



Il rating

Alla ricerca della “terza via”

Francesco Vella

ALMA MATER STUDIORUM - UNIVERSITÀ DI BOLOGNA

IL PRESENTE MATERIALE È RISERVATO AL PERSONALE DELL'UNIVERSITÀ DI BOLOGNA E NON PUÒ ESSERE UTILIZZATO AI TERMINI DI LEGGE DA ALTRE PERSONE O PER FINI NON ISTITUZIONALI



La tesi

- I mercati hanno bisogno dei codici alfa numerici, comparabili e semplici, per ridurre le asimmetrie informative
- Un linguaggio diverso sarebbe troppo costoso e pregiudicherebbe i più deboli. Un nuovo linguaggio deve gradualmente entrare nelle abitudini comportamentali e bisogna trovare chi educa e incentiva all'uso della nuova lingua, essendo possibilmente più simpatico delle agenzie.
- Necessario trovare “terza via” (Ferri, Lacitignola 2009)



Dal 1931 al 2012: il dilemma

- **Inizio:** 1931, OCC introduce distinzione tra obbligazioni sopra BBB e sotto la soglia:
- eccesso di rilievo pubblicistico di una fonte privata (L. *Pianesi*, Riv. Trim , Dir. Pubbl., 2012) (F. Partnoy, 1999 ss.): agenzie: da venditori di informazioni a venditori di *regulatory licences* over-reliance
- **Fine** (provvisoria?) FSB, 2010- Dodd -Frank Act, Proposte Ce: regolamento. 15.11. 2011 CRA, direttiva OICVM, e Reg. del. n. 446,447,448 21/3/2012



Dal 1931 al 2012: Il dilemma

- Da un sovraffollamento dei riferimenti regolamentari al rating nei diversi settori
- Ad una *policy* di espulsione/responsabilizzazione *due diligence* degli attori di mercato (Presti, 2009, Parmeggiani, Sacco Ginevri, 2012, Palmieri, 2012).
- Nel contempo recupero della disciplina pubblicistica non solo del soggetto, ma anche dell'attività e cioè delle metodologie della produzione e rappresentazione dell'informazione Reg. Del. 446 ss. Competenze ESMA



Dal 1931 al 2012: Il dilemma

- Proposta CE: Il doppio binario(nuovo art. 5 *ter*): 1) dalle banche ai fondi di investimento “effettuano le proprie valutazioni e non si affidano esclusivamente o meccanicamente al rating di credito per le loro valutazioni; 2) Le Autorità di vigilanza non fanno riferimento ai rating “se rischiano di far sì che le stesse Autorità o i soggetti vigilati si affidino meccanicamente ai rating”.
- Esclusività e meccanicità



Dal 1931 al 2012: il dilemma

- I talebani del rating: Pareri della EESC del Parlamento Europeo del 21/6/ 2012 : Proibizione del rating per il debito sovrano, e del 31/7/2012: Espulsione di ogni riferimento automatico al rating in tutte le forme di regolamentazione, ma anche invalidità dei contratti tra privati.
- I pompieri del rating: Parere BCE 27/4/2012: Calma!!! I riferimenti regolamentari vanno eliminati solo se “siano individuate e possano essere attuate in modo sicuro alternative credibili”. Comunque necessaria una fase di transizione



Tra regole e fiducia

- B.Moscatto (2012) *Eliminating Regulatory reliance on CRA*. La disciplina in realtà aumenta l'effetto reputazionale delle agenzie; incentiva ad affidarsi al rating nella condizioni date del mercato del rating e dell'assenza di alternative. Deregulation del rating e rafforzamento della sorveglianza sugli investitori
- SEC *Report to Congress CRA Standardization study* (2012) Section 939 (h) 1 Dodd- Frank Act : facilita la comparazione ma uniforma troppo il “raccontare” delle agenzie, diminuisce la concorrenza dell'informazione, la “pubblicizza” nelle mente degli investitori e aumenta i rischi di eccessivo affidamento



A caccia di “alternative credibili”

Gli indicatori di mercato (Partnoy 2010, Enriques Gargantini, 2010, Vella 2011, BOE, FSP n.9, 2011) :

- 1) CDS : ci prendono di più, ma sono troppo volatili, opachi, incompleti
- 2) Probability of default o loss given default: offrono più informazioni ma complicano la decodificazione del rating
- 3) La media progressiva dei prezzi dei titoli (a 30 o 90 giorni)
- 4) Indicatori sui dati di bilancio o su andamento di determinati titoli nel caso di nuove emissioni da parte di un emittente



A caccia di “alternative credibili”

- Differenza in base alla tipologia di prodotto
- 5) Prodotti strutturati: emittente deve offrire valutazione anche dei sottostanti, compresi flussi di cassa e garanzie ed avere il doppio rating (8 *ter* Proposta CE)
- 6) Debiti sovrani: da 12 a 6 mesi. Relazione in caso di cambiamento (8.3 Proposta Ce). Obbligo di informativa almeno tre giorni prima dell'emissione del rating indicando i criteri che lo giustificano (prevenire effetto “valanga” o “gregge”). Il paese destinatario può reagire per rilevare eventuali errori.
- 7) su determinati prodotti *flexibility clause* per gli investment manager. Limitazione del basket
- 8) *Indicatore europeo* dei rating (11 *bis* Proposta CE)



Do it yourself?

- M. Onado, 2012 : “se ci togliete la possibilità _di dire che certi titoli son AAA perchè lo dice Moody's, ci mettete in difficoltà perchè siamo costretti ad utilizzare I modelli interni, ad attribuire un rischio maggiore e quindi ad aumentare il capitale”
- Costano e non tutti se li possono permettere
- Cambia e si amplia la funzione del risk management.



Le possibili strade

J. Coffe (2010), *Rating Reform: The Good, The Bad and The Ugly* un sistema di incentivi?

- . Documento di consultazione sul sistema di controlli interni B.I. (settembre 2012-all. A) utilizzo rating esterni
- . La Vigilanza e un paniere di indicatori alternativi: un sistema “premiale” per chi li utilizza?
- . La fonte degli indici alternativi: regolamentazione o autoregolamentazione?

EC Roundtable on CRA (6/7/29011) un network di piccole e medie CRA per i piccoli e medi clienti



Come siamo fatti

- Aline Darbellay, Frank Partnoy *CRA end Regulatory reform* (2012) . *Behavioral reliance* e deferenza pubblica e privata verso i rating
- Fletch, in cane di Frank Partnoy e l'arte del procrastinare

WAIT!!!



L'altra faccia della medaglia

- F. Grande (2012) *L'importanza del rating esterno: le imprese top performer escono dall'ombra, in Amministrazione e finanza,*
- F. Lazzaro(2012) *Quando le agenzie di rating premiano le politiche economiche il caso dell'Angola, in Fiscalità e commercio internazionale*