

ISBN: 978-88-7615-290-0

I edizione: marzo 2009  
© Alberto Castelveccchi Editore srl  
Via Isonzo, 34  
00198 Roma  
Tel. 06.8412007 - fax 06.85865742  
www.castelveccchieditore.com  
info@castelveccchieditore.com

Cura redazionale (capitoli introduttivi e articoli): Lorian Pelizzon  
Copertina. Progetto grafico. Logo design: I IFIX project

www.lavoce.info

*Tutti i materiali, i dati e le informazioni pubblicati all'interno di questo volume tratti dal sito web [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info) sono «no copyright», nel senso che possono essere riprodotti, modificati, distribuiti, trasmessi, ripubblicati o in altro modo utilizzati, in tutto o in parte, senza il preventivo consenso di lavoce.info, a condizione che tali utilizzazioni avvengano per finalità di uso personale, studio, ricerca o comunque non commerciali e che sia citata la fonte attraverso la seguente dicitura, impressa in caratteri ben visibili: «[www.lavoce.info](http://www.lavoce.info)». Per tutti i dettagli consultare la sezione «Copyright» del sito.*

lavoce.info

## Il mondo sull'orlo di una crisi di nervi

Origine, sviluppi, responsabilità della crisi  
che ha sconvolto l'economia globale

a cura di  
Lorian Pelizzon

C A S T E L V E C C H I

## **Agenzie di rating e concorrenza**

Marco Palmieri  
(27 maggio 2008)

Non è facile indicare soluzioni al problema del ricambio delle agenzie nel mercato nel rating, quando si verificano diffusi errori di valutazione. Non si può lasciare libero accesso a nuovi operatori confidando in una naturale selezione operata dal mercato. Ma non si possono neanche limitare fortemente le nuove iniziative imprenditoriali in nome di un iniziale accertamento della professionalità. La concorrenza, se contenuta da argini tecnici e normativi, può e deve rappresentare un utile sprone alla maggiore efficienza anche in questo settore chiave dell'economia.

Il difficile rapporto fra credibilità e diffusione dei servizi quale requisito per l'accesso delle nuove imprese di rating al mercato non ha finora suscitato l'attenzione costante dei vari legislatori internazionali, né è stato preso in considerazione dal Financial Stability Forum nel suo Report del 7 aprile 2008, che si è limitato a indicare alcune aree di intervento, quali una modifica delle scale di rating per la valutazione degli strumenti strutturati, un migliore processo di valutazione e un'acquisizione più sicura dei dati, oltre a un più corretto uso delle valutazioni da parte degli stessi investitori<sup>1</sup>.

## Il credit-rating e il mercato finanziario

Nei recenti e imprevisi tracolli finanziari, le più importanti agenzie di rating sono state accusate di incapacità o, peggio, di conflitto di interesse: è avvenuto per le cartolarizzazioni dei famigerati mutui subprime americani, nelle quali alcune imprese hanno svolto il doppio ruolo di consulenti e di recensori, spesso imprimendo il giudizio di massima solidità finanziaria agli strumenti che avevano contribuito a creare.

Pur riconoscendo buona parte delle critiche avanzate, le agenzie si difendono affermando che la credibilità delle proprie valutazioni rappresenta la condizione fondamentale per lo svolgimento dell'attività e che, pertanto, è loro interesse primario non commettere troppi errori, pena la perdita della clientela a favore dei concorrenti.

Seppure a prima vista *tranchant*, è una considerazione che è stata accolta anche all'interno della disciplina internazionale in materia, assumendo la forma di un meccanismo di autoregolamentazione del mercato.

La reale efficacia di questo criterio sembra tuttavia ridimensionarsi alla luce di un aspetto che raramente viene sottolineato: il mercato internazionale del *credit-rating* è un mercato chiuso, dominato da poche affermate imprese che, in caso di insuccesso, non risultano sostituibili da nuovi competitor che non abbiano ancora raggiunto un sufficiente grado di credibilità.

### Le regole

Il problema dell'accesso di nuove imprese è stato sollevato al Parlamento Europeo, ma non è stato condiviso dalla Commissione, che anzi ha visto nella moltiplicazio-

ne degli operatori e nella frammentazione del mercato il rischio di una mercificazione dei giudizi come conseguenza dello scarso peso contrattuale delle agenzie minori rispetto agli emittenti recensiti<sup>2</sup>.

Al contrario, la IOSCO, l'organizzazione internazionale che raccoglie le Authority dei mercati finanziari mondiali compresa la CONSOB, nell'approntare il Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, ha ritenuto che un'autorizzazione pubblica basata sulla verifica della diffusione dei servizi offerti avrebbe finito per discriminare le nuove imprese e, pertanto, si è limitata a inquadrare l'esperienza acquisita unicamente quale possibile conferma della validità delle procedure di rating adottate dall'agenzia<sup>3</sup>.

La soluzione non è però stata accolta dalla disciplina tracciata dal comitato di Basilea della Banca dei Regolamenti Internazionali in tema di requisiti patrimoniali minimi delle banche, il cosiddetto Basilea 2. Per valutare i crediti che compongono il patrimonio degli istituti, sia il cosiddetto metodo di calcolo standardizzato, sia quello basato su rating interni, fanno ricorso ai giudizi rilasciati da agenzie di rating abilitate: l'External Credit Assessment Institutions, ECAI. La disciplina impone che il rilascio dell'abilitazione di ECAI sia condizionato alla verifica che la metodologia adottata dall'agenzia risponda ai criteri di obiettività, indipendenza, trasparenza e di continua revisione della procedura. A differenza del codice IOSCO, Basilea 2 richiede inoltre che le imprese abbiano una dotazione finanziaria tale da fugare ogni dubbio di dipendenza. E fissa, quale definitiva e necessaria controprova, il riscontro che i pareri resi dalle agenzie siano percepiti come affidabili dal mercato<sup>4</sup>.

In considerazione della «struttura del mercato del rating» quest'ultimo requisito è verificato dalla Banca d'Italia alla luce del «livello di accettazione dei giudizi dell'agenzia

a livello internazionale»: solo qualora un'agenzia operi prevalentemente in ambito nazionale, sarà più semplicemente «preso in considerazione il numero di banche che intendono fare uso dei rating», che non potrà comunque essere inferiore a cinque istituti appartenenti a differenti gruppi bancari, distribuiti in almeno tre diverse Regioni<sup>5</sup>.

Le conseguenze di una simile procedura sembrano evidenti: per più di un anno dall'adozione della normativa le ECAI riconosciute dalla Banca d'Italia sono risultate essere solo due, peraltro leader del settore; solo recentemente si sono potute aggiungere un'altra impresa di livello internazionale e una locale, la cui attività appare tuttavia limitata alla valutazione *unsolicited* delle esposizioni a lungo termine concesse a favore della sola categoria «imprese o altri soggetti».

### Una parziale soluzione al rompicapo

Non è facile dire quali possano essere le soluzioni al problema di un possibile ricambio delle agenzie nel mercato nel rating, nel caso in cui si verificano diffusi errori di valutazione. Se non si può infatti immaginare di lasciare libero accesso a nuovi competitor confidando in una naturale selezione operata dal mercato a causa degli enormi rischi per la stabilità dell'intera finanza, allo stesso tempo non si può, in nome di un iniziale accertamento della professionalità, limitare così fortemente le nuove iniziative imprenditoriali.

Quel che è certo è che la concorrenza, se contenuta in validi argini tecnici e normativi, può e deve rappresentare un utile sprone alla maggiore efficienza anche in questo settore chiave dell'economia. Dal punto di vista della disciplina internazionale, un compromesso potrebbe aversi

nel non richiedere l'attestazione della diffusione dei servizi alle nuove ECAI operanti a livello locale, restringendo l'iniziale operatività a un numero massimo di debitori recensiti, nel rispetto di una soglia di valore complessiva<sup>6</sup>. Superata con successo questa fase iniziale, crescendo gli affari e la clientela, le nuove agenzie potrebbero richiedere l'autorizzazione a un'operatività piena secondo le norme esistenti: potrebbero sfidare, con spalle più larghe e allenare, gli attuali giganti del rating.

### Note

1. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, <[http://www.fsforum.org/publications/FSF\\_Report\\_to\\_G7\\_11\\_April.pdf](http://www.fsforum.org/publications/FSF_Report_to_G7_11_April.pdf)>, pp. 31 ss.

2. Si veda la comunicazione della Commissione sulle agenzie di rating del credito, (2006/C 59/02), pubblicata in *Guce C 59* dell'11 marzo 2006, § 3.1.

3. Si veda IOSCO, *Report On The Activities of Credit Rating Agencies*, <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCO-PD153.pdf>>, p. 9. E anche IOSCO, *Code Of Conduct Fundamentals For Credit Rating Agencies*, in <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>>, §§ 1.2 e 3.8.

4. Pur riconoscendo nelle premesse che: «The two largest credit rating agencies serve the vast majority of the market, and additional competition is in the public interest» («Le due più grandi agenzie di rating coprono la stragrande maggioranza del mercato, e una competizione aggiuntiva è di interesse pubblico»), in questa direzione si muove anche il *Credit Rating Agency Act of 2006* statunitense. La nuova legge ha sostituito la procedura di riconoscimento della qualifica di Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO), operata dalla SEC in base all'unico criterio che l'agenzia risultasse «widely accepted in the United States as an issuer of credible and reliable ratings» («largamente accettata negli Stati Uniti come emittente di rating credibili e affidabili»), con una disciplina che ricalca sostanzialmente lo schema

predisposto dalla Bis. Sul punto si veda J.C. Coffee, *Gatekeepers*, OUP, Oxford, 2006, pp. 289ss.

5. Circolare Banca d'Italia 27 dicembre 2006, n. 263, tit. II, cap. I, sez. VIII, § 2, p. 33.

6. Una tale soluzione richiederebbe, tuttavia, anche una revisione della procedura del cosiddetto «mapping».

## **Agenzie di rating: la riforma è un rompicapo<sup>1</sup>**

Richard Portes  
(11 febbraio 2008)

Le società di rating aiutano ad affrontare i problemi di agenzia e di informazione asimmetrica. Ma le recenti turbolenze sui mercati finanziari hanno messo in luce i molti problemi ad esse associati, sia in termini di incentivi sia nello svolgimento della loro attività. Molte delle soluzioni proposte sono però altrettanto problematiche. Resta il fatto che una riforma è necessaria. E forse proprio le esperienze degli ultimi mesi daranno la forza per superare gli ostacoli politici e quelli frapposti dai gruppi di interesse ad alcuni dei progetti più promettenti.

Le recenti turbolenze sui mercati finanziari hanno messo sotto accusa le agenzie di rating per il credito. Pochi giorni fa, i Ministri finanziari di Regno Unito, Francia Germania e Italia si sono incontrati proprio per discutere della crisi e del rafforzamento dei sistemi di regolamentazione dei mercati. Problemi con le agenzie di rating esistono davvero, ma molti dei rimedi proposti sono altrettanto problematici.