

Il titolo del convegno

- Il mito
 - avvolte nel mistero, non regolate, ma influenti
- La realtà
 - lo studio dagli inizi degli anni '90
- Le narrazioni
 - attori indispensabili e utili del mercato finanziario per ridurre le asimmetrie informative oppure
 - i responsabili della/e crisi, cioè gli «untori»

Rating on my mind

- rating di legalità delle imprese (art. 5-ter, d.l. 24.1.2012 n. 1 conv. In l. 24.3.2012 n. 27)
- rating delle pubblicazioni scientifiche
- Rating24
- Il rating della scuola (Repubblica 3.10.2012)
- Il rating dell'involucro edilizio

Al di là delle narrazioni e della moda

- Sono solo opinioni: The world's shortest editorial
- Eurobarometer (primavera 2012)
 - sa cos'è? UE 27%; Italia 12%
 - la colpa è loro! UE 65%; Italia 72%
- “elemento di destabilizzazione dei mercati ... aggressore dell'Italia”
- “abbiamo fatto i compiti, ma ...”
 - togliere immediatamente ogni valore regolamentare ai rating
 - vietare i rating non sollecitati (o gli outlook) sugli Stati sovrani
 - imporre draconiane regole di responsabilità civile
 - fissare imperativamente le quote di mercato

Insomma ...

“Explanations exist; they have existed for all time; there is always a well-known solution to every human problem — neat, plausible, and **wrong**” (Mencken)

Che cosa è il rating

- valutazione previsionale da parte di un soggetto specializzato sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche uno stato) di soddisfare regolarmente i propri debiti (oppure una particolare categoria di debiti: p.e. una certa emissione obbligazionaria)
- Il rating non è
 - una raccomandazione a sottoscrivere, acquistare, vendere
 - una valutazione di convenienza
 - un voto basato sulla conformità a determinati standard (certificazioni, giudizi sui bilanci, voti scolastici, gusti gastronomici e artistici)

I caratteri originali del rating

1. Opinione sul rischio di credito di obbligazioni e in generale dei loro emittenti,
2. da parte di un soggetto specializzato e sulla base dei dati disponibili,
3. distribuito in abbonamento a pagamento ai potenziali investitori,
4. che pagano per avere un'opinione accurata
5. la quale non ha alcun rilievo legale;
6. viene considerata un'opinione, analoga a quelle dei giornalisti, come tale protetta dal 1° emendamento.
7. L'incentivo a mantenere la reputazione è sufficiente per assicurare la qualità
8. nonostante, per sua natura, il mercato sia assai concentrato (per molto tempo duopolio)

Un problema di fondo: la prociclicità

- Il rating si basa sulle informazioni disponibili
 - solo pubbliche (di regola, unsolicited)
 - anche private (di regola, solicited)
- ma è esso stesso un'informazione alla quale i mercati reagiscono (almeno in teoria: v. downgrade USA da parte di S&P nel 2011 e slide finale)

Alle origini rilevante per ...

- investitori
- emittenti
 - relazione inversa tra livello del rating e costo del finanziamento
- anche nei rapporti con terzi o fra terzi
 - limite nei regolamenti degli OICVM
 - trigger event per covenants in contratti di finanziamento

Un grande successo

Accostando John Moody a Giorgione:

“il successo che solamente conseguono quelle produzioni le quali, nello stesso istante, chiariscono in noi il senso di un bisogno e lo soddisfanno” (Berenson, I pittori italiani del rinascimento)

L'evoluzione (1)

- negli anni '30 comincia l'uso regolamentare del rating, che esplode a metà degli anni '70 (nonostante CRA valutino solo il rischio di credito e non altri rischi: p.e. mercato, liquidità)
- i rating diventano la base per valutare la solidità degli attivi degli intermediari professionali (nonostante misuri solo il rischio di credito) e, in certi casi, per determinare cosa può essere sottoscritto / acquistato
- La CRA diventano dispensation givers, vendono regulatory licenses

L'evoluzione (2)

1. nei '70 cambia anche il modello di business:
diventa issuers pay
2. ma altri aspetti restano eguali:
 - a) nessuna regolamentazione
 - b) no responsabilità civile
 - c) oligopolio (dagli anni '70 «protetto» dalla SEC)

... fino a Enron

- si comincia a studiare e a comprendere i problemi (almeno a partire dalla crisi delle tigri asiatiche negli anni '90)
- ma i regolatori restano inerti
- Solo dopo Enron, ma con calma:
 - avvio delle iniziative che in USA portano al CRARA nel 2006
 - codice di condotta della IOSCO (2004)
 - in Europa si continua a dire che non c'è bisogno di intervenire in alcun modo

Nel frattempo

- il valore regolamentare continua ad aumentare
 - Congresso USA (dal 1984)
 - altre amministrazioni
 - Basilea 2

La finanza strutturata: It don't mean a thing if it ain't got that ... rating

- le operazioni di finanza strutturata sono rating driven (il motivo stesso per cui certe operazioni vengono effettuate)
- Le cartolarizzazioni: bundling & slicing
- A fine 2007: degli 1,2 trilioni di dollari di mutui sub-prime il 75% era stato cartolarizzato e l'80% aveva avuto l'AAA (solo il 2% era non investment grade). In totale il 60% dei mutui sub-prime era divenuto AAA (IFM aprile 2008)

Cui prodest? Omnibus (nel breve periodo)

- Non solo le agenzie di rating che diventano galline dalla uova d'oro, ma anche (esemplificando dai mutui sub-prime):
- le banche, che prestano (originate) e poi cedono (distribute) i crediti al mercato
- i managers, che migliorano e rendono più celeri le performances su cui vengono calcolati i loro bonus
- i mutuatari, che ottengono credito anche se non hanno i requisiti normalmente richiesti (NINJA)
- le banche d'affari, che ricavano laute commissioni dalla moderna alchimia
- i sottoscrittori /investitori (per gran parte operatori professionali), che hanno titoli a buon rendimento con etichetta AAA
 - non solo: se due banche originators si scambiano titoli strutturati, entrambe ci guadagnano in termini di patrimonio di vigilanza
- I politici che sbandierano la ownership society (poi diventa la on your own society)

Take the AAA train (rating)

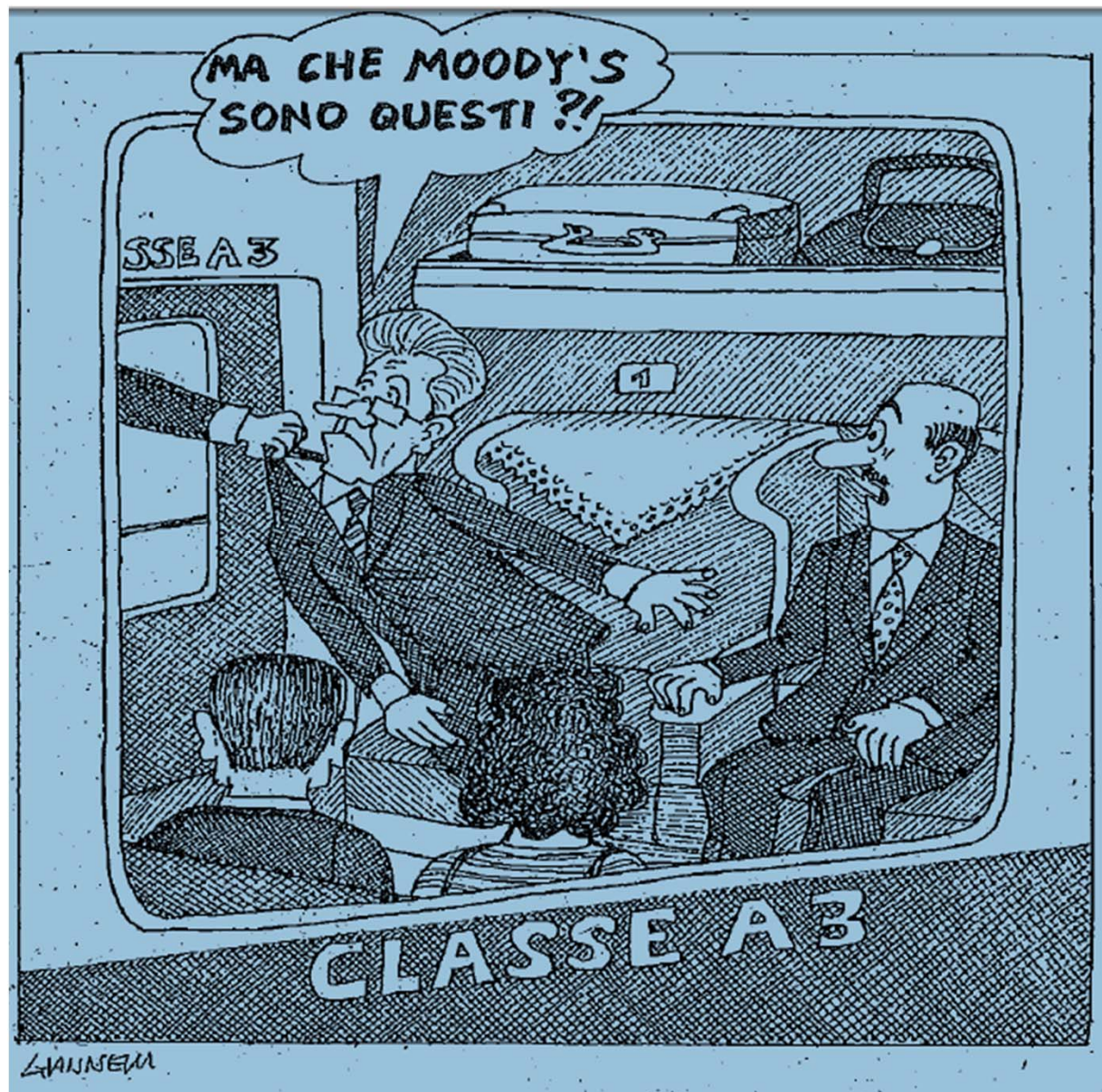
- Esplodono lavoro e utili delle agenzie, ma anche la necessità di risorse: non c'è personale specializzato adeguato
- Operazioni finanziarie nuove, poca esperienza, metodologia scarsa, riferimento a quella delle obbligazioni (p.e. no due diligence e affidamento sui dati forniti dall'issuer: GIGO)
- la sopravvalutazione dei modelli matematici: il rischio di modelli non corretti (il profilo sistemico), le serie storiche inadeguate (il cigno nero)
- Conflitto di interessi ben più grave del tradizionale perché il numero degli operatori su scala mondiale è assai ridotto
 - Consulenza preventiva su come strutturare le operazioni (valutazione di se stessi)
 - e il rating shopping
- Opacità delle securities che rende impossibile il controllo tramite unsolicited ratings e da parte del mercato; in sostanza over-reliance al massimo grado.
- Poi si scopriranno anche dolo e corruzione (inchiesta SEC del luglio 2008 sulla base dei poteri assegnati dal CRARA)

La bolla scoppia

- Il 90% dei titoli AAA emessi nel 2006 e 2007 è stato declassato a livello junk; prima AAA avevano meno di un 1% di probabilità di default (Commissione Levin, aprile 2011)
- Moody's nel 2006 elargiva 30 AAA per ogni giorno lavorativo a SFP; successivamente l'83% di questi rating ha subito un downgrade, il 73% a livello di junk bonds (Commissione Angelides, gennaio 2011)

La seconda crisi

- Dalle banche agli Stati sovrani
- La difficoltà di valutare gli Stati sovrani
 - sempre creditworthiness , ma con diversa gradazione di ability and **willingness** to pay
 - il mismatch tra rating e salvataggi: sempre la prociclicità
 - gli errori delle agenzie (USA, Francia, Italia)
- ma, attenzione alle teorie del complotto,
 - don't shoot the messenger (House of Lords, luglio 2011)



Un binomio da rompere

- A. Valore regolamentare del rating (o meglio automatismi sia nella regolazione pubblica sia nella contrattazione privata sia, in Italia, nelle decisioni dei giudici)
- B. Assenza di disciplina (e di responsabilità civile)
 - Due esempi del passato:
 - i fondi monetari USA possono acquistare solo obbligazioni investment grade, ma agenzia (non registrata né sorvegliata) decide autonomamente cosa è investment grade: decide la scala e il suo significato, decide la metodologia, procede direttamente alla valutazione in concreto
 - Nonostante il modello issuers pay, nessun limite (neppure di mera disclosure) per allontanare il rischio che rating sia inquinato da conflitto di interessi

Ritorno alle origini?

- Togliere valore regolamentare?
 - Basilea 2 e 3
 - regolamentazione finanziaria in generale (v. il caso della rule 436g)
 - Art. 8 d.l. 201/2011 salvataggio per garanzia di stato alle obbligazioni bancarie)
 - In effetti, con cosa possono essere sostituiti?
 - Financial Stability Board (ottobre 2010) prende atto di hardwiring e raccomanda gradualità
 - il problema è più quello degli automatismi e dell'esclusività che non quello del valore regolamentare in sé (v. BCE)
- E poi, per tornare veramente alle origini, occorrerebbe vietare il modello issuers pay (al quale è legata l'insufficienza della sanzione reputazionale) ...
- e resterebbe sempre il problema dell'oligopolio

Quindi...

- Regolare oggi è necessario, quanto meno per il periodo necessario a eliminare / ridurre la over-reliance e, comunque, per agevolare modelli alternativi di business e una maggiore apertura del mercato
- Il problema diventa
 - **come regolare**
 - **cosa regolare**

Come regolare?

- Livello internazionale (FSB)
- Limitandoci a giurisdizioni maggiori:
 - Staffetta virtuosa, anche se non sufficientemente tempestiva, tra
 - CRARA 2006
 - UE reg 2009 e 2011 (avallo ed equivalenza)
 - Dodd Frank Act 2010 (governance, consulenza, disclosure, metodologie)
 - UE nuovo reg in divenire (dicembre 2012?)
- Il lavoro di CESR (2010) ed ESMA (2012)
- Ancora differenze (p.e. barriere all'ingresso in USA; forse invasività in UE)

Elasticità della regolazione

- USA
 - CRARA 2006 aggiornato nel 2010
 - Rules SEC da 17g1 a 17g-7
 - Office of credit ratings
- UE
 - Regolamento 2009/2011
 - Gi allegati al regolamento (tra cui requisiti organizzativi e operativi) possono essere modificati dalla commissione con atti delegati
 - Regolamenti di secondo livello del marzo 2012 (da 446 a 449)
 - ESMA

Cosa regolare?

- Obiettivo finale: qualità del rating per migliorare l'efficienza dei mercati e la protezione degli investitori
 - concorrenza
 - indipendenza
 - responsabilità
 - trasparenza
- Ma questi fini intermedi spesso presentano dark sides e/o sono in reciproco trade-off
- Anzi: la stessa regolazione/registrazione in sé è in contraddizione con lo scopo ultimo di ridurre la over-reliance dai rating

Concorrenza (1)

- il rischio della race to the bottom (minor accuratezza, rating shopping). In ogni caso
- non basta togliere barriere legali all'ingresso
 - In USA dopo il CRARA sono diventate 10 (poi 9), ma il mercato resta concentratissimo (HHI 3472; HHI inverso 2,88; cambia, ma di poco, da settore a settore)
 - in UE 3 gruppi, una medium size, le altre (14) sono tutte small-sized entities con meno di 50 dipendenti
 - barriere economiche:
 - reputazione
 - economie di scala
 - dati storici
 - diffusione nel mondo
 - vincoli contrattuali
- è inopportuno agire coattivamente sulla struttura del mercato

Concorrenza (2)

- Azioni positive necessarie
 - impedire cross-ownership (Capital World Investment è il primo azionista di S&P (McGraw-Hill) e il secondo di Moody's) e interlocking directorates anche indiretto
 - rendere pubbliche le informazioni soprattutto sugli SFP per consentire unsolicited rating (v. eliminazione reg. FD ed equal access rule per SFP)
- impedire tying contracts
- favorire sistemi di selezione/remunerazione che non solo rafforzino la concorrenza, ma incentivino la qualità
- favorire la comparabilità
 - disclosure delle performance (CEREP)
 - Scala comune? (v. EURIX e SEC settembre 2012 su standardizzazione)
 - Diversità di significati vs. stimolo all'innovazione e alla competizione
 - Inopportunità che l'ente di sorveglianza dia la pagella
- favorire small CRA (principio di proporzionalità: ma attenzione al caso Egan Jones e v. esiti indagine SEC 9/2011)

Indipendenza e modello di business

- In issuer pays il conflitto di interessi è fisiologico; ma il conflitto può esserci anche in altri modelli.
 - P.e. in investor pays ci può essere interesse a non dovere vendere «male»
 - Il modello issuer pays ha una sua efficienza come è dimostrato dalla storia e dal fatto che delle tre (nuove) agenzie USA che all'epoca della registrazione erano investor paid due stanno passando all'issuer paid (e la terza, che ha cinque analisti in tutto, è sotto sanzione da parte della SEC)
 - dissemina le informazioni presso il pubblico
- Alternative
 - le principali sono investor pays, piattaforma (con stacco tra chi sceglie e chi paga: Franken Amendment), agenzia pubblica:
 - In USA il GAO ha esaminato ben sette modelli alternativi sulla base di un framework basato su sette parametri (independence, accountability, competition, transparency, feasibility, market acceptance and choice, oversight) e non è giunta a conclusioni univoche. La SEC non ancora emesso il suo report

Altri conflitti e terapie

- altri profili di conflitto (ricordando sempre maggiore delicatezza di SFP: p.e. informazioni su prerating)
 - consulenza
 - agenzia e analisti (remember John Duncan)
 - clienti partecipanti al capitale ovvero cross-ownership o interlocking directorates tra clienti e azionisti
- Possibili presidi (lista nera e lista grigia)
 - in generale manage and disclose
 - disclosure sui clienti più importanti (5% in UE) o limite di proventi da singolo cliente (10% in USA)
 - rotazione obbligatoria (nulla in USA; versione varie in UE)
 - delle agenzie
 - degli analisti
 - corporate governance (simile in USA ed UE)
 - chinese wall tra ramo analitico e ramo commerciale
 - determinazione dei compensi degli analisti
 - look back in caso di cambio di casacca degli analisti (UE e USA)

Responsabilità civile

- forse quello sempre riportato della libertà di stampa e di opinione è ormai un falso problema
 - non solo nel caso in cui la relazione è rivolta a un gruppo ristretto di investitori ,
 - ma anche quando è pubblica. Infatti si afferma che anche un'opinione può dar luogo a responsabilità if the speaker does not genuinely and reasonably believe it or it is without basis in fact (criteri della sentenza Abu Dhabi, corrispondenti a quelli italiani per la responsabilità da diffamazione: verità oggettiva o anche soltanto putativa purché frutto di un diligente lavoro di ricerca); ma v. Trib. Roma 17 gennaio 2012
- altrettanto un falso problema sembra essere quello della natura della responsabilità (v. Francia: art. L-544.5 cod. mon), fermo restando che non basta il default per rispondere (in Italia v. Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012), ma ci vuole un elemento soggettivo (negligenza o grave negligenza?)
- rafforzamento della responsabilità in USA:
 - 15E(m) SEA: “parificazione dei rating agli statements made by a registered public accounting firm or a securities analyst
 - Inoltre per quanto riguarda il pleading standard la sect. 21D(b)(2) SEA prevede ora che in relazione alle CRA sia sufficiente che l’attore indichi with particularity facts giving rise to a strong inference that the credit rating agency knowingly or recklessly failed— “(i) to conduct a reasonable investigation of the rated security with respect to the factual elements relied upon by its own methodology for evaluating credit risk; or “(ii) to obtain reasonable verification of such factual elements ... from other sources that the credit rating agency considered to be competent and that were independent of the issuer and underwriter.”

Responsabilità civile e sanzioni pubbliche

- Resta, prima ancora della quantificazione del danno, il problema della prova del **nesso di causalità**.
 - CRA3 (EP ed Econ): parziale inversione dell'onere della prova su CRA in ordine a violazione regolamento e impatto di violazione su rating (ma investitore deve provare impatto del rating su sua decisione; opzione diversa in versione Juris e in quella Council)
 - In Juris interessante uso di ESMA come CTU
- Più si facilita la prova sul nesso di causalità, più si va in controtendenza rispetto a riduzione della over-reliance.
 - Correttamente Council prevede, a carico dell'attore, la prova della reasonable reliance (e non esclusiva o meccanica)
 - forse occorre distinguere tra investitore retail e investitore professionale (giudizio sintetico e report analitico)
 - e bisogna chiedersi quale è il valore del rating nei giudizi tra soggetti terzi (intermediario e cliente risparmiatore)
- Altri argomenti contro la responsabilità civile:
 - tipicità dell'errore sistematico con danni non risarcibili
 - complicazioni procedurali (Cass. 8076/2012)
- in definitiva meglio sorveglianza ed enforcement pubblici
 - deterrenza ex ante
 - disegno articolato, procedurale e sostanziale, del sistema sanzionatorio nel regolamento

Riduzione della over-reliance

- rating è **una** fonte di informazione
 - Non deve essere l'unica, né deve essere seguita meccanicamente
 - Deve essere corretta
 - disclosure su presupposti (5 key assumptions) e metodologie (fermo restando il non intervento su substance, procedures, methodologies), che vanno periodicamente riviste
 - disclosure su due diligence o no e grado di soddisfazione nonché su limiti del rating (in casi estremi divieto)
 - chiara distinzione tra assets
 - timing e disclosure delle revisioni (data di riferimento e data di scadenza)
 - Motivazione dell'abbandono del rating
 - Se solicited o no; se rated entity ha partecipato o no
 - Simbolo aggiuntivo per SFP
-
- intervenire sulle previsioni contrattuali?

Tutela del mercato attraverso la rated entity

- modalità di annuncio e di presentazione (12h, 24h, 3d rule)
- riservatezza dei dati

In conclusione

