

Guido Plutino

L'Europa e i Signori del rating: la sfida delle regole globali

E la nave non va. Tra l'ennesimo scandalo, questa volta partito dalla banca di investimenti Goldman Sachs e il rischio di default di interi debiti governativi – ultimo caso, per ora, la Grecia – i mercati finanziari stentano a riprendere una parvenza di normalità¹. La grande crisi originata dai mutui subprime non è ancora del tutto alle spalle e molte questioni restano aperte, a cominciare dalla ricostruzione di un clima di fiducia. *Lato sensu*: dunque fiducia nei protagonisti privati del mercato, ma anche nei soggetti pubblici che legiferano, in quelli che

vigilano, in quelli che per mestiere valutano ciò che viene offerto agli investitori, e via elencando. Nell'ambito, estremamente delicato, dei giudizi espressi su stati, aziende e prodotti finanziari, non essendo stato inventato nulla di nuovo, strumenti e soggetti che li propongono sono i medesimi pre-crisi. A cominciare dalle agenzie di rating, che ormai da tempo siedono sullo scomodo banco degli imputati².

² Ai rating, e alle agenzie che li emettono, è stato assegnato il ruolo del cattivo. Ma in realtà esiste anche un rating "buono", o più precisamente un giudizio emesso da particolari agenzie che non riguarda il cosiddetto "merito di credito". Il "rating etico" concerne infatti aspetti ed elementi non finanziari, come – per esempio – impatto ambientale, responsabilità sociale, governance e così via. Il rating etico viene formulato da agenzie specializzate su imprese quotate, ma anche su stati. Non sempre i risultati sono resi disponibili al pubblico indistinto. Una delle più note agenzie di rating etici è la Standard Ethics Aei, con sede a Bruxelles, che pubblica annualmente i rating etici dei paesi aderenti all'Ocse (<http://www.agenziaeuropea.it/index.php>). La scala dei giudizi varia da un massimo di "tripla E" al minimo di "E-".

¹ In aprile l'agenzia di rating Standard & Poor's ha prima tagliato il rating di Portogallo e Grecia, e ha poi adottato un provvedimento analogo per il merito di credito della Spagna, ridotto da AA+ ad AA. L'agenzia di rating Moody's ha invece confermato ad AA1 il rating sul debito pubblico a lungo termine dell'Irlanda, esprimendo comunque un outlook negativo sullo stesso debito. Infine, all'inizio di maggio, la stessa Moody's ha espresso timori di un possibile "contagio" in altri paesi, tra cui l'Italia. In una sola seduta, il 6 maggio, Piazza Affari ha perso 17 miliardi di euro di capitalizzazione.

N. 186 - MAY 2010

Abstract

The "perfect storm" that broke out from late April to early May – with its epicentre in Athens but with worldwide spread – did not hit the financial markets alone. It also upset the prescriptive apparatus of the European Union and the rest of the world. And, almost three years on from the great economic and financial crisis originating from subprime mortgages, it has confirmed that many problems are still unresolved. The first being the independence and reliability of the credit rating agencies. The new EU regulations on the subject – which will come into full force at the end of the year – are groundbreaking. But however well-structured local regulations may be, they cannot resolve a global problem or fight increasingly aggressive speculation effectively. Therefore, achieving a single approach is the real challenge on the agenda for the next G-20 and Financial Stability Board meetings. Not to mention the opportunity provided by the debate on Global Legal Standards, which is materializing at last.

But time is the real scarce resource. The burgeoning of financial crises (and steady increase in their seriousness) calls for a quality leap, not only in the resources fielded to fight a speculation so strong that it corners entire geographical regions, but also in the speed of the decision-making mechanisms necessary to approve prescriptive and regulation updates. If these mechanisms are not oiled adequately we will run the risk of the new European regulations being outdated right from the start.

Guido Plutino is finance journalist.

*The opinions expressed herein are strictly personal and do not necessarily reflect the position of ISPI.

Il principale nodo da sciogliere riguarda i conflitti di interesse tra controllati, controllori e investitori. La *conditio sine qua non* per accrescere l'affidabilità dei rating è infatti l'indipendenza, ma le agenzie di rating sono soggetti privati che, ovviamente anche loro, per stare sul mercato debbono a portare a casa *fees* e commissioni, pagate da chi è, è stato, o sarà oggetto di rating. In altri termini, la contraddizione è evidente: le agenzie di rating sono soggetti privati che operano secondo logiche di mercato, ma svolgono un compito di pubblica utilità. Insomma, sembrano una creatura mitologica come l'ircocervo (ma probabilmente anche come l'idea d'indipendenza assoluta).

Come nasce il rating

La questione non è aggirabile e va risolta in fretta perché il rating si colloca al centro del funzionamento dei mercati finanziari. E infatti, già dalla laboriosa procedura di nascita si capisce quanto importante e delicato sia il rating per tutti i soggetti che abitano il mondo degli investimenti, dallo stato sovrano al piccolo risparmiatore. Il primo passo spetta a chi desidera ricevere un giudizio. Questo soggetto, pubblico o privato, deve infatti presentare richiesta alle agenzie specializzate (il settore è un oligopolio controllato da 3 giganti, Standard & Poor's, Moodys e Fitch) che offrono questo servizio a pagamento. Assegnato l'incarico, colui che

deve essere sottoposto a rating collabora con l'analista addetto fornendo dati, chiarimenti e approfondimenti. Al termine del procedimento, l'analista esprime la sua valutazione. Essa tuttavia ha valore preliminare: deve di fatto passare al vaglio di un organismo collegiale, che vota a maggioranza il rating da assegnare al soggetto in esame. Questo ha ancora vigore di proposta: il giudizio così definito viene infatti comunicato dall'agenzia al soggetto richiedente che può accettarlo, oppure proporre un supplemento di analisi fornendo nuovi elementi. In tal caso il comitato che ha votato il giudizio può decidere (ma non è obbligato) di riesaminare il caso e modificare il rating.

A questo punto l'istituzione che ha sollecitato il rating può chiedere che il giudizio espresso dall'agenzia non venga diffuso pubblicamente, ma resti riservato. Se non lo fa, il rating viene comunicato al mercato, l'agenzia avvia una verifica costante della situazione e, nel caso sia necessario, decide *upgrading* e *downgrading* del giudizio.

Una procedura condivisa dal primo all'ultimo passo, dunque, che dovrebbe condurre a un risultato preciso e informato. Ma anche una specie di "cogestione del giudizio" che, probabilmente, finisce in molti casi con l'inficiare in radice l'obiettività. Troppi, e troppo rilevanti, gli interessi in gioco – tra l'altro spesso divergenti – perché sia possibile giungere a una composizione.

Come se questo non bastasse, al *cahier des doléances* si aggiunge poi un'altra, non meno rilevante, questione di metodo. Il "giudizio" delle agenzie dovrebbe infatti essere prospettico, guardare avanti fornendo interpretazioni del futuro e una previsione affidabile.

Il caso-Grecia (e altri) ha invece mostrato una connotazione diversa. La bocciatura dei conti di Atene è infatti arrivata "a babbo morto", quando cioè la gravità della situazione era già nota e incorporata nei prezzi e nei rendimenti dei titoli di stato. L'intervento delle agenzie è stato quantomeno inopportuno (anche perché è arrivato a mercati aperti). Ma c'è chi si è spinto oltre parlando – autorevolmente – di procedimenti di dubbia correttezza.

All'indomani dell'intervento sulla Grecia – il 30 aprile scorso – Lorenzo Bini Smaghi, membro dell'esecutivo della Bce, ha infatti rilasciato da Berlino questa dichiarazione: «Le agenzie di rating non dispongono di dati segreti sulla situazione degli stati, tutti i dati sono disponibili. Si tratta solo di analizzarli e formare un proprio giudizio. Ma arrivare a conclusioni su un programma che non si conosce (quello messo a punto dall'Fmi per evitare il default di Atene, ndr) è al limite della *good practice* etica e porterà a una perdita di credibilità per queste agenzie». E qui si torna alla questione nodale della fiducia.

Opinioni sopravvalutate

Ma – fiducia a parte – c'è dell'altro. C'è il fatto che sui rating non tutti gli investitori hanno le idee chiare ed è dunque fondamentale capire bene caratteristiche e limiti. Buono o cattivo, indipendente o viziato all'origine, il rating non è una certificazione. Per autorevole e informato che sia, è solo un giudizio, cioè un'opinione, anche se documentata e sostenuta da evidenze di bilancio. Il pericoloso equivoco è stato spesso alimentato da tecniche di vendita di intermediari senza scrupoli («compri tranquillo questo titolo, è sicuro perché ha rating tripla A»).

In realtà le agenzie possono sbagliare e la cronaca dimostra che lo fanno abbastanza spesso. Il caso dei titoli tossici costruiti sui mutui subprime e giudicati "affidabili" non è isolato. Guardando indietro, basta pensare alla Enron, la multinazionale Usa dell'energia definita "solida" a 96 ore da un fallimento che ha travolto soci di minoranza, banche e risparmiatori, avvenuto nel 2001.

In un comunicato sulle lezioni della crisi finanziaria del 19 aprile scorso, la stessa Banca centrale europea ha puntualizzato che operatori e istituzioni «dovrebbero fare meno affidamento sulle valutazioni delle agenzie di rating nel giudicare il rischio di credito di controparti chiave». E ha poi calato il carico da novanta: «Durante la crisi le agenzie di rating non si sono dimostrate una fonte di

informazione soddisfacente, in base alla quale valutare e reagire a un default potenziale, ad esempio in caso di declassamento di un'istituzione finanziaria. Affidarsi esclusivamente alle agenzie di rating – scrive ancora la Bce – non è raccomandabile, in quanto le agenzie potrebbero modificare troppo tardi il rating sull'affidabilità creditizia di una controparte chiave».

Rating criticati, dunque, ma anche molto ascoltati, talora addirittura sopravvalutati. Sono gli investitori meno avveduti – e quindi più indifesi – a mostrare un approccio eccessivamente fideistico, dal quale ci si può difendere solo grazie a una consapevolezza più informata.

La stessa Commissione europea ha pronunciato giudizi pesanti: «Le agenzie di rating del credito hanno contribuito significativamente a creare gli attuali problemi dei mercati finanziari. Esse hanno chiaramente sottovalutato il rischio che gli emittenti di alcuni strumenti finanziari complessi non potessero onorare i loro debiti. Poiché queste agenzie hanno attribuito i rating migliori a molti di questi strumenti complessi, alcuni investitori inesperti si sono sentiti incoraggiati a comperarli. Inoltre, le agenzie di rating hanno tardato a evidenziare nelle loro valutazioni il deterioramento del mercato»³.

³ La posizione è stata espressa in diversi documenti ufficiali. Si veda, per esempio, la "Nota di sintesi per i cittadini" che illustra la nuova normativa Ue sull'emissione di rating del credito (<http://ec.europa.eu/inter->

Il nuovo regolamento della Ue

Parole dure, che aiutano a capire lo spirito delle nuove regole dell'Unione europea. Le norme sono state varate alla fine dell'anno scorso. Il testo di riferimento è il "Regolamento CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito" – Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L302 del 17 novembre 2009⁴. Il regolamento è entrato in vigore venti giorni dopo la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale, ma la data da tenere d'occhio è il prossimo 7 giugno, giorno a partire dal quale le agenzie di rating potranno presentare domanda di registrazione al Cesr (il Comitato delle autorità europee di regolamentazione e di vigilanza dei valori mobiliari), condizione obbligatoria per operare nella Comunità⁵.

Si tenga conto che per tradurre effettivamente in pratica i nuovi dettati normativi occorreranno ancora alcuni mesi, necessari affinché i singoli stati mettano a punto i regolamenti attuativi e attrezzino le strutture di vigilanza nominando i supervisori nazionali che faranno parte del Cesr. Per fare que-

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/agency_s/cs_it.pdf.

⁴ Per consultazione del testo: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/agencies/index_fr.htm.

⁵ Le agenzie di rating già operanti nella Comunità prima del 7 giugno 2010 hanno tempo di presentare la domanda fino al 7 settembre 2010.

sto c'è tempo fino a dicembre.

Vediamo ora i punti qualificanti del nuovo quadro di riferimento europeo. Gli obblighi previsti per le agenzie di rating sono numerosi: non possono offrire servizi di consulenza; devono rendere pubbliche le metodologie di valutazione (finora gelosamente custodite come know-how aziendale); non sono autorizzate a valutare strumenti sui quali non siano in possesso di adeguate informazioni, hanno l'obbligo di identificare i rating su prodotti complessi con appositi simboli e sono tenute a pubblicare una dettagliata relazione annuale sulla trasparenza.

Inoltre il regolamento della Ue interviene direttamente su organizzazione e governance: viene richiesto un sistema di controllo interno per la qualità delle valutazioni e si impone la presenza di almeno due consiglieri indipendenti nei consigli di amministrazione. La retribuzione degli amministratori indipendenti non deve essere legata ai risultati economici dell'agenzia.

Un fardello certo non leggero, approvato all'unanimità dal Consiglio Ue, che come prevedibile ha suscitato preoccupazione tra i protagonisti del settore. In particolare, le agenzie di rating lamentano asimmetrie delle regole tra le diverse aree geografiche, poco consone a un mercato globale. «Le politiche statunitensi – ha precisato infatti Nicola Brutti,

docente presso l'Università di Salerno, in un'analisi realizzata per «Bancaria» – sembrano meno incisive, nonostante il Credit Rating Agency Reform Act del 2006 abbia introdotto una disciplina giuridica per la registrazione delle Nationally recognized statistical rating organizations»⁶.

Regole locali, problema globale

L'esigenza di regole globali come il mercato è sentita da tutte le parti coinvolte e rappresenta con ogni probabilità il prossimo passaggio da compiere. Lo ha autorevolmente confermato il presidente della Banca centrale europea, Jean-Claude Trichet: «La questione delle agenzie e dei loro potenziali conflitti d'interesse è un tema globale che richiede risposte globali, non solo dell'area euro. Se ne discuterà nel G-20 e nel Financial Stability Board. Quella delle agenzie di rating è una delle aree in cui si possono individuare elementi di pro ciclicità»⁷.

Sembra così in parte superata l'ipotesi, avanzata dal Cancelliere tedesco Angela Merkel e circolata tra esperti ed esponenti delle istituzioni, di istituire – forse in capo alla

Banca centrale europea, che ha però manifestato la sua contrarietà – un'agenzia di rating europea in modo da spezzare il monopolio delle tre oligopoliste private⁸. Questa ipotesi, peraltro, ha raccolto consensi ma anche molte critiche. Infatti, nel caso delle valutazioni di debiti sovrani, il rischio principale che evidenzia una tale soluzione è quello di sostituire un rating troppo influenzabile da interessi di mercato con un giudizio sensibile alle ragioni di stato, esposto a negoziati politici, frutto di mediazioni con i singoli governi. Queste potrebbero semplicemente prendere il posto delle trattative con le società e le istituzioni che oggi pagano le commissioni alle agenzie di rating. Se fosse così, in termini di libertà di giudizio cambierebbe poco o nulla. Tirare la giacchetta degli analisti dalla parte degli interessi di mercato, oppure da quella delle pressioni politiche non sposta la questione di un millimetro e neppure fa compiere passi avanti sulla via delle garanzie d'indipendenza e terzietà. Dunque non aiuta a recuperare fiducia.

Tra i punti critici della situazione attuale, inoltre, figura la mancata sincronizzazione

⁶ *The european regulation on credit agencies*, in «Bancaria», n. 1, 2010.

⁷ La dichiarazione è stata resa da Trichet al termine del Consiglio direttivo della Bce del 6 maggio 2010. In quella sede, nonostante l'emergenza della Grecia, non sono state assunte misure straordinarie e i tassi d'interesse dell'Eurozona sono stati confermati all'1%.

⁸ In realtà dell'agenzia di rating europea si parla, a intermittenza, da anni. Nelle ultime settimane è stata riportata alla ribalta dal quotidiano finanziario «Handesblatt» (il 3 marzo). Il 30 aprile, il ministro delle Finanze tedesco, Wolfgang Schäuble, ha però raffreddato gli entusiasmi definendola «un sogno nel cassetto».

su scala mondiale del sistema sanzionatorio. In Europa, poi, la questione è ancora più seria. Come abbiamo visto, c'è un articolato sistema delle regole, ma manca al momento un credibile apparato sanzionatorio per chi non le rispetta. Si sta provvedendo a colmare la lacuna, ma il ritardo e la laboriosità dell'agenda politica mostrano in modo incontrovertibile la differenza di velocità tra aggiornamento delle regole ed evoluzione delle crisi. L'implementazione delle nuove norme stenta a tenere il ritmo della successione di emergenze, ma anche dei semplici "incidenti di percorso" che in fondo fanno parte della normale dinamica dei mercati, con il risultato che il regolamento dell'Ue rischia di nascere già vecchio.

Ne sono consapevoli gli stessi promotori, che all'indomani della bufera scatenata dalla crisi della Grecia hanno preannunciato nuove possibili misure. Durante un'audizione all'Europarlamento, il 4 maggio scorso, il commissario Ue ai servizi finanziari, Michel Barnier, lo ha fatto capire chiaramente. Parlando delle regole che entreranno in vigore a fine anno, Barnier ha detto: «Credo che sarà necessario andare più lontano, soprattutto per quanto riguarda l'impatto dei rating sull'insieme dei sistemi finanziari e delle economie. Faremo una valutazione molto rapida per vedere se le nuove norme sono effettivamente sufficienti». E ha poi aggiunto:

«Non ne sono tanto sicuro», aprendo così la strada a un ulteriore giro di vite.

Conclusioni

In ogni caso, anche senza nuovi interventi, in materia di rating il regolamento approvato dall'Ue nel settembre 2009 rappresenta già una *best practice* nel mondo. Occorre tuttavia accrescerne l'efficacia realizzando rapidamente diversi passi importanti.

1) La prima lacuna da colmare riguarda la creazione di un adeguato sistema sanzionatorio per chi non rispetta il dettato delle regole. Questo rappresenta infatti il tallone di Achille delle regolamentazioni attuali, non solo in Europa. La gamma di sanzioni deve prevedere pene pecuniarie, fino ad arrivare alla sospensione dall'attività. Ma senza escludere – nei casi più gravi – profili di carattere penale.

2) Non basta avere regole e punizioni, anche severe, per chi non le rispetta. Serve anche uno "sceriffo" in grado di applicare la legge e svolgere attività di sorveglianza e prevenzione. Le capacità tecniche sono già disponibili (per esempio all'interno della Bce, delle singole Banche centrali e delle Consob nazionali). Sono però disperse e manca un efficace assetto organizzativo, al riparo da influenze esterne sia di soggetti privati, sia di natura politica e in grado di agire con rapidità.

3) Occorre dare, da subito, un respiro globale all'approc-

cio metodologico e normativo sul tema del rating nei mercati finanziari. L'occasione c'è ed è rappresentata dalla definizione dei "global legal standard", all'interno dei quali va ricavato uno spazio per questo item⁹. Il tema è anche all'attenzione del G-20 e del Financial Stability Board, ma ora serve un'accelerazione. La strada della risposta globale a un problema globale è l'unica percorribile per evitare arbitraggi legali, con operatori e attività che si spostano come le palline di un flipper, alla perenne ricerca dei paesi con gli assetti normativi più lacunosi o meno trasparenti.

4) La moltiplicazione delle fasi di crisi dei mercati finanziari (e l'aumento della loro gravità) ha ormai dimostrato chiaramente l'importanza di un'adeguata formazione degli investitori privati. Tocca ai singoli governi intervenire con adeguati programmi di educazione finanziaria già durante l'istruzione scolastica. All'Ue spetta invece svolgere un'importante opera di regia. È necessario incentivare gli sforzi dei paesi

⁹ Proprio in queste settimane il tema dei *Global legal standard* sta finalmente uscendo dalla fase di analisi preliminare. Il 4 maggio, a Roma, il ministro dell'Economia, Giulio Tremonti, e il segretario generale dell'Ocse, Angel Gurría, hanno presentato un primo "documento di programma". Il passo successivo prevede, d'intesa con i governi di 30 paesi, la definizione di una road map per i diversi strumenti giuridici da mettere a punto. Ancora una volta, il rischio da evitare è quello di un eccessivo allungamento dei tempi.

membri fissando obiettivi ragionevoli da raggiungere nel breve e nel medio termine. L'attenzione concentrata sulle giovani generazioni non esclude che vengano dedicate risorse anche alla formazione economica e finanziaria degli adulti. Si noti, per inciso, che Bruxelles ha già definito progetti e programmi per la formazione permanente della popolazione adulta, che potrebbero utilmente ospitare anche questi temi.

5) Occorre infine dare un seguito ai primi passi compiuti sul terreno della chiarezza nelle comunicazioni scritte tra intermediari e clienti. Finora gli sforzi normativi si sono concentrati in particolare su alcuni prodotti e servizi di base (come conto corrente, prestiti personali, conto titoli e così via). Ora si tratta di spingersi su nuovi terreni, come la conoscenza del funzionamento dei mercati finanziari, dei livelli di rischio delle diverse *asset class*, delle regole e dei diritti.

Ciò perché leggi e sceriffi ci vogliono. Ma autodifesa e consapevolezza restano le armi migliori per far crescere un mercato sano.

La ricerca ISPI analizza le dinamiche politiche, strategiche ed economiche del sistema internazionale con il duplice obiettivo di informare e di orientare le scelte di policy.

I risultati della ricerca vengono divulgati attraverso pubblicazioni ed eventi, focalizzati su tematiche di particolare interesse per l'Italia e le sue relazioni internazionali e articolati in:

**Programma Africa
Programma Caucaso e Asia Centrale
Programma Europa
Programma Mediterraneo e Medio Oriente
Programma Russia e Vicini Orientali
Programma Sicurezza e Studi Strategici**

**Progetto Argentina
Progetto Asia Meridionale
Progetto Cina e Asia Orientale
Progetto Diritti Umani
Progetto Disarmo
Progetto Emergenze e Affari Umanitari
Progetto Internazionalizzazione della Pubblica Amministrazione**

**ISPI
Palazzo Clerici
Via Clerici, 5
I - 20121 Milano
www.ispionline.it**

**Per informazioni:
ispi.policybrief@ispionline.it
ispi.policybrief1@ispionline.it**

© ISPI 2010