oggi produce effetti negativi sulle borse di tutto il mondo, sui bilanci apparentemente in regola delle maggiori banche, sul mercato interbancario dei depositi e su quello dei derivati.

Con l'inasprirsi della recessione abbiamo assistito ad una proliferazione di analisi critiche sulle trimestrali delle banche, sul mercato immobiliare, sul comportamento degli operatori del settore e quant'altro; si è cercato un capro espiatorio a tutti i costi, identificato fin dal principio nella figura "misteriosa" del derivato.

Tuttavia meno attenzione è stata rivolta, paradossalmente, ad uno degli attori principali della crisi: l'agenzia di *rating*.

Il mercato mondiale dei *rating* è un oligopolio controllato dalle cosiddette tre sorelle statunitensi: Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Si è molto discusso dei loro conflitti d'interesse - rispetto a clienti e regolatori. Prima ancora che in questioni di ordine "politico", tuttavia, gli aspetti critici di maggiore rilevanza risiedono nella metodologia di valutazione utilizzata dalle agenzie di *rating*, i cui limiti sono emersi limpidamente all'apice della crisi, e nella tremenda lentezza o incapacità di aggiornamento del giudizio di *rating* delle maggiori banche e società in periodi di crisi.

### *Gli errori delle agenzie di rating*

Dopo aver assegnato, tra il 2003 e il 2007, *rating* elevati a strumenti strutturati quali *RMBS* (*Residential Mortgage-Backed Security*) e *CDO* (*Collateralized Debt Obligation*) garantiti per la maggior parte da mutui residenziali, contribuendo in tal modo all'eccezionale crescita dei prestiti *subprime*, dal secondo semestre del 2007 le agenzie di *rating* hanno annunciato una serie di repentini abbassamenti del *rating* di tali strumenti. Ciò ha sollevato dubbi sulla qualità dei *rating* stessi nei confronti dei prodotti strutturati e no. A tale riguardo è importante sottolineare il comunicato,<sup>1</sup> datato 22 maggio 2008, dell'agenzia

<sup>1</sup> Dopo un'indagine del Financial Times, che cita documenti interni all'agenzia, sull'errata metodologia del *rating* assegnato a prodotti derivati quali i *Cpdo*, Moody's risponde con un breve comunicato: "Moody's has adjusted its analytical models on the infrequent occasions that errors have been detected.... However, it would be inconsistent with Moody's analytical standards and company policies to change methodologies in an effort to mask errors. The integrity of our ratings and rating methodologies is extremely important to us, and we take seriously the questions raised about European CPDOs."

*Luca Fava (Sestri Levante 1982) si è laureato cum laude in Economia e Management degli Intermediari Finanziari presso l'Università degli Studi di Genova, con una tesi in Financial Markets dedicata a "L'impatto della crisi subprime sul mercato finanziario". Attualmente nel medesimo istituto collabora con diversi professori. Si interessa principalmente di tematiche legate ai mercati finanziari, settore nel quale annovera diverse esperienze sul campo.*

Moody's nel quale, in poche righe, essa ammette la presenza di un errore nella metodologia utilizzata per valutare prodotti strutturati complessi come i *Cpdo* (*constant proportion debt obligation*).<sup>2</sup> Questa dichiarazione ha di fatto messo in discussione tutto il processo di valutazione utilizzato dalle agenzie di *rating*.

In particolare le agenzie di *rating* hanno sottostimato le correlazioni tra i default che si sarebbero potuti verificare in caso di crollo del mercato.

Appare evidente come l'importanza del ruolo svolto dalle agenzie di *rating* nel processo di valutazione del rischio sia un punto critico del sistema. Tuttavia con l'introduzione di Basilea 2 il ruolo dello strumento *rating* assume ancora più importanza, diventando il fulcro di tutta la normativa. La sottoscrizione di prodotti finanziari, infatti, produce un assorbimento di capitale per le banche; tale assorbimento varia a seconda della valutazione rilasciata dalle agenzie.

Tuttavia, l'attuale crisi di credibilità registrata dal settore rende di fatto inapplicabile l'introduzione di questi principi. La storia recente ha dimostrato come l'accantonamento di capitale basato sul giudizio di *rating* abbia totalmente fallito l'obiettivo preposto.

In questo quadro, potrebbe imporsi un ridimensionamento del ruolo delle stesse agenzie di *rating* nel sistema finanziario. Di fatto queste, con le loro valutazioni positive o negative, sono in grado di spostare gli equilibri del mercato (si pensi alle variazioni delle quotazioni di un'azienda alla modifica del giudizio di *rating* sul suo debito). Per anni si è adottato questo sistema, apparentemente fondato su modelli di *pricing* del rischio opportuni e puntuali.

A questo crescente potere ottenuto, anche con merito (è giusto sottolinearlo), negli anni non è seguita una liberalizzazione del sistema tale da rendere maggiormente trasparente, efficace ed efficiente il mercato dei *rating*.

Ancora oggi esistono due diverse barriere all'entrata: la prima definibile di "mercato", rappresentata dall'aspetto reputazionale costruito dalle tre agenzie durante gli anni di oligopolio, la seconda "legale" imposta dalla SEC. La prima è risolvibile con l'attuazione di regole proprie di un mercato libero: del resto, la reputazione delle tre maggiori agenzie non esce certo immacolata dalla crisi. Al contrario la seconda barriera rappresenta un ostacolo insormontabile.

La Sec (Securities and Exchange Commission, l'equivalente americano della nostra Consob) a metà degli anni '70 ha imposto una regolamentazione tramite autorizzazione secondo fantomatici criteri di reputazione, procedure di valutazione, risorse a disposizione ed efficacia. La SEC, tuttavia, non è ufficialmente tenuta ad applicare criteri specifici nella scelta di un'agenzia. Da allora solo quattro nuove agenzie hanno avuto il privilegio di essere ammesse tra le NRSROs (Organizzazioni Statistiche di *Rating* Na-

---

2 <sup>1</sup> *Cpdo*, *constant proportion debt obligation* sono prodotti strutturati dalle banche che prima della crisi dei subprime, ne avevano collocati circa 4 miliardi di dollari. Abn Amro era stata la prima banca a lanciaarli, seguita da Lehman Brothers e Merrill Lynch. Essendo legati ad altri prodotti strutturati avevano un potenziale di rischio elevato. Ma a renderli particolarmente attraenti era la cedola di 200 punti base sopra il Libor, il tasso interbancario di riferimento per lo scambio di liquidità tra le banche, con *rating* tripla A. Quando i *Cpdo* vennero lanciati nel novembre 2006, un *bond mortgage backed* tripla A, obbligazioni derivate dalla cartolarizzazione dei mutui, offriva uno spread sopra il Libor di soli 20 punti base, cioè dieci volte inferiore a quella dei *Cpdo*

zionalmente Riconosciute),<sup>3</sup> non riuscendo tuttavia a conquistare quote di mercato significative.

Si sono venute così a creare delle distorsioni nell'allocazione delle risorse a cui oggi bisogna porre rimedio, a partire proprio dal ridimensionamento del ruolo delle agenzie di *rating* e al ripensamento delle regole di Basilea 2.

### Il *credit default swap* come possibile alternativa

Data la difficoltà, se non l'impossibilità nell'apertura del mercato a nuovi soggetti, ribadita chiaramente dalla semplice richiesta di maggiore trasparenza e vigilanza per le agenzie di *rating* espressa nel *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*<sup>4</sup> della nuova amministrazione americana, una svolta radicale appare necessaria.

A questo punto la domanda corretta da porsi è la seguente: quale soggetto è in grado di inglobare tutte le informazioni e modificare tempestivamente, senza vincoli di nessun tipo, il proprio giudizio?

La risposta è semplice e scontata, ma efficace: il mercato.

Attraverso il *credit default swap* (*Cds*), strumento finanziario che stima la probabilità di *default* di un'azienda, è possibile costruire una valutazione indipendente di un'impresa (derivante dall'interazione del libero scambio di contratti tra gli operatori), in tempo reale e svincolata da ogni inefficienza tipica del mercato del *rating*.

I *credit default swap* rappresentano la forma *plain vanilla*, la più standardizzata, dei derivati su crediti ed anche quella più diffusa sui mercati.

Un *Cds* è un contratto bilaterale mediante il quale una parte, detta *protection buyer*, corrisponde all'altra, detta *protection seller*, un premio periodico o *fee*, in cambio di un pagamento (*contingent payment*) contingente al verificarsi di un determinato evento di credito (*credit event*) che interessi il sottostante di riferimento (*reference credit* o *reference entity*), per una durata prestabilita. Il premio periodico, quotato in *basis points* (Bps) annuali e determinato con riferimento al nozionale del contratto è, di norma, corrisposto trimestralmente.

I *Cds* sono prodotti finanziari scambiati su mercati *over the counter*,<sup>5</sup> caratterizzati dall'assenza di regolamentazione specifica; non esiste una controparte centrale e non esiste un sistema di compensazione e garanzia, quindi il rischio di credito viene gestito su base bilaterale.

La finanza ha creato questo strumento di copertura del rischio: il *credit default swap* è infatti l'equivalente di una polizza di assicurazione.

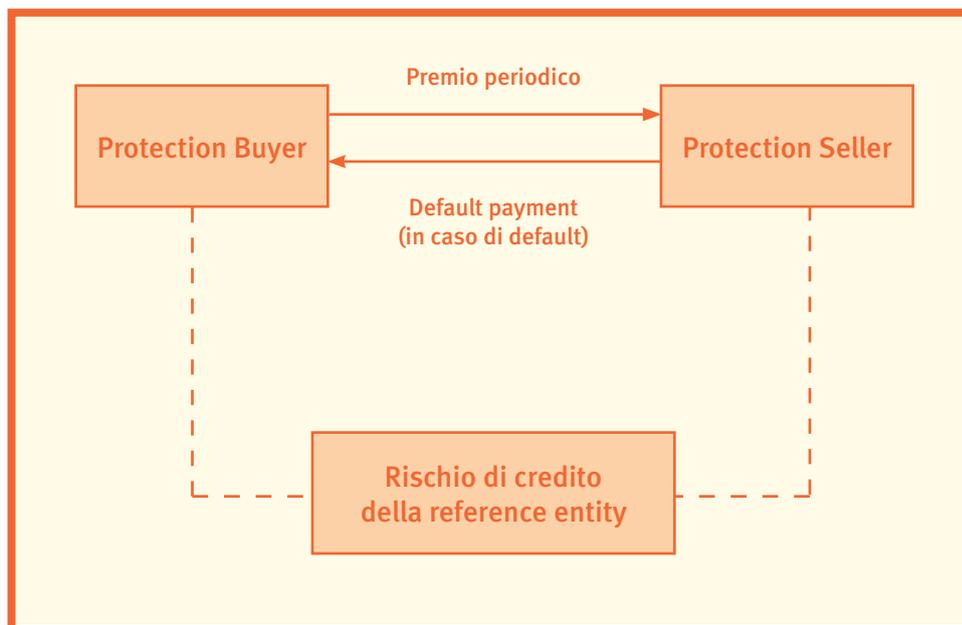
Se, per esempio, il valore dei titoli acquistati (*corporate bond* o *treasury bond*) è di un milione di euro e il valore del *Cds* corrispondente all'azienda/governo è di 150 punti base, significa che il *protection buyer* deve pagare ogni anno 15 mila euro per tutelarsi dal rischio di *default*. Se il costo per il rischio di *default* dovesse balzare, ipotizziamo a 1000 punti base, significa che il mercato sta scontando uno scenario molto negativo per l'azienda, con alta probabilità di insolvenza.

3 A.M. Best Company, Inc., DBRS Ltd., Fitch, Inc., Japan Credit Rating Agency, Ltd., Moody's Investors Service, Inc., Rating and Investment Information, Inc, Standard & Poor's Ratings Services.

4 <http://www.financialstability.gov/roadtostability/regulatoryreform.html>

5 Definizione Banca d'Italia: "Mercato non soggetto al controllo di un'apposita autorità che lo regolamenti."

FIGURA 1

Struttura base del **credit default swap**

Fonte: Elaborazione personale

In definitiva il *Cds*, attraverso l'aumento o meno degli *spread*, quantifica il rischio di *default* dell'azienda. Il funzionamento è il medesimo di quello dei *rating*: una AAA (trippla A) rappresenta il massimo grado di sicurezza, nel nostro caso rappresentato da uno *spread* che varia tra un range di 0 – 30 punti base (livelli pre-crisi di molte banche statunitensi).

Per capire meglio l'utilità di questo strumento e la sua superiorità previsionale rispetto al giudizio espresso dalle agenzie di *rating*, analizziamo come breve studio di caso la Lehman Brothers, fallita in un'uggiosa giornata di metà settembre nonostante una rassicurante, quanto inopportuna, valutazione (singola A) da parte delle maggiori agenzie di *rating*.

### Il case-study Lehman Brothers: superiorità previsionale del *Cds*

Lunedì 15 settembre 2009 la banca d'investimento Lehman Brothers dichiara lo stato di insolvenza. Lo stesso giorno l'agenzia di *rating* Standard & Poor's, così come le altre, effettua un *downgrade* del titolo, portandolo ad una BB- (doppia B meno) da una A (singola A) di tre giorni prima.

Appare evidente come il sistema del *rating* sia afflitto da un problema di efficacia e di scarsa tempestività: il tutto si traduce in un'errata valutazione del rischio per l'investitore finale. Tutti noi ricordiamo lo scandalo scoppiato in Italia quando l'ABI (Associazione Bancaria Italiana) sul suo portale internet, pochi giorni prima del fallimento della banca statunitense, riportava ancora le obbligazioni Lehman come uno strumento a basso rischio.

Gli operatori del settore avrebbero però dovuto sapere bene che il *rating*, per la sua natura di giudizio sintetico - troppo dipendente dai bilanci e da valutazioni soggettive - non permette di evidenziare e quantificare correttamente la probabilità di *default* della società in esame.

TABELLA 1

Rating long term di S&amp;P su Lehman Brothers

Rating	Watch	Effective
NR		25 sett 08
BB-	*	15 sett 08
A	-	12 sett 08
A	*-	9 sett 08
A		2 giu 08
A+		11 ott 05
A		25 sett 98

Fonte: Bloomberg

Al contrario, lo strumento del *credit default swap*, qui proposto come eventuale alternativa/integrazione nella valutazione della solidità finanziaria di un'azienda, svolge appieno questo compito. Infatti il *Cds* permette di isolare, trasferire e quantificare il rischio di credito, ovvero la probabilità di *default* dell'emittente.

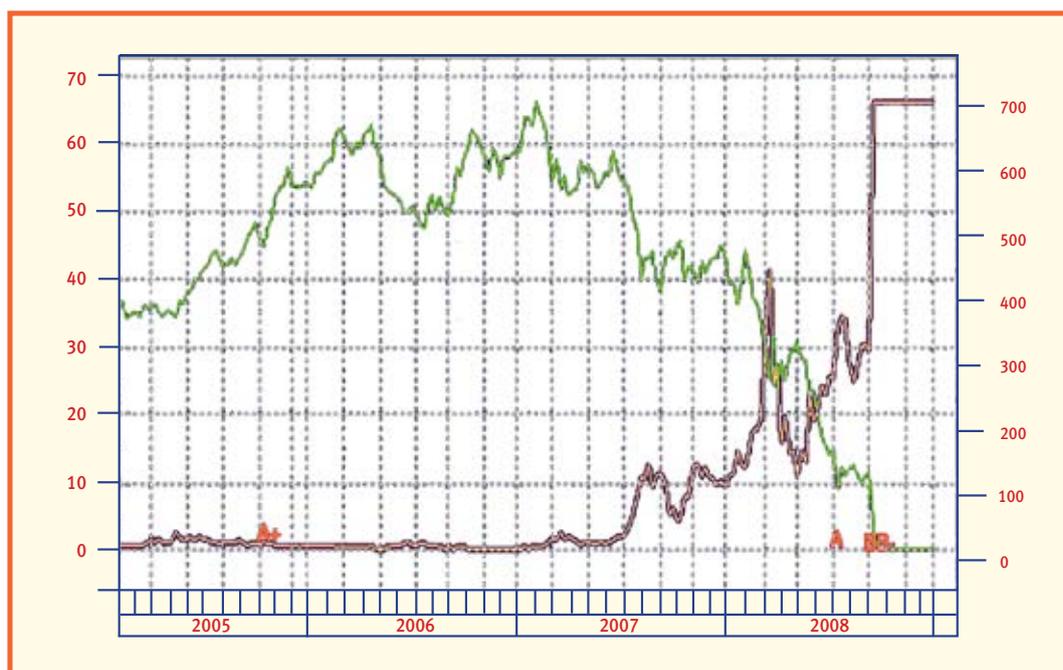
La valutazione della probabilità di default tramite l'utilizzo dei punti base, incorpora tutta l'informazione sulla solidità finanziaria dell'azienda disponibile sul mercato. Le variazioni dei punti base sono frutto delle contrattazioni tra gli operatori sul mercato.

Inoltre la natura stessa dell'operazione conferisce a tale strumento una immunizzazione dalla variazione dei tassi di interesse, conferendo al prezzo di mercato del *Cds* un valore, espressione della sola probabilità di *default*.

Il grafico dimostra chiaramente come la probabilità di *default* della banca statunitense sia cominciata a salire vertiginosamente a metà febbraio 2008, per toccare la punta, massimo relativo, di 430 punti base all'inizio di marzo. Il dato è ancora più significativo se comparato con i livelli pre-crisi, dove riscontriamo valori prossimi allo zero (così anche per gli anni precedenti).

FIGURA 2

Valore azionario (verde), Cds (arancione) e rating Lehman Brothers



Fonte: Bloomberg

Il mercato dei *Cds*, dunque, ha lanciato segnali evidenti sul precario stato finanziario della banca ben prima della dichiarazione dello stato di insolvenza. Il raffronto, evidenziato dal grafico, con la valutazione delle agenzie di *rating* è impietoso.

Il caso della Lehman non è l'unico: se il governo statunitense non fosse intervenuto in maniera straordinaria per salvare altre istituzioni finanziarie, modificando così le regole del gioco, avremmo avuti altri eventi simili come Bear Stearns, AIG e le due Agenzie Fannie Mae e Freddie Mac.

L'utilizzo di derivati di credito, nel nostro caso dei *Cds*, come strumento di valutazione può far storcere il naso a molti, specialmente dopo le dichiarazioni apocalittiche rilasciate dal politico/economista, italiano e no, di turno durante la prima fase della crisi.

A questo riguardo è fondamentale evidenziare come l'innovazione finanziaria, alla pari di qualsiasi altro tipo di innovazione, presenti sia lati positivi che negativi. Semplificando al massimo tale concetto, prendiamo come esempio l'utilizzo della dinamite: un suo corretto impiego consente di costruire gallerie, ma allo stesso tempo una non corretta applicazione – o la sua applicazione a fini sbagliati – può avere degli effetti devastanti. Non per questo, però, la dinamite non viene utilizzata.

Indubbiamente i contratti *Cds* si sono rivelati profittevoli per l'industria finanziaria, e fatto vittime illustri (*AIG*). Ma questo rappresenta solo un lato della medaglia. La costituzione di una *clearing house* per tali contratti, per giunta sollecitata dalla nuova amministrazione statunitense e già presente in alcuni mercati, permetterebbe di far emergere il lato "buono" dell'innovazione finanziaria, con effetti benefici per tutta l'economia.

### La scelta del mercato dei *credit default swap*

La scelta di utilizzare lo strumento derivato *Cds*, come possibile alternativa al sistema del *rating*, è dovuta alla sua capacità di anticipare e influenzare le altre tipologie di mercato.<sup>6</sup>

Inoltre le possibili alternative, definibili di mercato, presentano alcune criticità: il mercato obbligazionario a causa della bassa standardizzazione dei prodotti tende ad essere illiquido e a riflettere nei prezzi effetti dipendenti da diverse variabili. Il mercato azionario, a sua volta, nonostante presenti alti livelli di liquidità non rappresenta un buon indicatore di solvibilità perchè troppo sensibile ad altri fattori, che non necessariamente risultano essere legati allo stato di affidabilità dell'azienda.

### La soluzione del mercato

In definitiva gli sforzi si dovrebbero concentrare su una modifica dell'attuale sistema di valutazione del rischio monopolizzato dalle agenzie di *rating*, affidando tale compito ad un nuovo e trasparente mercato dei *credit default swap*, in modo da innescare un processo autoselettivo nel mercato, che massimizzi l'efficiente equazione rischio-rendimento per una corretta allocazione delle risorse ai differenti operatori e investitori.

Per attuare questo "nuovo" processo di valutazione, il mercato dei *Cds* necessita della costituzione di una *clearing house*, come per il mercato dei *futures*,<sup>7</sup> che permetta di

6 "Volatility Transmission Among the CDS, Equity, and Bond Markets" Acharya, V.V. and Johnson. T.C, 2007

7 Nei mercati dei futures il rischio di inadempimento è inesistente. Questa garanzia è assicurata attraverso l'operatività della cassa di compensazione e garanzia (*clearing house*), che svolge il ruolo di controparte in ogni transazione. Ogni contratto concluso viene ceduto alla cassa di compensazione e garanzia che si interpone tra compratore e venditore. Ogni aderente è obbligato a depositare presso

trasferire il rischio di controparte, attualmente gestito su base bilaterale, ad un terzo soggetto che garantisca la solvibilità del sistema e che allo stesso tempo, tramite il sistema dei margini (*margin calls*), garantisca l'affidabilità e la concorrenza dei soggetti partecipanti.

---

la *clearing house* una somma di denaro a titolo di garanzia. Questo margine di garanzia, che varia a seconda del rischio delle posizioni in essere, viene accreditato in un apposito conto presso la cassa di compensazione e garanzia stessa. In questo modo l'atipicità del mercato dei *Cds*, caratterizzato da garanzie reputazionali, viene meno in favore di una perfetta concorrenza del mercato.

## IBL Focus

### 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.