



[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)

## Finanza

# ALLA RICERCA DELLA CREDIBILITÀ PERDUTA

di [Giulio Trigilia](#) 04.05.2010

*Le agenzie di rating sono da tempo sotto accusa. Perché hanno sopravvalutato di proposito titoli di dubbia e spesso scadente qualità. In questi giorni, poi, hanno bocciato il programma di riforme della Grecia ancor prima che fosse reso noto, aggravando la crisi del paese. Tutta colpa del conflitto di interessi che le attanaglia, si sostiene da più parti. In realtà, non svolgono neanche la funzione di stabilizzare il mercato, offrendo informazioni tempestive agli investitori. E di questo dovrebbe tener conto la nuova regolamentazione.*

Nei giorni scorsi ha suscitato forti critiche la bocciatura da parte dell'**agenzia di rating** Standard & Poor's del programma di riforme della Grecia, avvenuta ancor prima che questo fosse reso noto. È stato anche sottolineato il doppio binario del metro di giudizio usato dalle agenzie, molto critiche nei riguardi di questo paese, ma ben più accondiscendenti con le banche di investimento. Più o meno negli stessi giorni erano stati resi noti i risultati dell'inchiesta sulle agenzie di rating condotta per conto del Senato americano. Ne è emerso come le agenzie abbiano sopravvalutato di proposito titoli di dubbia (spesso scadente) qualità. In entrambi i casi – per la **Grecia** ora come per le banche in precedenza - tali comportamenti vanno a danno degli investitori e della stabilità del mercato. Ma siamo sicuri che il conflitto d'interesse sia il solo difetto dei rating? In realtà ci sono elementi per ritenere che se anche questo venisse risolto, i rating non svolgerebbero in modo adeguato la funzione di offrire informazioni tempestive agli investitori.

## IL CONFLITTO D'INTERESSE

Le cosiddette “tre sorelle” - Moody's, Standard&Poor's e Fitch – detengono complessivamente una quota pari all'85 per cento circa del mercato internazionale del rating. Per rendere l'idea del volume di affari coinvolto, Moody's nel 2009 ha dichiarato utili per quasi **1,8 miliardi di dollari**. Il mercato del rating è stato definito come un “monopolio condiviso”, in cui l'accesso da parte di nuovi soggetti è ostacolato da barriere sia di tipo naturale, che legate alle complesse procedure regolative. **(1)**

Le agenzie di rating, inoltre, vengono pagate dagli stessi soggetti di cui devono valutare la qualità. Prima di mettere titoli di debito sul mercato, gli emittenti contattano le agenzie di rating e ricevono un giudizio in forma riservata. Se la valutazione piace, pagano l'agenzia. Se invece il rating ottenuto non li soddisfa, non sono tenuti a pagare e possono rivolgersi a un'altra agenzia. Questo meccanismo dà origine a un palese **conflitto d'interessi**: quando l'arbitro è pagato da una delle squadre è difficile immaginare che sia neutrale.

Lo straordinario sviluppo della finanza strutturata negli anni precedenti la crisi finanziaria del 2008

ha acuito il problema. A fronte delle difficoltà nel valutare titoli strutturati, le agenzie hanno concesso con facilità rating molto alti, al punto che le *senior tranches* dei **mutui cartolarizzati** erano spesso catalogati “tripla A”. Secondo Prometeia, il 60 per cento di questi titoli è oggi finito sotto la soglia della “tripla B”. **(2)**

## RATING E VALUTAZIONE DEI RISCHI

Che vi sia un conflitto di interessi, e che questo influisca sulla valutazione delle agenzie, appare dunque evidente. Ma è il solo difetto?

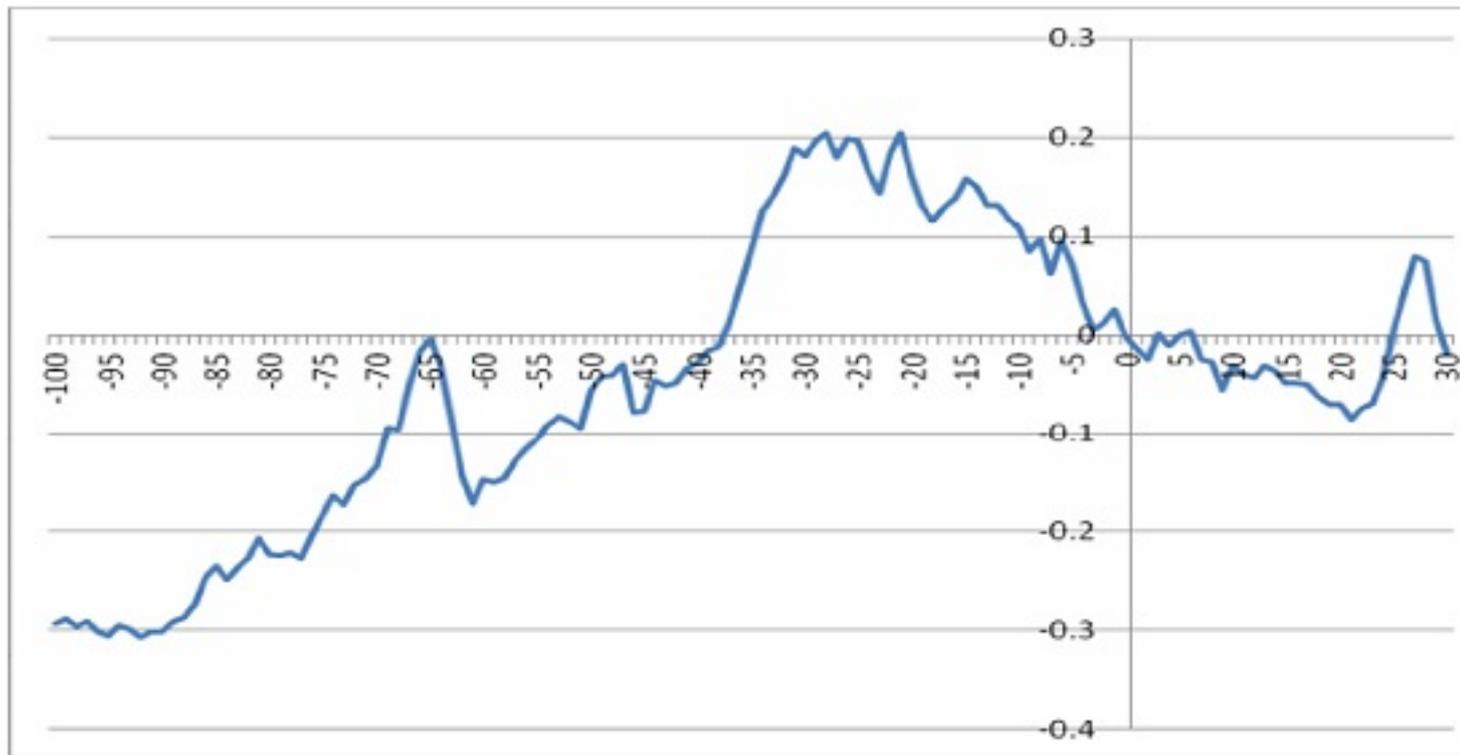
Per tentare di capire se un cambiamento del rating di un emittente informi o meno il mercato, ho condotto un *event study* relativo ai *downgrades* (revisioni al ribasso del rating). Come indicatore di mercato ho utilizzato gli spreads dei *Credit Default Swap*. I Cds sono una sorta di assicurazione contro il default di un emittente di debito; gli spread sono il prezzo che deve essere pagato per assicurarsi. Dal momento che gli spread crescono al deteriorarsi della qualità del credito, è possibile trarne delle probabilità implicite di default. **(3)**

Nel grafico sono riportati i risultati del confronto rating-probabilità di default. Il punto “0” rappresenta il giorno dell'abbassamento del rating. Se i rating contenessero informazioni nuove per i mercati, ci si aspetterebbe un aumento delle **probabilità di default** in seguito all'abbassamento. Invece raggiungono il valore massimo circa un mese prima del *downgrade*, mentre non reagiscono in alcun modo all'annuncio da parte delle agenzie. Questo indica che i rating non comunicano informazioni nuove al mercato, bensì reagiscono a cambiamenti già avvenuti nella percezione del rischio. **(4)**

Le agenzie sostengono che la loro funzione prioritaria è quella di stabilizzare i mercati: sarebbe per tale ragione che non reagiscono prontamente al variare della qualità del credito. Ma se consideriamo il recente declassamento della Grecia da parte di S&P, oppure il caso islandese dell'anno scorso, l'impressione è che i rating contribuiscano più all'**instabilità** dei mercati che alla stabilizzazione.

Se è così, le proposte di riforma dovrebbero tenere più conto di questa dimensione del problema e non solo del conflitto di interesse su cui si concentra generalmente l'attenzione.

**DOWNGRADES: media aggregata delle probabilità cumulate di default a 7 anni da 100 giorni lavorativi precedenti l'evento ai 30 giorni successivi**



(1) Descritte molto bene da Partnoy (1999, 2001).

(2) La finanza strutturata ha conosciuto una crescita esponenziale e in pochi anni è divenuta la prima fonte di reddito per le agenzie di rating. Nel 2007, il 52 per cento dei profitti di Fitch e il 35 per cento circa dei profitti di Moody's derivava dal rating di prodotti strutturati. Paul Krugman ha sostenuto che nel caso degli Mbs, la percentuale di titoli scesi al di sotto della soglia *investment grade* sale al 93 per cento ("Berating the raters", *New York Times*, 25 aprile 2010).

(3) Si veda l'articolo di Umberto Cherubini su *lavoce.info* del 30 aprile 2010. La metodologia da me utilizzata è stata sviluppata da Hull e White (2000) e Cherubini (2006).

(4) Ho utilizzato le serie storiche di *long-term rating*, *outlooks* e *review for up-downgrading* fornitemi da Fitch e Moody's. Il campione è costituito dalle 20 maggiori banche internazionali per capitalizzazione di mercato. Nella figura (1) riporto la media settimanale delle probabilità di default cumulate a sette anni per tutti gli eventi di *downgrade* presenti nel mio campione (26) nei giorni precedenti e seguenti l'evento.