

Quel pasticciaccio brutto del rating sovrano

di Alfonso Scarano

I. Le agenzie di rating

Il “rating” indica una valutazione del merito creditizio, ovvero una stima del rischio che il debitore non sia in grado di rimborsare puntualmente gli investitori che gli hanno fatto credito, sia per l’ammontare del capitale prestato che per gli interessi maturati nel tempo. Il rating sovrano (*sovereign rating*) è la valutazione di rischio dei titoli obbligazionari emessi dagli Stati sovrani.

I rating vengono emessi dalle cosiddette “agenzie di rating” che sono aziende private di consulenza finanziaria, malgrado l’utilizzo del termine agenzia possa indurre a pensare che si tratti di enti di emanazione pubblica, che godono di una ufficialità garantita dallo Stato. In Italia, ad esempio, opera l’Agenzia delle entrate ben conosciuta dai cittadini, mentre quelle del rating sono delle società private di consulenza finanziaria controllate da capitali privati di multinazionali finanziarie e anche di fondi speculativi.

Occorre subito precisare che le valutazioni di rating non sono dei voti “certificati”, come lo sono i pareri dei revisori dei conti, ma sono semplicemente delle “opinioni”. Opinioni che il mercato finanziario suppone autorevoli per la capillare presenza mondiale delle agenzie, per le loro capacità tecniche e analitiche finanziarie nonché per la loro pluridecennale presenza nel settore finanziario. Tale presenza è cresciuta enormemente, e su scala globale, negli ultimi vent’anni e ad essa si è accompagnata una crescente importanza di queste agenzie.

Standard & Poor’s, probabilmente la più nota e veneranda delle agenzie di rating, è stata fondata nella seconda metà dell’Ottocento come società editoriale. Inizialmente essa pubblicava opuscoli che contenevano informazioni sul mercato finanziario americano, come, ad esempio, quelle relative alle valutazioni sulle emissioni obbligazionarie dedicate al finanziamento della costruzione delle linee ferroviarie in America del Nord, che in quel momento storico erano in grande espansione.

Oggi, il mercato delle valutazioni di rating è ripartito sostanzialmente tra tre sole aziende multinazionali, che di fatto svolgono un ruolo oligopolistico del settore: si tratta, oltre che della già citata Standard & Poor's, di Fitch e di Moody's. Il mercato della consulenza del rating è valutabile in circa 4 miliardi di dollari tra assegnazioni di rating, consulenze finanziarie e servizi di fornitura dati, software e informativi. Il settore del rating si è enormemente concentrato negli ultimi dieci anni fino alla attuale dominanza delle citate tre sorelle del rating, con una loro imponente attività di shopping di decine di società nazionali che precedentemente operavano indipendentemente. Ad esempio, l'italiana Italrating è stata acquisita da Fitch nel luglio del 2000.

Nel 2010 è nato, però, un nuovo soggetto. Dopo il G20 di Toronto, il presidente Hu Jintao ha espresso la necessità di mettere a punto un nuovo sistema di rating che, secondo le sue parole, dovrebbe essere «obiettivo, leale e ragionevole». È stata, così, presentata al pubblico mondiale l'agenzia di rating cinese Dagong.

Dagong era nata nel 1994, iniziando a farsi le ossa sul rating degli Stati e stabilendo nel 1999 una collaborazione con Moody's. In questo modo ha appreso i metodi e le idee occidentali in materia di rating e ha potuto, poi, elaborare un proprio approccio che risulta più severo nella valutazione per quei paesi che hanno una economia con una bassa crescita e un alto livello di debito. In pratica, Dagong si è presentata al mercato finanziario declassando quasi tutti i paesi occidentali, considerandoli cioè più rischiosi rispetto alla valutazione delle altre tre agenzie. Il debito americano perse subito la tripla AAA, che è la valutazione di massima affidabilità creditizia.

È interessante osservare che l'agenzia di rating cinese, pur essendo formalmente a capitale privato, è stata presentata al mercato finanziario dalla più alta autorità politica, il presidente Hu Jintao in persona. E ciò è avvenuto proprio nel momento storico in cui la Cina, con i suoi fondi sovrani, si stava affermando anche come importante investitore sui mercati finanziari mondiali e aveva (come ha ancora) tutto l'interesse a mettere a miglior frutto sia i propri investimenti strategici (miniere, petrolio, terreni ecc.) sia gli investimenti finanziari in debito pubblico emesso dagli Stati occidentali. La Cina, dunque, associa al suo crescente potere politico ed economico il nuovo potere di investitore globale.

2. Soltanto opinioni?

L'attività della valutazione del rating è ormai reputata necessaria per il funzionamento dei mercati finanziari moderni e globalizzati; infatti, nulla viene comprato o venduto (sia esso un prodotto finanziario complesso o

un debito sovrano o una emissione di una società privata) senza il supporto di una o più opinioni di rating. Malgrado ciò, le multinazionali del rating seguono un regime di sostanziale autoregolamentazione, accompagnata a determinate procedure di riconoscimento burocratico, come quella – recente – da parte dell'ESMA (European Securities and Markets Authority) e delle specifiche autorità nazionali europee.

Il riconoscimento pubblico di un ruolo alle agenzie era iniziato alla metà degli anni Novanta quando la SEC (Securities and Exchange Commission) riconobbe alcune agenzie come soggetti qualificati Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO). Nel concedere il riconoscimento di NRSRO alle società di consulenza finanziaria, la SEC ha utilizzato come criterio principale quello della presenza già operativa della società nel mercato del rating. In questo modo, essa ha creato una sorta di barriera all'ingresso nel mercato da parte di altri operatori periferici o nuovi. Tutto ciò è in aperto contrasto con principi della concorrenza e per questo la SEC si è attirata non poche critiche.

D'altro canto, proprio il fatto che un'autorità pubblica abbia concesso il "riconoscimento" senza stabilire una specifica responsabilità sul giudizio di rating (alla stregua, ad esempio, dei revisori che certificano i bilanci) rappresenta una sorta di *vulnus* nelle normative del settore finanziario, poiché ammette la possibilità che il giudizio di rating sia una semplice "opinione".

Insomma, viene concesso alle agenzie un ruolo istituzionale di abilitatore all'investimento, senza porre a loro carico alcuna responsabilità per il voto di rating. Le loro valutazioni restano, quindi, semplici "opinioni". Ma si tratta di opinioni piuttosto singolari se, ad esempio, la normativa prevede che i fondi pensione possono acquistare solo titoli a basso rischio ovvero con una rating eguale o maggiore alla classe di rischio BBB (dell'*investment grade*). Ciò, tra l'altro, crea una condizione di mercato protetto per le tre agenzie già esistenti, introducendo, di fatto, ulteriori barriere all'entrata per potenziali nuovi operatori. D'altro canto, è significativo come in numerosi casi, come ad esempio quello della Parmalat, le agenzie si siano difese richiamando l'articolo della Costituzione americana che sancisce il diritto di opinione.

Il rating ha avuto un altro effetto: quello di de-responsabilizzare gli intermediari finanziari. Questi ultimi, infatti, possono rinviare alle valutazione di rischio effettuate dalle agenzie di rating e attribuire alla loro fallacia eventuali performance negative degli investimenti effettuati. E i casi in cui tale fallacia si è manifestata sono oramai numerosi e anche ben noti: basti citare quelli di Parmalat, Enron, Worldcom, Lehman Brothers e dei derivati finanziari come i CDO, in ciascuno dei quali le valutazioni iniziali di basso rischio formulate dalle agenzie si sono poi rivelate clamorosamente sbagliate.

Insomma, banche e intermediari finanziari si sono abituati a utilizzare acriticamente il rating delle agenzie e a dare per scontato che il rating da esse emesso fosse una corretta rappresentazione del rischio di credito effettivo. Un modo per valutare quanto corretta sia la valutazione del rischio effettuata dalle agenzie di rating è quello che consiste nel raffrontare le loro valutazioni con il costo delle assicurazioni contro il rischio di variazione del loro valore, espresso da un sofisticato strumento finanziario, i CDS – *credit default swap*¹. Da tale raffronto – che ha, comunque, un valore puramente indicativo, se non altro perché il mercato dei CDS non è regolamentato e non fornisce quotazioni ufficiali – emergono molte discrepanze tra i rating emessi dalle agenzie e il costo di assicurazione di quegli stessi titoli.

Vi è, poi, un altro aspetto molto problematico: si tratta della presenza di un conflitto strutturale e intrinseco di interesse che sorge a causa del fatto che le agenzie, per il loro servizio di assegnazione del rating, vengono pagate proprio da coloro che emettono quei titoli, i quali hanno, naturalmente, un grande interesse a ottenere una buona valutazione.

Anche per questo motivo, il sistema del rating, nella sua attuale configurazione, è da molto tempo, da ben prima che nell'agosto del 2007 esplosesse la crisi, oggetto di critiche. In realtà, tali critiche seguono andamenti alterni, appaiono e scompaiono a ondate successive, e tendono a rinnovarsi in occasione dell'emergere di nuovi *default*. Al riguardo è utile ricordare quanto scriveva, già nel 2004, il “Washington Post” in una meritoria inchiesta sui problemi interni al mondo del rating:

Un gran numero di valutatori delle agenzie di rating, di consulenti finanziari e di operatori di Wall Street, sia attivi sia non più in servizio, intervistati dal “Washington Post” hanno affermato che il sistema di rating (NRSRO) si è dimostrato vulnerabile ai giudizi soggettivi, alle manipolazioni e alle pressioni dei creditori. Essi sostengono che le tre grandi agenzie sono così potenti da tenere segrete le procedure di valutazione, da imporre commissioni più alte ai clienti e da respingere le lamentele sugli errori che commettono.

3. Come si forma il rating

Da anni si sta accumulando nelle biblioteche una vasta produzione scientifica – che però non sembra rientrare tra le letture dei regolatori – assai

1. I CDS, come si spiega anche nel contributo di Comito in questo fascicolo, sono una sorta di prodotto assicurativo sui titoli di debito, il cui valore è anch'esso un indicatore del rischio.

critica non solo sulla struttura oligopolistica del rating e dei conflitti di interesse ma anche sulla qualità e sulla affidabilità delle modellistiche di valutazioni di rating.

Numerosi ricercatori universitari hanno analizzato, con procedure e modelli quantitativi-matematici, le serie storiche dei rating emessi dalle agenzie arrivando a conclusioni critiche sull'affidabilità dei rating e delle modellistiche utilizzate.

Se si esamina, anche per sommi capi, la procedura utilizzata da Standard & Poor's per calcolare il rating sovrano², ci si imbatte in una sorta di gioco a scacchiera di indici e incastri tabellari, una procedura piuttosto articolata che comunque solleva numerose domande proprio sulla sua affidabilità e sulla sua capacità di condurre a previsioni attendibili.

Provando a squarciare il velo su una materia che sembra rientrare esclusivamente nelle prerogative di novelli aruspici finanziari, vediamo che Standard & Poor's per stimare il rischio di uno Stato ha scelto 5 indicatori o punteggi (*scoring*) riferiti ad altrettante aree: 1. l'area politica; 2. l'area economica; 3. l'area delle partite con l'estero; 4. l'area fiscale; 5. l'area monetaria. Il punteggio assegnato a ciascuna area, che può oscillare tra il valore minimo di 1 e quello massimo di 6, deriva da una procedura di valutazione di un insieme predeterminato di dati paese/mercato che sono considerati rilevanti per quella specifica area. Il metodo Standard & Poor's prevede, inoltre, una ventina di verifiche per apportare eventuali rettifiche ai punteggi, e una quindicina di vincoli che i punteggi stessi devono rispettare.

La media secca dei punteggi relativi alle aree 1 e 2 viene considerata un indicatore del profilo "economico e politico" dello Stato emittente. Mentre la media secca dei punteggi relativi alle altre tre aree è considerato un indicatore del profilo di "flessibilità e performance".

I due indicatori "economico e politico" e "flessibilità e performance" diventano le coordinate cartesiane di una tabella preconfezionata di 12 colonne e 9 righe, dove in ogni casella è già compreso un "rating indicativo". Si tratta di un sistema di scelta delle coordinate che assomiglia a una sorta di una scacchiera per una battaglia navale. Il metodo prevede, infine, di apportare al rating indicativo delle "rettifiche straordinarie" e delle "rettifiche valutarie" per arrivare a individuare il rating definitivo.

Emergono immediatamente alcune perplessità che riguardano l'arbitrarietà della metodologia. Infatti, appaiono arbitrarie: 1. la scelta del-

2. *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions*, fonte Standard & Poor's, visibile in <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovresearch/en/eu>.

le variabili di *scoring* (rispetto alle quali, peraltro, non si verifica se siano correlate; se così fosse, le variabili decisive sarebbero ancora meno); 2. la scelta di dare gli stessi pesi ai vari fattori, con la conseguenza che i risultati rischiano di avere la stessa significatività che avrebbe la media tra un'anguria e una fragola; 3. la scelta di usare le medie come coordinate cartesiane della tabella per selezionare il rating indicativo (quella sorta di scacchiera per battaglia navale sopra citata); 4. la scelta dei valori dei rating indicativi con cui è stata popolata la scacchiera, visto che tali valori non riproducono l'esatta sequenza delle classi di rating contigue, ma presentano salti e lacune non spiegabili; 5. l'inclusione di un gran numero di rettifiche (una ventina) e di vincoli ai punteggi (una quindicina).

D'altro canto, è ben noto che i modelli basati su punteggi di variabili (*scoring*) richiedono, per essere meglio calibrati e qualificati, verifiche eseguite sulle serie storiche dei dati che alimentano il modello e dei risultati (i rating) ottenuti. Nel caso del rating sovrano, a differenza di quanto avviene per il rating delle aziende (settore *corporate*), simili verifiche mancano perché la tabella che riferisce il tasso medio storico del *default rate* dei paesi sovrani tra il 1975 ed il 2000 è vuota, ovvero si riduce a una serie di zero.

In altre parole, il modello di stima del rating sovrano dovrebbe stimare un rischio che in passato non ha dato luogo a statistiche storiche di fallimenti valutabili. È come chiedere a un geologo di mettere a punto un modello per effettuare stime di sismicità di un'area geografica nella quale non è mai avvenuto un fenomeno sismico misurabile.

Queste considerazioni, alle quali se ne potrebbero aggiungere altre approfondendo ulteriormente l'analisi, mostrano in modo chiaro quanto sia approssimativa la metodologia di valutazione del merito creditizio sovrano basata sugli *scoring*. Tenendo conto di questo non possono non colpire l'acriticità con cui gli operatori accettano le valutazioni che derivano dalla sua applicazione, la leggerezza con la quale i media le comunicano e, infine, l'impatto che esse hanno sui mercati.

Vi sono, però, anche segni di reazione. Un numero sempre maggiore di analisti finanziari, consapevoli dei limiti di questo metodo, optano per metodi alternativi, considerati più promettenti e affidabili³.

3. In particolare, si tratta di metodi che poggiano sulla stima di flussi di cassa disponibili per l'emittente per gli anni futuri. In tal modo diventa anche possibile verificare e controllare i risultati delle manovre sul debito. Inoltre, tali modelli consentono di valutare la sostenibilità del debito anche in condizioni di incertezza sui flussi di cassa futuri, sui tassi di interesse e su rapporti soglia all'indebitamento (debito/PIL).

4. Conclusioni

Il pasticciaccio brutto del rating è arrivato a un punto di svolta. La struttura oligopolistica del settore mostra appieno le sue defezioni e diviene sempre più urgente una complessiva riforma del settore.

Perché le riforme necessarie siano davvero efficaci, appare auspicabile e urgente correggere la normativa laddove questa assegna ai rating l'improprio ruolo istituzionale di abilitazione alla compravendita. I rating dovrebbero essere ricondotti a quello che sono: opinioni. Sarà allora il mercato finanziario a scegliere se e come apprezzare e selezionare queste opinioni e da qui potrà venire lo stimolo a una rinnovata ricerca di modelistiche sempre più affidabili.

Mi sia consentito concludere con quanto scrivevo nel 2006:

[...] pare più verosimile che vi sia una sorta di bon ton in cui ciascuno fa il proprio mestiere e quindi alcuni, specialmente tre al mondo, vendono care le proprie valutazioni; altri piazzano sul mercato la loro mercanzia di prodotti finanziari, mentre il regolatore, se pur qualcosa fa per ruolo, per responsabilità o per professionalità, lo fa con ritardi non compatibili con una moderna gestione della delicata responsabilità di prevenire piuttosto che curare. E il cliente finale dei prodotti che fa? Può soltanto acquistare. Siamo di fronte a una discrasia logica in cui è ben risaputo da tutti i più onesti conoscitori dei mercati finanziari che nessuno al mondo ha la sfera di cristallo per predire “come sarà” il rischio di fallire di una società (o di un ente o di un paese); al massimo si è in grado, con raffinate tecniche quantitative, di stabilire quanto “sia stato” il rischio di fallire analizzando compiutamente un insieme sufficientemente grande di società osservato analiticamente per un sufficiente lasso di tempo. E rimane nella responsabilità e nella fallibilità umana di un analista finanziario, persona fisica, dotato di strumenti e intelletto, determinare, onestamente, una stima attendibile della rischiosità di un determinato soggetto nel futuro⁴.

4. Pubblicato nella rivista “Aiaf”, Associazione Italiana degli Analisti Finanziari, marzo 2006.