

Il valore regolamentare del rating e le possibili alternative

*Reliance e over-reliance
sulle agenzie di rating*

Bruna Szego

Titolare Divisione Normativa primaria
Servizio Normativa e Politiche di Vigilanza, Banca d'Italia

Il rating: mito, realtà, narrazioni

Venezia, 5 ottobre 2012

**“We rate everything, even if it is structured
by cows, we rate it”**

Frase scritta da un analista in una conversazione per email, secondo la
ricostruzione di Collins e Durie (2008)

Schema

- Quale ruolo hanno/dovrebbero avere le agenzie di rating?
- Avevano incentivi sufficienti?
- Evidenze dalla crisi
- Da dove nasce l'*over-reliance*?
- Cosa si sta facendo per limitarla?

Sintesi

- Un tema “caldo” post crisi, con molta letteratura
- Alcuni contributi precedenti (post Enron)
- Nell’agenda del regolatore internazionale fin dall’inizio ... (FSF aprile 2008)
- ... e con molteplici ricette
- perché il tema dell’over-reliance (cioè di come i rating vengono utilizzati) è strettamente collegato a quello di come vengono assegnati i rating

Quale ruolo: le agenzie di rating come *information intermediaries*

- Gli investitori beneficiano dei rating per rimediare *all'asimmetria informativa* tipica dei mercati finanziari
 - Non a caso, in origine, le agenzie non facevano altro che stampare e vendere al pubblico manuali con i rating (modello investor-paid)
- Gli emittenti sono incentivati a chiedere rating per segnalare la loro qualità ed evitare *adverse selection*
- Le informazioni raccolte dalle CRA disciplinano il mercato
 - Un outlook negativo dà alle imprese l'incentivo ad adottare soluzioni correttive

Quale ruolo: le agenzie di rating come “certificatori”

Uso dei rating per distinguere tra strumenti con diverse caratteristiche e specificare condizioni nei contratti (*behaviourial reliance*)

- In un rapporto *principal/agent* i rating riducono il moral hazard permettono agli *agent* meno informati di disciplinare i *principal*
 - es. gli investitori possono vincolare i gestori dei loro patrimoni a investire solo in prodotti finanziari con un determinato rating
- Nei contratti di finanziamento i rating riducono problemi di monitoraggio e azione collettiva
 - es. clausole di *early repayment*, ristrutturazione del debito o la richiesta di maggiori garanzie *triggered* dal rating proteggono “l’investimento” dei creditori

Agenzie di rating e regolamentazione

Peso crescente dei rating nella regolamentazione finanziaria (in misura massiccia a partire dagli anni '70)

Per i regolatori, il riferimento ai *rating* serve:

- a ridurre i costi per i regolati e facilitare la supervisione
 - es., fin dal 1929, negli Stati Uniti i rating sono stati visti come uno strumento semplice ed efficace per “pesare” il portafoglio delle banche
- ad avere uno strumento oggettivo per la tutela dei contraenti deboli
 - es. prevedendo che solo gli strumenti con rating alto possono essere collocati presso gli investitori *retail*

Le agenzie di rating avevano incentivi sufficienti?

We rate everything, even if it is structured by cows, we rate it....

a tutto si può dare un rating purché

A) il rating sia accurato

-> assenza di conflitti

-> deve essere credibile la minaccia di “sanzioni” a fronte di rating sistematicamente biased o errati

-> il costo della sanzione deve essere superiore al beneficio derivante da rating inesatti

B) il sistema abbia “anticorpi” per isolare l’effetto dei rating errati (quindi no over-reliance)

Le agenzie di rating avevano incentivi sufficienti?

L'assenza di questi due elementi ha portato alla situazione attuale. Il peso dei rating nei contratti e nella regolamentazione ha:

-esacerbato i problemi di incentivo delle agenzie:

- l'incremento di "domanda di rating", indotta da *behavioural reliance* e regolamentazione, ha reso i benefici molto alti
- le "sanzioni" sono diventate inesistenti, data la struttura del mercato delle CRA e l'assenza di accountability (e liability)

-acuito la crisi, attraverso:

- vendite massicce di titoli da parte degli investitori istituzionali
- ricapitalizzazioni delle banche in condizioni di mercato avverse
- minore disponibilità di collateral stanziabile per operazioni di rifinanziamento, nel momento in cui il funding sul mercato era molto difficile

di fatto, reso il downgrading una "self-fulfilling prophecy"

La crisi dei sub-prime (2008)

- Il mercato dei sub-prime non sarebbe potuto nascere, né svilupparsi senza le agenzie di rating, coinvolte in varie funzioni nel processo di cartolarizzazione.

Ciò ha portato all'attribuzione di rating ingiustificatamente alti

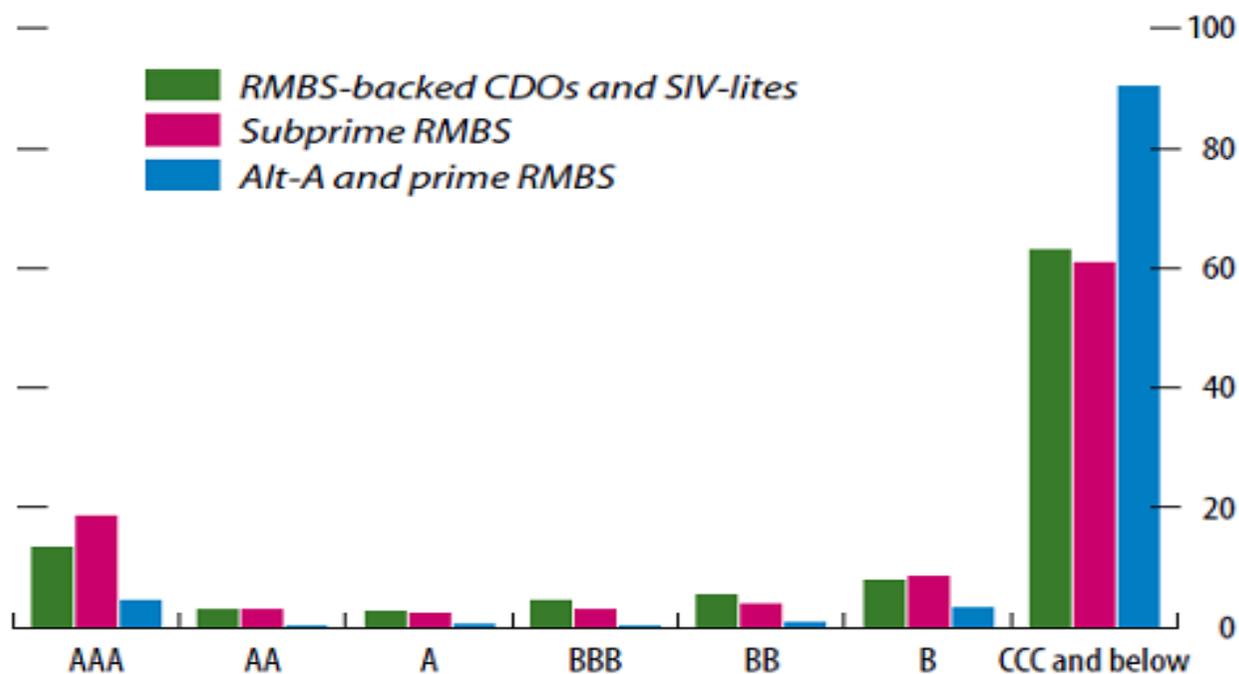
- non solo per gli incentivi distorti già detti (es. sistema di remunerazione, modello issuer-paid)
- ma anche perché le CRA hanno di fatto dato un giudizio sul proprio lavoro.

Più che gate-keepers, nel mercato dei titoli strutturati le agenzie di rating sono state “gate-openers”

- L'esistenza di un rating ha permesso la diffusione capillare degli strumenti di finanza strutturata

Figure 3.1. Ratings of AAA-Rated U.S. Mortgage-Related Securities

(In percent of S&P's originally rated 2005–07 issuance as of July 31, 2010)

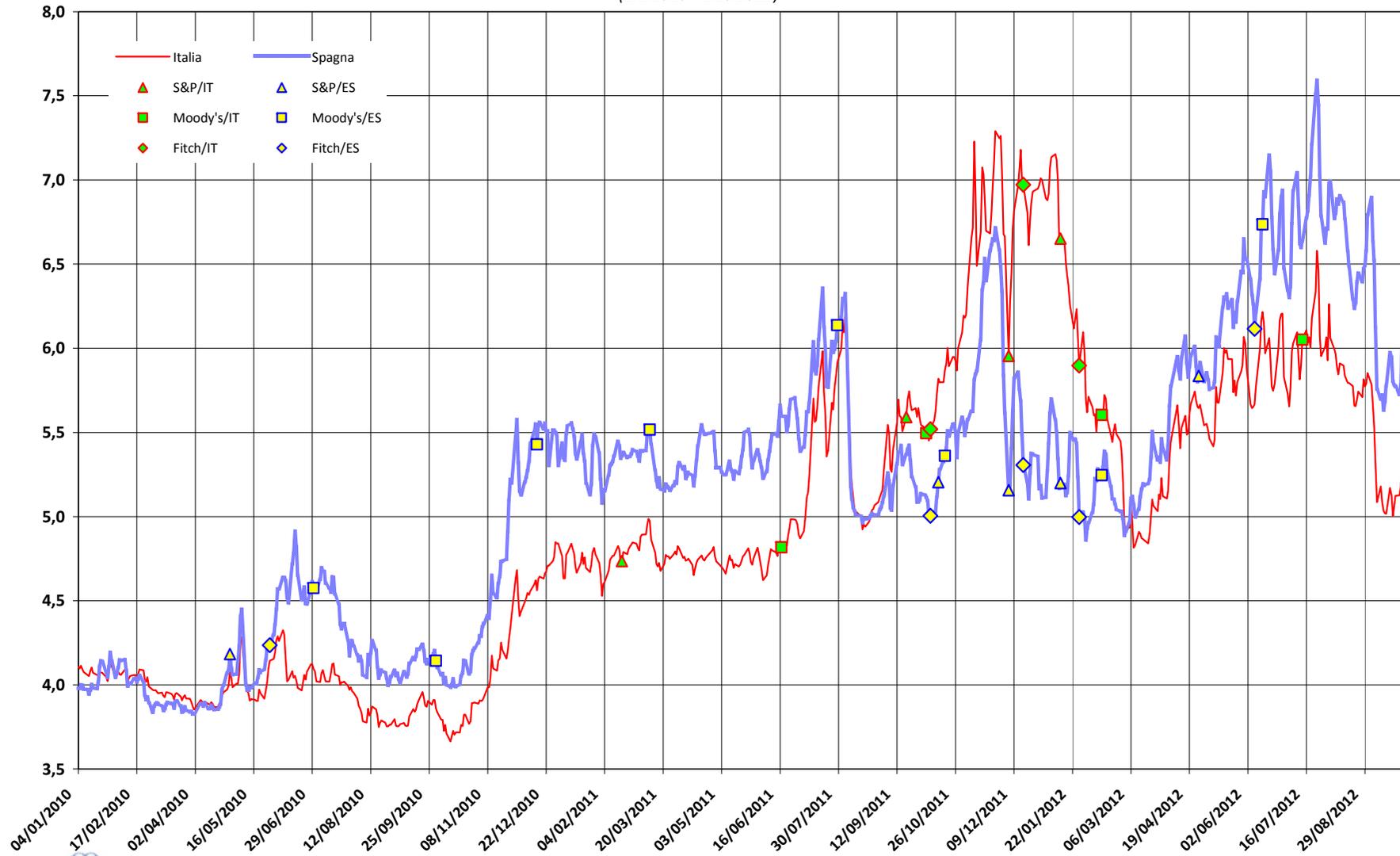


Source: Standard & Poor's.

Note: RMBS = residential mortgage-backed security; CDO = collateralized debt obligation; and SIV = structured investment vehicle.

La crisi dei debiti sovrani (2010)

ITALIA E SPAGNA
RENDIMENTO DEI TITOLI DECENNALI BENCHMARK E
VARIAZIONI RATING DEBITO LT IN EURO
(1.1.2010 - 1.10.2012)



La crisi dei debiti sovrani (2010)

Valutazioni di Standard & Poor's, Moody's e Fitch del
debito a lungo termine in euro di Italia e Spagna
(1.1.2010 - 1.10.2012)

REPUBLIC OF ITALY

Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
Rating	dal giorno	Rating	dal giorno	Rating	dal giorno
BBB+u	01/13/2012	Baa2	07/13/2012	A-	01/27/2012
Au	12/05/2011	A3	02/13/2012	A+	12/16/2011
Au	09/19/2011	A2	10/04/2011	A+	10/07/2011
A+u	02/17/2011	Aa2	06/17/2011		

Ultima variazione antecedente al 1/1/2010	A+	10/19/2006	Aa2	05/15/2002	AA-	10/19/2006
--	----	------------	-----	------------	-----	------------

KINGDOM OF SPAIN

Standard & Poor's		Moody's		Fitch	
Rating	dal giorno	Rating	dal giorno	Rating	dal giorno
BBB+	04/26/2012	Baa3	06/13/2012	BBB	06/07/2012
A	01/13/2012	A3	02/13/2012	A	01/27/2012
AA-	12/05/2011	A1	10/18/2011	AA-	12/16/2011
AA-	10/13/2011	Aa2	07/29/2011	AA-	10/07/2011
AA	04/28/2010	Aa2	03/10/2011	AA+	05/28/2010
		Aa1	12/15/2010		
		Aa1	09/30/2010		
		Aaa	06/30/2010		

Ultima variazione antecedente al 1/1/2010	AA+	01/19/2009	Aaa	12/13/2001	AAA	12/10/2003
--	-----	------------	-----	------------	-----	------------



La crisi dei debiti sovrani (2010)

- Anche nel mercato dei titoli sovrani, grande variazione nei rating
- Nesso tra rating, livello dei rendimenti e volatilità
- Entrambi producono effetti pro-ciclici (“contro-teorici”), cliff-effect indotto da regolamentazione e nuovi downgrading

Da dove nasce l'*over-reliance*? Una mappatura

FSB 2010, Basilea Joint Forum 2009, Commissione EU 2009

- **Regolamentazione prudenziale per le banche e le imprese di investimento.** Sotto Basilea II i rating esterni possono essere usati dai soggetti non autorizzati all'uso di modelli interni
- **Regolamentazione delle imprese di assicurazione.** Molte discipline nazionali di implementazione delle direttive Solvency I e II fanno riferimento al rating per identificare gli asset idonei a coprire le riserve tecniche
- **Disciplina degli investitori istituzionali.** I patrimoni gestiti in monte per clienti retail possono essere investiti solo in titoli con rating elevati (cfr. ad esempio Direttiva 2007/16/CE)

Segue: una mappatura

FSB 2010, Basilea Joint Forum 2009, Commissione EU 2009

- **Disciplina delle cartolarizzazioni.** Alcuni regolatori hanno chiesto il rating dei prodotti strutturati collocati a investitori *retail*
- **Informazioni al mercato.** Gli emittenti devono indicare e spiegare il rating dei loro titoli (es: direttiva prospetto (2003/71 come modificata nel 2010) e regolamento 486/2012)
- **Operazioni di banca centrale.** Alcune banche centrali usano i rating per definire gli strumenti che possono essere utilizzati come *collateral* e individuare gli haircuts (BCE inclusa)

Le principali risposte a livello internazionale

- FSB: Ottobre 2010: *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*
- Commissione UE: Novembre 2011: proposta di regolamento (ora al “trilogo”)
- Obiettivi convergenti, per:
 - a) ridurre i riferimenti alle valutazioni delle CRAs negli atti normativi dell’UE, dell’ESRB e delle autorità di vigilanza europee (come già previsto dal Dodd-Frank Act)
 - b) imporre agli asset managers e altri investitori istituzionali di investimento alternativo di non affidarsi esclusivamente o meccanicamente a rating esterni per effettuare scelte di investimento (modifica direttive AIFM e UCITS);
 - c) far leva sui sistemi di controllo e gestione dei rischi interno alle banche e promuovere l’uso dei modelli di rating interni o altri sistemi di valutazione (**ma quali?**)
 - d) ridurre la *reliance* sui rating nelle operazioni di banca centrale

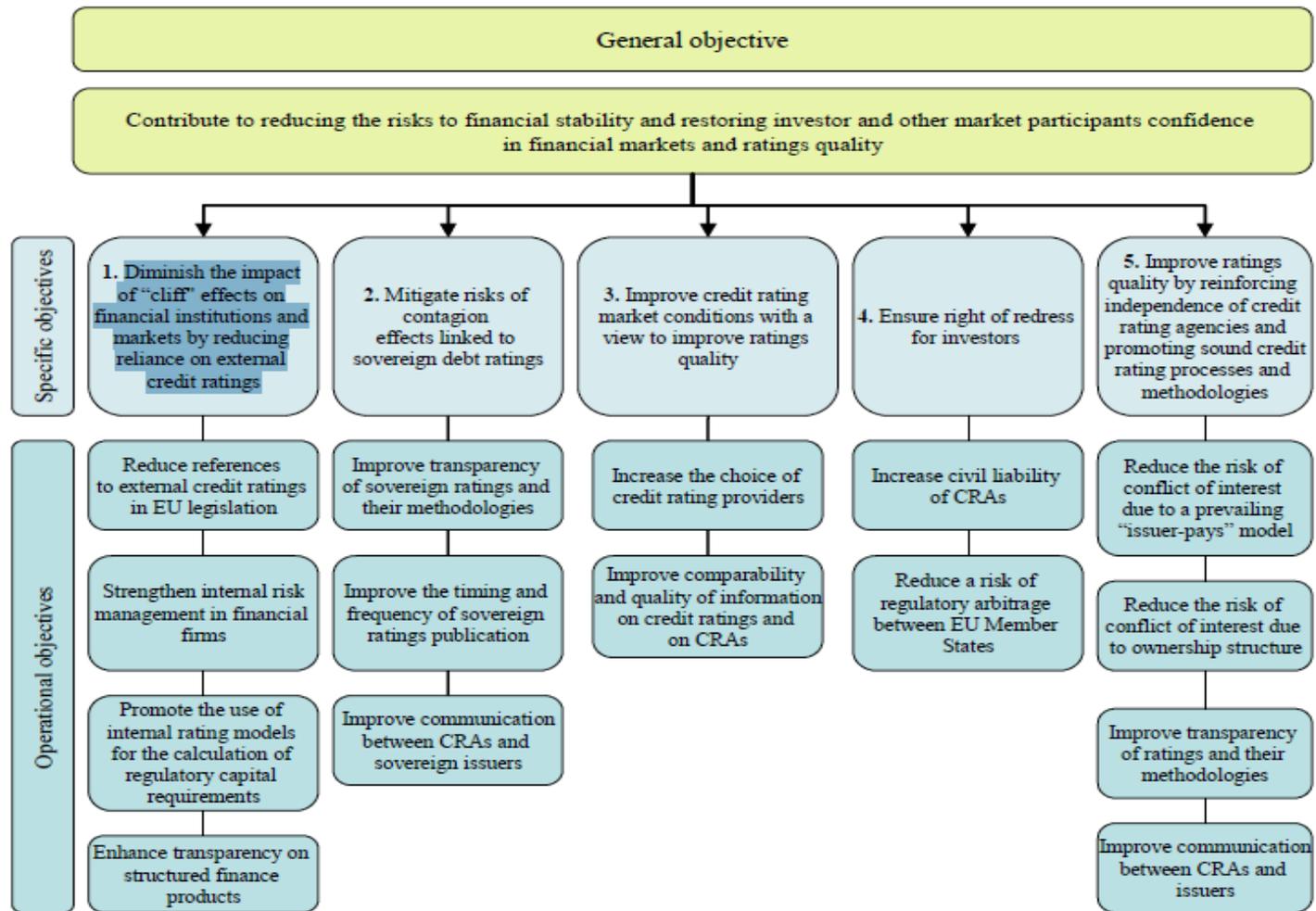


Figure 2. Objectives

The identified objectives are coherent with the EU's fundamental goals of promoting harmonious development of economic activities, a high degree of competitiveness, and a high level of consumer protection, including the safety of citizens' economic interests (Article 169 TFEU).

Conclusioni

- Il rating svolge un ruolo importante, **come parte del** processo di valutazione
- L'obiettivo deve essere quello di **ridurre e non eliminare** l'uso del rating
- E' un processo che richiede tempo (quali credibili alternative?)

Grazie