



Università Luiss Guido Carli

Facoltà di Economia

**Corso di laurea in
Economia e Management**

Tesi in Finanza Aziendale

**Il ruolo delle agenzie di rating durante la
crisi finanziaria.**

Il Relatore
Chiar.mo Prof. Gianluca Mattarocci

Il laureando
Diletta Pozzessere

Anno accademico 2013/2014

Indice

Introduzione.....	3
Capitolo 1. Le agenzie di rating.....	6
1.1 Introduzione.....	6
1.2 Definizione di agenzia di rating e servizio di rating.....	7
1.3 La storia delle agenzie.....	10
1.4 Il mercato e l'assetto competitivo	13
1.5 Conclusioni	18
Capitolo 2. I rating durante la crisi finanziaria.....	20
2.1 Introduzione.....	20
2.2 La teoria della relazione tra rating e ciclo economico.....	20
2.3 L'andamento dei rating durante la crisi finanziaria.....	24
2.4 Conclusioni.....	27
Capitolo 3. I rating delle banche Italiane durante la crisi.....	29
2.1 Introduzione.....	29
2.2 La costruzione del campione.....	30
2.3 Metodologia di analisi.....	34
2.4 Risultati.....	37
2.4 Conclusioni.....	40
Conclusioni.....	42

Introduzione

“There are two superpowers in the world today in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful”.

(Thomas L. Friedman, 1996)

Le agenzie di rating si sono collocate quali importanti ingranaggi del sistema finanziario globale partecipando e, secondo molti contribuendo, alla profonda instabilità vissuta da esso negli ultimi decenni.

Il rating è divenuto un meccanismo necessario per coloro che fanno parte del mercato degli strumenti finanziari e non solo; compito delle agenzie di rating è quello di valutare il merito creditizio di banche, imprese, Stati o emittenti.

Inoltre, la divergenza tra investitore ed emittente in termini di informazioni da quest’ultimo detenute ha reso necessaria la presenza del rating quale strumento informativo e di tutela per l’investitore.

In un secondo momento, l’acuirsi dell’innovazione verificatasi nel campo della finanza, ha reso i prodotti finanziari altamente complessi, risultando nuovamente essenziale il rating quale elemento di sostegno circa l’affidabilità dei prodotti emessi.

Molti studiosi hanno guardato le agenzie di rating come portatrici di responsabilità sia oggettive che soggettive delle crisi finanziarie. Lo dimostrano i declassamenti tardivi cui furono sottoposti Enron, WorldCom e Lehman Brothers.

In altri casi, seri conflitti di interesse avrebbero portato invece ad assegnare rating fin troppo ottimistici, causando successivamente una sopravvalutazione dell'ente giudicato.

L'obiettivo di questo elaborato è quello di fornire una visione globale su quelle che sono le principali agenzie di rating conosciute, Standard & Poor's, Moody's e Fitch e sul comportamento da esse tenuto nel corso della crisi finanziaria del 2007.

Nel primo capitolo verrà data una definizione di rating; saranno analizzati i motivi e gli scopi di tale strumento concentrando successivamente l'analisi su coloro che emettono tali giudizi: le agenzie di rating.

Sarà quindi illustrata l'origine di tali agenzie, che nacquero nei primi anni del 1900 per far fronte all'accumulazione di capitale per investimenti in infrastrutture negli Stati Uniti, mentre nell'ultima parte del capitolo, verrà esaminato il mercato e l'assetto competitivo all'interno del quale si trovano ad operare, concentrando l'attenzione sulle quote di mercato da loro detenute per stabilire la relazione che intercorre tra esse e il resto delle agenzie presenti nel mondo.

Le finalità del secondo capitolo risiedono nella comprensione delle dinamiche della crisi finanziaria cominciata nel 2007 negli Stati Uniti.

Verrà in primo luogo esaminato il legame che sussiste tra il rating e

il ciclo economico, analizzando il possibile comportamento prociclico tenuto dalle agenzie di rating.

A questa prima parte seguirà l'attenzione sull'ambiguo comportamento tenuto dalle agenzie nel corso della crisi finanziaria; analizzando per ultimi gli *upgrades* e *downgrades* assegnati da esse nel corso di tale crisi.

Il terzo ed ultimo capitolo rappresenta un'analisi empirica degli effetti provocati dalle agenzie di rating nei confronti delle principali banche italiane in corrispondenza della crisi finanziaria. A questo proposito verrà costruito un campione formato dalle 30 banche italiane più grandi in termini dell'attivo da esse detenuto e saranno analizzati gli *upgrades* e *downgrades* assegnati ad esse tra il 2000 e il 2009; mettendoli successivamente in relazione alle variazioni dei principali indici di bilancio.

Per ultimi, saranno analizzati i risultati ottenuti da questo studio.

Capitolo 1. Le agenzie di rating

1.1 Introduzione

Le agenzie di rating sono sempre state al centro del dibattito economico; a partire da vicende più o meno lontane, quali gli scandali Enron e Parmalat, passando successivamente attraverso la crisi dei mutui subprime con lo storico fallimento della società di investimento Lehman Brothers; ma, le tre principali agenzie che verranno trattate, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, nascono all'incirca un secolo prima rispetto agli eventi sopra citati.

In questo primo capitolo sarà data una definizione di agenzia di rating, e del servizio che essa offre; verrà spiegato come tale servizio si sia evoluto nell'ultimo secolo e perché esso abbia acquisito così notevole rilevanza negli ultimi anni.

Si illustreranno le radici storiche delle agenzie di rating, ripercorrendo i loro principali eventi: dalla nascita fino ai giorni d'oggi.

In particolare si presterà particolare attenzione al tipo di mercato nel quale le agenzie operano, e al loro assetto competitivo, cercando di spiegare come esse abbiano raggiunto, e tutt'ora detengano, una posizione privilegiata rispetto alle innumerevoli agenzie presenti nel mondo.

1.2 Definizione di agenzia di rating e servizio di rating

Le agenzie di rating sono imprese specializzate nella valutazione del rischio di credito ed hanno la facoltà di esprimere giudizi; Standard & Poor's li definisce più propriamente “opinioni”¹, sul merito creditizio di emittenti pubblici o privati; questi giudizi riflettono la capacità di quel determinato ente di far fronte ai suoi impegni finanziari (mutui, obbligazioni, contratti).

La presenza di tali agenzie, si è dimostrata necessaria con il progredire nel tempo di strumenti finanziari altamente specializzati; la difficoltà di reperire informazioni da parte degli investitori ha reso fondamentale la loro presenza affinché potessero fornire loro un giudizio sugli operatori di mercato e sulle operazioni finanziarie con le quali interagivano.

Quello che l'agenzia di rating offre, è un servizio, inteso questo come un atto, un processo o una performance non tangibile che viene consumata nel momento stesso in cui viene erogata, fornendo del valore aggiunto in varie forme²; in particolare i principali prodotti che le agenzie di rating offrono sono sei:

- *bond ratings* (rating obbligazionario) relativi ai prestiti obbligazionari degli emittenti che rappresentano un giudizio sul loro merito di credito, misurando la loro probabilità di *default* o di un mancato/ritardato pagamento degli interessi e/o del capitale;

¹White L.J. (2010), “Markets – The Credit Rating Agencies” Journal of Economic Perspectives Volume 24, Department of Economics, University of Michigan, Michigan.

²Zeithaml V.A., Bitner M.J., Gremler D.D., Bonetti E. (2012), “Marketing dei servizi” McGraw-Hill Terza Edizione, Milano.

- *sovereign credit ratings* che misurano la probabilità che uno Stato non sia in grado di adempiere, alla scadenza, alle sue obbligazioni;
- *issuer ratings* (rating dell'emittente) sono giudizi sulla capacità dell'emittente di far fronte alle proprie obbligazioni che non sono garantite da strumenti collaterali;
- *bank financial strength ratings* i quali rappresentano rating che misurano la solidità e sicurezza delle banche;
- *claim-paying ability rating* che sono valutazioni relative alla solidità finanziaria di compagnie assicurative;
- *bank loan ratings* o rating relativi ai prestiti bancari.

Il rating è in grado di raccogliere una vasta quantità di informazioni, spesso fornite grazie a una collaborazione con gli emittenti stessi, sia qualitative che quantitative attraverso un valore alfanumerico, a questi valori, differenti per ogni agenzia, corrisponde una probabilità di rischio diverso.

Nella figura 1 sono illustrati tali valori: nella zona in grigio i rating vengono classificati come *speculative grade*, mentre nella zona superiore essi sono qualificati come *investment grade*.

A tali rating, corrispondono tassi d'interesse diversi: minori per le obbligazioni *investment grade*, e più elevati per i titoli *speculative grade*.

Moody's	S&P/Altri	Significato
Aaa	AAA	Qualità elevata
Aa1	AA+	Alta qualità
Aa2	AA	
Aa3	AA-	
A1	A+	Forte capacità di adempimento
A2	A	
A3	A-	
Baa1	BBB+	Adeguate capacità di adempimento
Baa2	BBB	
Baa3	BBB-	
Ba1	BB+	Probabile capacità di adempimento
Ba2	BB	
Ba3	BB-	
B1	B+	Elevato rischio
B2	B	
B3	B-	
Caa	CCC+ CCC CCC-	Vulnerabilità al <i>default</i>
Ca	C	In bancarotta o <i>default</i>
Moody's non ha la classe D	D	

Figura 1 Definizione del rating

Fonte: G.Ferri, P.Lacitignola, 2009, *Le agenzie di rating*, il Mulino

Il rating viene utilizzato da diversi interlocutori, quali: investitori, intermediari finanziari ed emittenti.

I primi utilizzano il rating per valutare il rischio di credito della loro controparte quando devono prendere decisioni sugli investimenti che dovranno effettuare; gli intermediari finanziari, come le banche di investimento, utilizzano il rating per rendere più efficiente il passaggio dei flussi di capitali dagli investitori agli

emittenti, offrendo in tal modo un parametro di riferimento del rischio di credito relativo a titoli differenti.

Per ultimi gli emittenti usufruiscono del rating per fornire un indicazione della loro affidabilità verso i propri investitori: a un più alto grado di affidabilità corrisponde una maggiore fiducia degli investitori stessi, e di conseguenza una più elevata propensione ad effettuare l'investimento.

Ad oggi, i rating influenzano i mercati in molti modi; dall'accesso al capitale di un emittente, alla struttura delle transazioni, passando per la capacità degli investitori ad effettuare particolari tipi di investimenti.

1.3 Storia delle agenzie di rating

Il primo rating venne pubblicato a opera di John Moody negli Stati Uniti nel 1909; tale rating aveva come principale oggetto le obbligazioni ferroviarie. Seguirono successivamente i rating della "Poor's Publishing Company" nel 1916 e della "Standard Statistics Company" nel 1922.

Prima ancora che si formassero le agenzie di rating, la maggior parte delle informazioni sulle attività economiche, le avevano le banche di investimento che, in qualità di creditori e firmatari dell'emissione di titoli, potevano accedere a tutte le informazioni finanziarie interne.

Nel rating del credito degli Stati Uniti le agenzie avevano lo scopo fondamentale di informare gli investitori circa la qualità creditizia dei titoli di nuova emissione.

Tutto ebbe inizio con la nascita dell'industria ferroviaria nella metà del diciannovesimo secolo che si sviluppò nell'America del Nord.

La forte espansione di tale industria necessitava di un ingente bisogno di capitale, che le banche e gli investitori non erano in grado di fornire; per questo motivo lo Stato cominciò ad emettere obbligazioni che potessero finanziare tale industria.

In quella fase di mercato gli investitori sentirono forte il bisogno di avere maggiori informazioni circa gli investimenti che avevano effettuato: a tale proposito nel 1860 Henry Varnum Poor pubblicò il volume *“History of Railroads and Canals in the United States”*; tale manuale riportava le statistiche operative e finanziarie relative alle imprese ferroviarie degli Stati Uniti.

Nel 1906 venne fondato lo Standard Statistic Bureau, che forniva informazioni finanziarie non normalmente disponibili sulle imprese finanziarie; nel 1916 Standard Statistic intraprese la prima attività di emissione di rating delle obbligazioni e successivamente del debito sovrano. Nel 1941 Standard Statistic si fuse con Poor's Publishing dando vita a Standard & Poor's, che nel 1966 venne acquisita dal gruppo editoriale McGraw-Hill.

Oggi, Standard & Poor's assegna rating a imprese, banche, istituzioni finanziarie, banche d'investimento e imprese assicurative.

Pochi anni prima invece, nel 1900, John Moody pubblicò il *“Moody's Manual of Industrial and Miscellaneous Securities”*. Tale manuale riportava informazioni e statistiche sulle azioni e obbligazioni delle istituzioni finanziarie, delle industrie e delle imprese manifatturiere. Ebbe un grandissimo successo.

Quando il mercato azionario crollò nel 1907, Moody's fu costretto a vendere la sua attività perché a corto di capitale per sostenerla, ma nel 1909 tornò nel mercato con una nuova idea: decise di offrire agli investitori la possibilità di analizzare i loro titoli invece di raccogliere dati sulla proprietà e sulla gestione; le conclusioni venivano indicate con un simbolo alfanumerico.

Nel 1914 John Moody incorporò "Moody Investor Service", cominciando lo stesso anno a espandere la sua copertura di mercato alle obbligazioni emesse dai governi locali. Nel 1924, l'azienda ampliò a tal punto la valutazione dei titoli da ricoprire il 100% del mercato obbligazionario statunitense.³

Nel corso del 1970, Moody's estese le sue valutazioni su fatture commerciali e depositi bancari. La maggioranza del business era: assegnazione del rating, insieme alla ricerca e all'analisi di una vasta gamma di titoli. Ad oggi Moody's ha 17 uffici in tutto il mondo, ed assegna rating a 100 nazioni sovrane, a 12.000 imprese, a 29.000 emittenti pubblici e a 96.000 obbligazioni di finanza strutturata.

Nel 2006 essa ha realizzato ricavi per \$1,894 milioni, di cui il 47% deriva dall'attività di rating a prodotti di finanza strutturata.

La terza agenzia a contendersi il mercato del rating, insieme a S&P e Moody's, è Fitch.

John Knowles Fitch fondò la "Fitch Publishing Company" nel 1913. Tale compagnia pubblicava statistiche finanziarie che venivano utilizzate nel settore degli investimenti tramite "*The Fitch Stock and Bond Manual*" e "*The Fitch James Bond Book*."

³Moody's History: A Century of Market Leadership
<https://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>

Nel 1924, Fitch introdusse la scala di rating che va da AAA a D per soddisfare la richiesta di analisi dei titoli finanziari. Con l'intenzione di divenire un completo servizio di rating mondiale, alla fine del 1990, Fitch si fuse con IBCA di Londra società controllata da Fimalac SA, una holding francese.

Fitch inoltre acquisì i suoi concorrenti sul mercato: la Thomson Bankwatch e la Duff & Phelps rating Co.

A partire dal 2004, Fitch ha iniziato a sviluppare società operative specializzate nella gestione del rischio aziendale, servizi dati e formazione del settore finanziario, attraverso l'acquisizione della società canadese, Algorithmics, e la creazione di Fitch Solutions e Fitch Training; essa oggi assegna rating a 15.000 banche, 800 imprese e 100 Stati sovrani.

1.4 Il mercato e l'assetto competitivo

La Commissione di Basilea segnala l'esistenza di 150 agenzie di rating nel mondo, sebbene il mercato del rating sia conteso solamente tra Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

Le prime due detengono insieme l'80% della quota di mercato globale, mentre Fitch detiene il 14% della quota di mercato totale.

Il restante 6% è conteso tra le agenzie definite nazionali, che hanno sede operativa nel resto del mondo.⁴

Tutte e tre le agenzie hanno forti legami con gli Stati Uniti d'America; Moody's e S&P sono di proprietà americana, la prima è

⁴ European Securities and Markets Authority (2013), "CRAs' Market share calculation according to Article 8d of the CRA Regulation".
http://esma.europa.eu/system/files/esma_cra_market_share_calculation.pdf

una società indipendente mentre la seconda è di proprietà della McGraw-Hill, e Fitch, nonostante sia proprietà di una società francese, la Fimalac, ha origini e pratiche negli Stati Uniti. Essendo Moody's quotata a Wall Street, i suoi numeri sono più visibili rispetto alle altre due: nel 2000 essa presentò ricavi per circa 602 milioni di dollari. Il 70% di tali ricavi nasce negli Stati Uniti, e il 90% di essi deriva dal rating delle obbligazioni.⁵ Esse sono ampiamente presenti anche al di fuori del mercato statunitense: Moody's e S&P forniscono il loro servizio in Europa. La prima in larga scala in Asia, rispetto alla seconda, la cui copertura è controbilanciata in America Latina, e rappresentano dei player globali.

Il motivo per cui vi sia una così scarsa copertura da parte di altre agenzie nel mondo, e ve ne sia quindi una maggiore da parte delle "tre sorelle" globali, è giustificato dal fatto che vi è stato uno sviluppo minore nei paesi non USA del mercato delle obbligazioni, e di conseguenza, una minore esigenza di coprire il buco generato dalle asimmetrie informative.

Esempio ne è il fatto che la crescita successiva dei prodotti di finanza strutturata nel mondo, come ad esempio in Asia, ha reso poi possibile l'aumento del tasso di crescita delle agenzie; come nel caso di Moody's, passando nel 2001, da un tasso del 18% annuo al 36%.

Ciò non spiega in ogni caso il motivo per il quale vi sia una così ridotta copertura di altre agenzie di rating negli Stati Uniti.

⁵ White L.J. (2001), "The Credit Rating Industry: An Industrial Organization Analysis" Stern School of Business New York University, New York.

Una delle cause potrebbe essere la forte regolamentazione esercitata da parte della SEC (*Securities and Exchange Commission*) circa quali società potevano divenire NRSRO (*National Recognized Statistical Rating Organizations*): dal 1975 al 1991 la SEC nominò come NRSRO Standard and Poor's, Moody's, Fitch e solo altre cinque agenzie, e non designò altre società da quel momento.

Questo fattore potrebbe sicuramente aver creato un problema di barriere all'entrata, limitando in questo caso l'accesso al mercato del rating; con questo particolare tipo di barriera all'entrata, di carattere istituzionale, si intende il meccanismo con il quale vincoli di natura regolamentativa legano lo svolgimento di una determinata attività produttiva al conseguirsi di un'autorizzazione, di un permesso o di una licenza.⁶

Un altro fattore che ha sicuramente concorso a limitare l'accesso al mercato alle altre agenzie è il concetto di reputazione.

Shapiro nel 1986 scrisse in merito alla reputazione che *"a firm has a good reputation if consumers believe its products to be of high quality"*⁷.

La reputazione assume grande importanza quando gli investitori dispongono di minori informazioni rispetto ai loro emittenti; più alta sarà la reputazione delle agenzie, più gli investitori crederanno nella qualità del rating da queste emesso, e saranno maggiormente convinti che il loro investimento andrà a buon fine: gli investitori

⁶ Scognamiglio Pasini C. (2013), "Economia Industriale – Economia dei mercati imperfetti". LUISS University Press, Roma.

⁷ Shapiro C. (1983), "Premiums for high quality products as returns to reputations", *Quarterly Journal of Economics* vol. 98, Oxford University Press, Oxford.

generalmente preferiscono le imprese leader nel mercato, quelle che godono di maggiore reputazione.

Ulteriori elementi che influenzano la competizione nel mercato del rating sono sicuramente le economie di scala.

Le grandi agenzie di rating hanno vantaggi nei costi grazie alla loro alta attività rispetto alle agenzie minori; inoltre la loro radicata permanenza nel mercato da ormai più di un secolo ha consentito loro di divenire *first mover*, e di acquisire quindi un vantaggio competitivo rispetto alle agenzie nate con più ritardo.

Come visto in precedenza, sono Moody's e S&P a detenere la maggior parte della quota di mercato totale (80%); Fitch attualmente compete cercando di specializzarsi nella nicchia della finanza strutturata.

In termini economici, la situazione analizzata può far pensare ad un regime economico duopolistico; circostanza limite rispetto all'oligopolio; ma la differenza principale è che il prezzo e la qualità del mercato del rating, non sono determinati dalle regole di una perfetta concorrenza, bensì dall'interazione strategica tra le agenzie; esse, relazionandosi tra loro, sono in grado di massimizzare i loro profitti applicando il prezzo più alto possibile che gli emittenti o gli investitori siano disposti a sostenere; il prezzo di riserva.

Le agenzie venderanno i loro servizi a tale prezzo, e gli emittenti, d'altro canto, saranno disposti a pagare un prezzo così alto in quanto la loro valutazione rispetto al servizio da esse offerto è molto elevata.

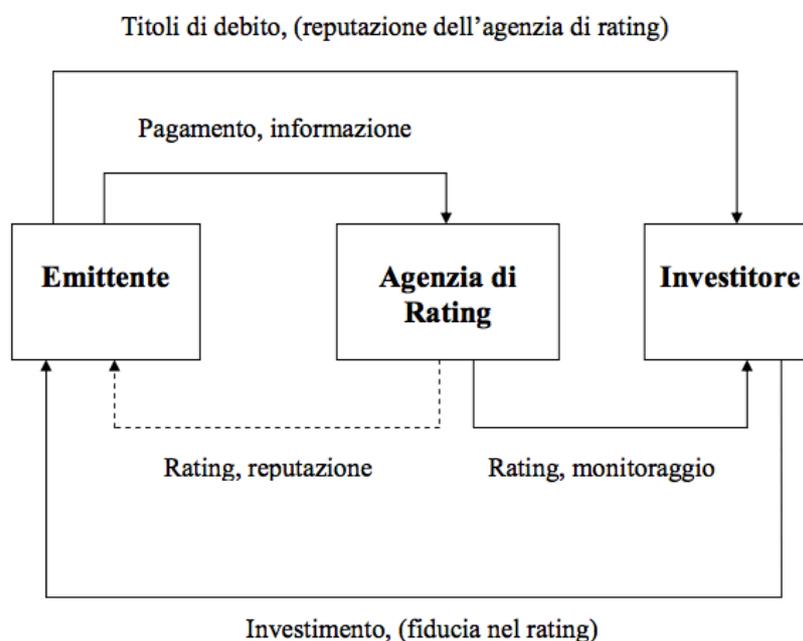


Figura 2: Intermediazione delle informazioni delle agenzie di rating.

Fonte: Fabian D. (2007), “*The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*”, University of Cologne, Cologne.

Come è possibile notare nella Figura 2; gli emittenti, dopo aver venduto un titolo di debito ai loro investitori, pagheranno un compenso all’agenzia di rating, solitamente su base annuale, la quale, dopo aver valutato le informazioni ricevute, comunicherà agli investitori il proprio giudizio. I ricavi delle agenzie sono originati quindi dalla cessione dei rating dei soggetti valutati. Questo modello, definito *issuer pay*, si basa sul concorso dell’emittente durante il lavoro di analisi dell’agenzia di rating; tale rapporto può costituire un punto di forza se applicato con i criteri di correttezza e responsabilità, ma se dovessero prevalere pratiche collusive, per le quali l’agenzia di rating diffonde pareri

eccessivamente positivi a fronte di compensi, più o meno diretti, da parte dell'emittente, tale rapporto può costituire sicuramente una problematica non di poco conto (cfr. *infra*).

1.4 Conclusioni

Le agenzie di rating sono presenti nella nostra storia da più di un secolo e partecipano al processo di valutazione di titoli e rischi. In questo primo capitolo è stato possibile fornire un'informazione generale sul ruolo delle agenzie di rating focalizzandosi principalmente sulle tre agenzie Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

È stato possibile notare come esse siano nate con ritardo e in maniera parallela all'evoluzione dei mercati finanziari all'inizio del diciannovesimo secolo, presentando una prima analisi sulle loro valutazioni, i rating per l'appunto, nati con l'esigenza di offrire agli investitori, emittenti e intermediari finanziari, un'informazione più articolata e precisa sulla loro controparte.

Per ultimo, è stato possibile analizzare la posizione dominante che i tre colossi del rating hanno acquisito negli anni, situazione che, come si potrà vedere nei capitoli successivi, ha provocato non pochi problemi in termini di oggettività e indipendenza del servizio offerto.

Capitolo 2. I rating durante la crisi finanziaria

2.1 Introduzione

L'andamento dei rating assegnati nel corso degli ultimi decenni, è stato oggetto di attenzione di molti studiosi interessati a comprendere e prevederne la dinamica.

L'evolversi dei prodotti di finanza strutturata ha reso sempre più necessario e utile il rating come strumenti di verifica del livello di rischio di queste nuove opportunità di investimento.

Le preoccupazioni degli analisti manifestatesi alle prime luci della crisi asiatica del 1996, faceva presagire che le agenzie di rating non avrebbero più rivestito il ruolo principale di portatore di informazioni essenziali per gli investitori.

In questo secondo capitolo, verrà inizialmente data una definizione della teoria che lega il rating al ciclo economico; nella seconda parte sarà descritto come l'applicazione di tale teoria da parte delle agenzie di rating abbia fallito durante la crisi finanziaria cominciata nel 2007 negli Stati Uniti d'America.

2.2 La teoria della relazione tra rating e ciclo economico

Il ruolo delle agenzie di rating è quello di fornire un giudizio accurato considerando sia la situazione corrente che le prospettive dell'emittente e dell'emissione, nonostante vi sia la possibilità di un cambiamento del merito di credito del debitore.

Le agenzie si trovano quindi spesso a fronteggiare situazioni nelle quali il merito creditizio di un ente viene a mutare nel corso del tempo, esse revisioneranno il loro rating solo quando è improbabile che la situazione che lo ha determinato sia temporanea.

La teoria del ciclo economico che viene applicata dalle agenzie, si focalizza quindi su due aspetti principali: in primo luogo, un approfondimento sulla componente permanente del rischio di insolvenza, e la seconda, una prudente politica nel cambiamento del rating.

Per quanto riguarda il primo aspetto, le agenzie hanno una tendenza ad ignorare le fluttuazioni del rischio di *default* nel breve termine, focalizzando l'attenzione solamente la parte di lungo termine e la componente strutturale.

La politica di revisione del rating, viene messa in atto dalle agenzie solamente quando vi sono cambiamenti sostanziali nella componente del rischio del debitore.⁸

Secondo uno studio di Altman e Rijken (2005), l'aggiustamento del rating è un processo lento e circa il 70% degli investitori sostiene che il rating dovrebbe riflettere i cambiamenti del rischio di *default* di un'impresa dando allo stesso tempo un giudizio più equilibrato e stabile possibile.⁹

Assegnare rating attraverso il ciclo economico, è divenuto il modo migliore di misurare il rischio di *default* in maniera che esso sia immune alle variazioni economiche nel breve periodo, riducendo allo stesso tempo la volatilità del rating.

⁸ Ferri G., Lacitignola P. (2009), "Le agenzie di rating", il Mulino, Milano

⁹ Altman E.I., Rijken H.A. (2005), "The effects of rating through the cycle on rating stability, rating timeliness and default prediction performance", Stern School of Business New York University, New York.

Uno studio di Amato e Furfine (2004) dimostra che i rating possono essere relazionati al ciclo economico mettendo in relazione le revisioni dei rating con il ciclo economico (Figura 1). La figura suggerisce che nel corso delle recessioni, i rating hanno una maggiore probabilità di subire un *downgrade*; inoltre uno studio di Cantor e Mann (2003) dimostra che anche le valutazioni di Moody's sono correlate positivamente agli indicatori del ciclo economico.¹⁰

Downgrades and default across the business cycle

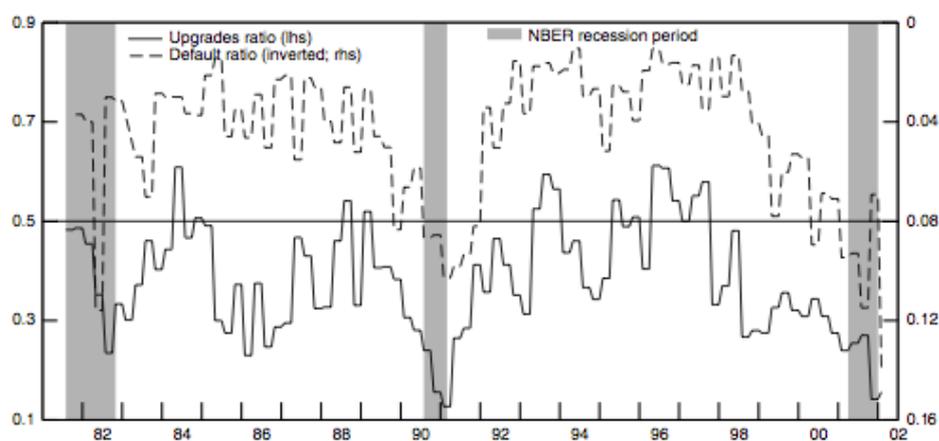


Figura 1 Downgrades and default across the business cycle
 Fonte: Amato J.D., Furfine C.H. (2004), "Are credit ratings procyclical?"
 Journal of Banking & Finance 28

Le principali questioni che emergono nell'applicazione di tale metodologia, hanno portato serie problematiche alle agenzie: trattare uno shock come permanente quando è transitorio potrebbe condurre a decisioni sbagliate quando si assegna un rating.

¹⁰ Cantor R., Mann C. (2003), "Measuring The Performance Of Corporate Bond Ratings", Special Comment, Moody's Investor Services.

Allo stesso modo, considerare uno shock negativo come transitorio quando è nel fatto permanente porterà ad una reazione che metterà in cattiva luce l'agenzia.

Ma, la principale questione che è emersa nel corso degli anni novanta, è quella relativa alla pro-ciclicità del rating; attraverso essa si instaurano meccanismi con i quali il sistema finanziario contribuisce ad amplificare le fluttuazioni del ciclo economico. Un'analisi sul declassamento dei rating sovrani nel corso della crisi asiatica del 1997 fu condotta da Ferri, Liu e Stiglitz (1999), essi dimostrarono che le agenzie di rating si erano comportate in maniera pro-ciclica in quanto esse, prima dell'esplosione della crisi, avevano assegnato rating più alti di quanto fosse giustificabile, abbassandoli successivamente nel corso della crisi in maniera più che proporzionale di quanto è sembrato implicare dal deterioramento dei fondamentali macroeconomici.

Una spiegazione sul possibile comportamento pro-ciclico delle agenzie di rating secondo i tre analisti, è connesso al capitale di reputazione delle agenzie: esse sono fortemente legate alla loro reputazione, e se essa fluttua in maniera pro-ciclica, le agenzie avranno un incentivo maggiore ad assegnare rating pro-ciclici.¹¹

Uno studio condotto da Salvador e Pastor (2013) ha dimostrato che le agenzie posseggono un carattere pro-ciclico, caratterizzato da criteri di assegnazione del rating più "rilassati" nei periodi di

¹¹ Ferri G., Liu L.G., Stiglitz J.E. (1999), "The procyclical role of rating agencies: Evidence form the East Asian crisi", Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 28

espansione economica, e da criteri più stringenti e severi nei periodi di recessione.¹²

2.3 L'andamento dei rating durante la crisi finanziaria

Le agenzie di rating sono state testimoni e protagoniste di una crescente instabilità finanziaria che ha travolto l'intero sistema. Lo sbaglio che le agenzie hanno compiuto fu quello di sottostimare il rischio sistemico; esso rappresenta la possibilità del crollo di un intero sistema finanziario o di un intero mercato causato da eventi idiosincratici o per colpa di intermediari finanziari. Attraverso il rischio sistemico, vi è la possibilità che il fallimento di una singola entità possa causare il fallimento a cascata di altre entità, portando al collasso l'intero sistema finanziario.

Uno studio di Kuhner (2001) dimostra che le asimmetrie informative hanno giocato in questo contesto un ruolo importante: dopo che lo shock si è verificato, esse, con riguardo al merito creditizio dell'ente in questione, portano a una percezione generale negativa sulla qualità del credito di quest'ultimo e come conseguenza, al ritiro dei fondi dal mercato da parte dei creditori.¹³ In questo contesto, le agenzie di rating avrebbero dovuto dare un chiaro segnale di pre-allarme agli investitori in modo da far loro prendere decisioni razionali in caso di uscita.

¹² Salvador C., Pastor J.M. (2013), "Impact of the subprime crisis on bank ratings: The effect of the hardening of rating policies and worsening solvency". *Journal of Financial Stability*

¹³ Kuhner C. (2001), "Financial rating agencies: are they credible?", Schmalenbach Business School.

L'errata visione evolucionistica che ha subordinato unilateralmente le banche ai mercati finanziari fu il secondo grande errore delle agenzie di rating.

Alcuni studiosi, tra i quali Cantor e Packer, hanno espresso grandi preoccupazioni per quanto riguarda la pressione competitiva che le agenzie hanno subito e che le ha condotte a competere per l'assegnazione del rating, compromettendone l'affidabilità.¹⁴

Questa fu notevolmente compromessa per la nascita di un meccanismo definito *rating shopping* da parte degli emittenti.

Tale fenomeno ha luogo quando l'emittente sceglie l'agenzia di rating che gli assegnerà un rating più elevato, o che possiede criteri più permissivi per l'assegnazione di esso. La competizione tra le agenzie aumenta anche per via di questo fenomeno: se l'emittente non è soddisfatto del rating acquisito, si rivolgerà a un'altra agenzia per un rating più elevato.

La preoccupazione di molti studiosi deriva anche dalla loro convinzione circa gli effetti che i rating hanno avuto sugli investitori: essi hanno fatto affidamento quasi esclusivamente ad essi, essendo stati questi l'unico metodo di valutazione del rischio derivante dalla detenzioni di titoli.

Di conseguenza, la qualità del rating divenendo più instabile e discutibile per via dei numerosi declassamenti (cfr. *infra*), ha messo in serio pericolo gli investitori che non avevano alcun modo per valutare in maniera indipendente il rischio.

¹⁴ R. Cantor, F. Packer 1994, "The credit rating industry", Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York.

Il risultato di questo strano meccanismo fu il susseguirsi di precipitose revisioni dei rating che riguardavano i prodotti di finanza struttura quando la crisi è scoppiata.

Structured Finance Upgrades and Downgrades

Cohort Formed	Rated Tranches	A. Total Upgrades and Downgrades					
		Downgrade		Upgrade		Withdrawn Rating	
		No.	Average Change ^a	No.	Average Change ^a	No.	%
1/1/1990	2,825	85	-1.20	48	1.7
1/1/1991	3,993	155	-1.20	124	3.1
1/1/1992	5,571	87	-1.8	122	2.1	828	14.9
1/1/1993	7,290	149	-1.5	131	1.5	1,336	18.3
1/1/1994	9,320	192	-2.8	237	1.9	1,038	11.1
1/1/1995	11,083	148	-2.0	352	1.7	637	5.7
1/1/1996	13,403	175	-2.7	272	1.9	1,065	7.9
1/1/1997	15,298	49	-1.5	439	1.5	1,100	7.2
1/1/1998	18,214	447	-2.4	366	2.0	1,924	10.6
1/1/1999	20,419	330	-3.6	380	2.2	2,169	10.6
1/1/2000	23,358	463	-1.5	642	2.3	2,235	9.6
1/1/2001	26,905	476	-2.5	557	1.7	3,084	11.5
1/1/2002	31,901	1,847	-2.9	720	1.8	4,598	14.4
1/1/2003	38,147	2,515	-3.1	699	2.5	7,920	20.8
1/1/2004	43,476	1,798	-3.6	1,216	2.4	6,953	16.0
1/1/2005	52,843	874	-2.5	2,202	2.2	6,878	13.0
1/1/2006	71,462	986	-2.5	2,748	2.3	7,085	9.9
1/1/2007	94,127	8,109	-4.7	2,990	1.9	6,692	7.1
1/1/2008 ^b	442,908	36,880	-5.6	1,269	2.4	6,380	1.4

Figura 2 Structured Finance Upgrades and Downgrades

Fonte: Benmelech E., Dlugosz J. (2010), "The Credit Rating Crisis", National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago.

La figura 2, mostra le variazioni dei rating di tali prodotti per gli anni che vanno dal 1990 al 2008.

Come mostra la figura, fino al 2002, il numero di *downgrades* fu pressoché simile a quello degli *upgrades*.

Tra il 2002 e il 2003 il numero dei *downgrade* aumentò drammaticamente, in quanto la qualità creditizia delle imprese si deteriorò in seguito al rallentamento dell'economia avvenuta nel 2001. È il caso di citare gli eventi riguardanti la società operante nel campo dell'energia Enron, valutata fino a quattro giorni prima del proprio fallimento Baa1, e il caso della società Parmalat valutata come non speculativa solo fino a pochi giorni prima del collasso.

Il numero di declassamenti è aumentato drasticamente nel 2007 e nel primo trimestre del 2008, dove furono pari a 36,880.

Per Standard & Poor's su un totale di 1,693 revisioni, circa il 91.2% (1,544) sono stati declassamenti.

2.4 Conclusioni

Alle agenzie di rating sono state attribuite negli ultimi anni molteplici colpe e molte istituzioni hanno agito legalmente contro di esse individuandole come propulsori e iniziatori delle crisi economiche dei loro paesi.

La questione che emerge da queste analisi, è che i mercati, gli intermediari, le banche e le stesse istituzioni hanno molto dipeso dai giudizi delle agenzie di rating.

Esse infatti, hanno sempre voluto far emergere che i loro giudizi, che nascono per evitare il crearsi di asimmetrie informative tra investitori e debitori, non devono essere considerati alla stregua di dati certi e premonitori di future situazioni finanziarie ed economiche, ma semplicemente come valutazioni riguardanti una determinata entità in un preciso momento storico.

Il comportamento posto in essere dalle agenzie a partire dalle prime crisi asiatiche degli anni 90, finendo con i fallimenti delle grandi società nel 2007, ha destato sospetti sul comportamento funzionale e corretto di esse, che sembrò essere stato piuttosto spinto da motivi di interessi personale.

Il punto analizzato in questo secondo capitolo ha fatto perno sulla responsabilità delle agenzie di rating e dei loro giudizi sulla crisi finanziaria globale che ebbe inizio nel 2007.

Nella prima parte di questo capitolo è stato analizzato il meccanismo con il quale le agenzie assegnano i loro rating, il metodo *through the cycle*, focalizzato principalmente sulla componente permanente del credito; tale metodo come visto trascura gli effetti del ciclo economico sul breve periodo per non assegnare rating che siano soggetti a instabilità e possibili variazioni; in tal modo è stato possibile misurare gli effetti che tale meccanismo ha successivamente generato: un ritardo nell'aggiustamento dei giudizi e numerosissimi declassamenti che presero piede in tutto il mondo dagli anni 2000 a seguire.

Capitolo 3. I rating delle banche Italiane durante la crisi

3.1 Introduzione

La crisi finanziaria che ha avuto inizio a partire dalla prima metà del 2007, ha avuto forti ripercussioni sul sistema bancario nazionale e internazionale, provocando tensioni nelle posizioni patrimoniali e finanziarie degli intermediari finanziari.

Le banche, per far fronte a questa tendenza, hanno aumentato il loro capitale e hanno ridotto l'ammontare dei prestiti offerti rafforzando il loro impegno a contenere il fabbisogno di capitale.

Il sistema bancario italiano ha cominciato a rallentare a partire dal 2007, attraversando comunque in maniera soddisfacente la crisi per via di un modello di intermediazione basato sull'attività creditizia per famiglie e imprese e grazie a un forte quadro regolamentare e ad una vigilanza prudente.

Ma con lo scoppio della crisi finanziaria la dinamica dei prestiti si è affievolita per un meccanismo in parte dovuto al peggioramento del merito creditizio della clientela bancaria.

In questo terzo capitolo verrà studiato il comportamento delle maggiori banche italiane durante la crisi finanziaria attraverso la costruzione di un campione formato da 30 banche italiane più grandi in termini del totale dell'attivo detenuto da esse; su tale campione verranno analizzati i rating assegnati da parte di Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

Successivamente saranno analizzati gli eventuali *upgrades* e *downgrades* messi in atto dalle agenzie di rating a partire da due

periodi di riferimento: quello antecedente la crisi dei *subprime* (2000-2007), e quello successivo tale crisi (2008-2009).

Nella seconda parte del capitolo verrà analizzata la metodologia con la quale le agenzie procedono all'assegnazione dei rating sulla base di dati disponibili dal bilancio delle banche considerate nel campione.

Per ultimi, verranno confrontati i risultati ottenuti attraverso questo procedimento.

3.2 La costruzione del campione

Per la costruzione del campione è stato innanzitutto scelto un numero di banche tra quelle presenti in Italia pari a 30. Esse rappresentano le prime 30 banche italiane a possedere un totale dell'attivo maggiore in ordine decrescente.

I valori relativi all'ultimo bilancio disponibile partono da 1.666.513 (UniCredit SpA) a 2.168 milioni di dollari (Cassa del Trentino SpA).

I dati relativi a tali banche sono stati raccolti attraverso i database Bankscope e Bloomberg e attraverso i siti web delle banche stesse. Le banche selezionate per il campione sono in ordine decrescente: UniCredit SpA, Intesa Sanpaolo, Cassa Depositi e Prestiti, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Banca IMI SpA, Unione di Banche Italiane Scpa-Ubi Banca, Banca Nazionale del Lavoro SpA, Banca popolare dell'Emilia Romagna, Banca popolare di Milano SCaRL, Banca Popolare di Vicenza Società cooperativa per azioni, ICCREA Banca SpA, Banca Carige SpA, Iccrea Holding SpA, Dexia CREDIOP SpA, Banca Popolare di Sondrio, Credito

Emiliano SpA, Credito Valtellinese, Cassa di Risparmio di Firenze, Agos Ducato, FGA Capital, Credito Bergamasco, Aletti & C. Banca di Investimento Mobiliare, Iccrea BancaImpresa SpA, Banco di Desio e della Brianza SpA, Banca Italease SpA, Banca Mediocredito del Friuli Venezia Giulia SpA, Mediocredito Trentino-Alto Adige SpA, Banca UBAE SpA e Cassa del Trentino SpA.

Per ognuna di queste banche sono stati raccolti i rating assegnati da parte di Standard & Poor's, Moody's e Fitch in due diversi periodi: quello antecedente la crisi dei *subprime* (2000-2007), e quello successivo a tale crisi (2008-2009).

I giudizi alfanumerici delle agenzie sono stati trasformati in una scala numerica da 1 a 6; indicando con 6 il rating più elevato assegnato e con 1 il rating più basso.

L'ammontare delle osservazioni raccolte è stato pari a 423 sul totale delle 30 banche italiane considerate.

Tali osservazioni si riferiscono ai rating di lungo termine degli emittenti.

Le osservazioni emesse da parte di Fitch sono state pari a 306: 230 tra il 2000-2007 e 59 tra il 2008-2009.

Quelle emesse da Moody's sono state 55: 33 tra il 2000-2007, 22 tra il 2008-2009.

Per Standard & Poor's su un totale di 62 osservazioni, 49 sono state emesse tra il 2000 e il 2007 e 13 tra il 2008 e il 2009.

Il rating più basso è rappresentato dal valore BB+ in quanto non sono stati assegnati rating minori nei periodi considerati; stesso discorso vale per il rating più alto, AA.

Sono state costruite due tabelle le quali si riferiscono ai due periodi presi in considerazione per osservare gli eventuali *upgrades* e *downgrades* messi in atto dalle agenzie successivamente alla crisi finanziaria.

Sono state calcolate per entrambi i periodi considerati, le distribuzioni percentuali dei rating dell'emittente, il rating medio, il numero di valutazioni emesse e il numero di banche valutate. Oltre a questi elementi, è stato inoltre analizzato il potere di mercato detenuto dalle singole agenzie rispetto al numero di valutazioni emesse.

Analizzando i dati ottenuti, Fitch ha rappresentato l'agenzia di rating a detenere il maggior potere di mercato in Italia con il 73,71% per le valutazioni emesse tra il 2000-2007 e il 68,46% per quelle emesse tra il 2008-2009.

Moody's e Standard & Poor's hanno detenuto invece quote di mercato molto più basse rispetto a Fitch; vi è infatti un basso numero di osservazioni emesse da parte di esse tra il 2000 e il 2009.

I risultati ottenuti dalle Tabelle 1 e 2 mostrano che le agenzie hanno messo in atto una serie di declassamenti successivamente alla crisi: il rating medio delle 30 banche prese come campione è passato infatti da un valore di 4,21 a 3,66 (da A/A2 a A-/A3) tra il 2007 e il 2008.

Tutte e tre le agenzie hanno declassato la maggior parte delle banche italiane; tra il 2008 e il 2009 infatti, sono stati assegnati giudizi inferiori al rating più basso (BBB-), come nel caso di Moody's con il valore (Ba1).

Tabella 1

Rating dell'emittente (2000-2007)

Scala numerica	Rating	Fitch	Moody's	S&P	Totale osserv.
6	AAA- AA+	-	-	-	-
6	AA/Aa2	7,82	33,33	6,12	32
6	AA-/Aa3	15,65	15,15	16,32	49
5	A+/A1	17,82	12,12	8,16	49
4	A/A2	18,69	15,15	26,5	61
3	A-/A3	21,7	9,09	32,65	69
2	BBB+/Baa1	15,2	6,06	10,2	42
1	BBB/Baa2	3,04	3,03	-	8
1	BBB-/Baa3	-	6,06	-	2
1	BB+/Ba1	-	-	-	0
n. rating emessi		230	33	49	312
Rating medio		4,03	4,6	4	4,21
n. banche analizzate		30	15	19	30
Quota di mercato		73,71%	10,57%	15,70%	100%

Fonte: elaborazione dell'autore.

Tabella 2

Rating dell'emittente (2008-2009)

Scala numerica	Rating	Fitch	Moody's	S&P	Totale osserv.
6	AAA- AA+	-	-	-	0

6	AA/Aa2	5,08	4,54	-	4
6	AA-/Aa3	11,8	18,18	-	11
5	A+/A1	22,03	27,27	7,69	20
4	A/A2	35,5	18,18	46,15	31
3	A-/A3	18,64	13,63	46,15	20
2	BBB+/Baa1	6,77	4,54	-	5
1	BBB/Baa2	-	-	-	0
1	BBB-/Baa3	-	9,09	-	2
1	BB+/Ba1	-	4,54	-	1
n. rating emessi		59	22	13	94
Rating medio		3,28	4,09	3,61	3,66
n. banche analizzate		30	15	19	30
Quota di mercato		68,46%	19,81%	11,7%	100%

Fonte: elaborazione dell'autore

3.3 Metodologia di analisi

Per effettuare una valutazione sulla qualità del credito delle banche, le tre principali agenzie, Standard & Poor's, Moody's e Fitch, tengono principalmente conto di vari aspetti.

Sotto un punto di vista qualitativo, gli analisti si affidano a incontri con i manager delle banche per ottenere informazioni soggettive relative alle prospettive del mercato.

Da un punto di vista quantitativo, le agenzie di rating tengono conto di parametri quali:

- Liquidità: rapporto tra attività liquide e attività totali.

La liquidità è un indice fondamentale per la valutazione della qualità del credito di una banca in quanto riflette la capacità di essa di far fronte ai suoi impegni nel breve termine.

Le attività liquide riducono il rischio di liquidità delle banche, generando un rendimento relativamente più basso ed un rating conseguentemente migliore.

- Redditività: rapporto tra utile corrente ante oneri finanziari e attività totali, (ROA).

La redditività rappresenta una misura importante per valutare la qualità del credito di una banca la quale attraverso tale misura è in grado di generare risorse che la possono proteggere dai rischi insiti nell'attività che compie.

Una maggiore redditività della banca potrebbe portare infatti a una migliore valutazione del credito.

- Capitale: rapporto tra *equity* e attività totali.

Il capitale è un indice significativo in quanto misura la capacità di una banca di assorbire le proprie perdite nel caso in cui incorresse in difficoltà.

Le banche maggiormente capitalizzate hanno un rischio di insolvenza e di *default* minore, portando a migliori rating.

- Depositi: rapporto tra depositi al dettaglio e finanziamenti totali.

I depositi al dettaglio hanno un minor tasso di interesse, che si traduce in una maggiore redditività futura e quindi in una migliore valutazione.

- Prestiti: misurati dalla percentuale di prestiti che figurano dallo stato patrimoniale.

Tendono a generare profitti più stabili rispetto ad altri tipi di attività, con rating conseguentemente migliori.

- Dimensione: le banche di maggiori dimensioni hanno migliori opportunità di diversificare il loro rischio e sostengono minori costi di finanziamento rispetto alle banche di minori dimensioni.

La presenza di economie di scala nelle banche di grandi dimensioni offre benefici maggiori sul piano dei costi.

Il risultato finale è che le banche più grandi presentano rating migliori anche grazie al meccanismo *too big to fail* che si presenta quale garanzia informale da parte dello Stato che in caso di difficoltà si farà carico delle perdite.

- Riserve: rapporto espresso in percentuale tra le riserve totali sulle attività totali.
- Diversificazione geografica: questa misura assume rilevanza nel definire la rischiosità di una banca quando questa abbia attività concentrate in una particolare regione, in quanto potrebbe essere soggetta alle variazioni del ciclo economico che interessano in un dato momento la regione nella quale opera la banca.

Questa misura è ottenuta dall'indice di Hirschman-Herfindal (HHI).

- Efficienza: una stima dell'efficienza delle banche è utile ai fini del rating in quanto consente di visualizzare quanto una banca sia in grado di controllare e ridurre i propri costi così ottenendo un rating positivo.

- **Potere di mercato:** questa misura riflette la capacità della banca di fissare prezzi superiori ai propri costi marginali.
Maggiore il potere di mercato detenuto dalla banca, maggiore sarà la capacità di generare profitti positivi o di migliorare la sua protezione contro i diversi rischi che le si propongono.
Migliore sarà di conseguenza la valutazione di essa.
L'indice di utilizzato per calcolare il potere di mercato è quello di Lerner.
- **Ciclo economico:** un fattore utilizzato dagli analisti è quello che riguarda il ciclo economico.
Un periodo di recessione porterà a conseguenze negative per la qualità del credito delle banche, in quanto porta a un deterioramento della qualità delle attività e dei profitti della banca; questo può influenzare il rating positivamente o negativamente.

Oltre agli indici sopra analizzati, le agenzie prendono in considerazione fattori esterni quali ad esempio il mercato all'interno del quale la banca si trova ad operare.

3.4 Risultati

In questo paragrafo verranno analizzati i risultati ottenuti attraverso l'osservazione dei dati disponibili dai bilanci delle banche campione.

Vengono quindi confrontate le variazioni degli indici analizzati con gli *upgrades* e *downgrades* messi in atto dalle agenzie di rating nei confronti delle banche precedentemente selezionate.

Sono state ricavate le variazioni percentuali di alcuni degli indici analizzati nel paragrafo 3.2 per due periodi differenti: l'anno precedente la crisi dei *subprime* (2007), e quello successivo tale crisi (2008).

Attraverso la Tabella 3, è possibile notare ad un cambiamento negativo di alcuni di questi indici con lo scoppiare della crisi finanziaria; ciò giustificherebbe in parte i declassamenti delle agenzie di rating nei confronti delle principali banche italiane trattate.

In particolare, si è assistito ad un aumento dei prestiti di 0,2 punti percentuali.

Questi rappresentano le principali attività generatrici di reddito per le banche; dalle variazioni negative dei prestiti discendono i rischi di credito, insolvenza e liquidità.

L'aumento dei prestiti dal 2007 al 2008 è significativo per giustificare gli *upgrades* assegnati alle banche da parte di Fitch, Standard & Poor's e Moody's: a fronte di maggiori prestiti corrisponde un minor rischio di liquidità per le banche e rating conseguentemente migliori.

Difatti, dalle Tabelle 4,5 e 6 dell'appendice, è possibile notare un aumento positivo delle distribuzioni percentuali di tutte e tre le agenzie nell'assegnazione del rating A/A2.

I *downgrades* osservati nel paragrafo 3.2 sarebbero in parte motivati da una diminuzione dei depositi attestata intorno allo 1,6% tra il 2007 e il 2008.

Il rischio maggiore connesso con una diminuzione di depositi è infatti quello di credito, correlato con la probabilità di un mancato pagamento dei flussi di cassa attesi dalle attività in portafoglio. Dalla Tabella 3 è inoltre possibile osservare ad una diminuzione della liquidità dello 0,27% dal 2007 al 2008.

Il rischio collegato a quest'evento, quello di liquidità, è che le banche non siano in grado di rispettare i loro impegni di pagamento a causa della difficoltà di reperire fondi o di liquidare attività sul mercato.

A fronte di questi rischi cui sono incorse le banche, i *downgrades* di tutte e tre le agenzie di rating sono stati molteplici, in particolar modo per quelli che sono i giudizi più elevati (AA/AA-) declassati ad AA-/Aa3.

Tabella 3

Valori medi delle variabili che definiscono il merito di credito delle banche.

Indici di bilancio	2007	2008
Liquidità	3,70%	3,57%
Prestiti	60,5%	60,7%
Depositi e finanziamenti	53,6%	52%
Equity	7,2%	6,5%
Altre attività fruttifere	28,3%	28,7%
Attività fisse	1,3%	1,2%
Attività non fruttifere	10%	9,4%
Interessi su passività	33,6%	36,6%

Altri interessi	4,7%	4,1%
Altre riserve	0,9%	0,8%

Fonte: elaborazione dell'autore

3.5 Conclusioni

La crisi finanziaria ha avuto effetti minori sul sistema bancario in Italia rispetto a quello statunitense.

Questo risultato è dovuto in parte grazie ad una forte regolamentazione esercitata sulle banche italiane che le ha rese meno vulnerabili rispetto a quelle estere.

In ogni caso la crisi ha comunque avuto i suoi effetti in Italia.

Il risultato ottenuto è conseguenza dello studio sul campione preso in considerazione in questo capitolo.

In questo terzo capitolo infatti, è stato possibile osservare come il merito creditizio delle banche italiane considerate nel campione sia peggiorato nel passaggio dagli anni 2000-2007 agli anni 2008-2009.

Il risultato è stato conseguito mediante la raccolta di dati disponibili su Bloomberg ed in seguito ad un'analisi delle distribuzioni percentuali dei rating assegnati ai principali gruppi bancari considerati.

Le conclusioni ottenute rivelano come i giudizi assegnati principalmente da Fitch e successivamente da Moody's e Standard & Poor's, abbiano subito un avanzamento negativo in seguito allo scatenamento della crisi dei *subprime* nel 2007 negli Stati Uniti d'America.

Nel secondo paragrafo sono stati analizzati i principali dati disponibili dai bilanci delle banche campione e da essi è stato possibile rilevare un cambiamento negativo di tali valori in seguito alla crisi finanziaria.

Le valutazioni emesse da parte di Standard & Poor's, Moody's e Fitch infatti, sono risultate negative a seguito della crisi dei *subprime*.

Conclusioni

L'obiettivo di questo trattato è stato, da un lato rintracciare e descrivere le origini storiche delle agenzie di rating e del loro metro di giudizio, il rating, dall'altro esaminare la metodologia utilizzata da esse nell'assegnazione dei propri giudizi; cercando in particolar modo di definirla in via generica nel corso della crisi finanziaria americana cominciata nel 2007 e successivamente attraverso un'analisi specifica sulle banche presenti in Italia nello stesso periodo.

È stato opportuno innanzitutto descrivere l'origine e la storia delle agenzie di rating per motivare il loro impiego, dalla loro nascita ad oggi.

Non è un caso infatti, che esse si siano mosse di pari passo con la nascita dei primi prodotti finanziari agli albori del 1900.

Il loro storico obiettivo è sempre stato quello di assicurare l'informazione sul grado di rischio dei titoli obbligazionari, rassicurando gli investitori circa gli investimenti effettuati.

Com'è stato possibile osservare, quest'obiettivo è stato in parte stravolto dall'elevata competizione creata tra le agenzie, che le ha spesso spinte a concorrere per l'assegnazione di rating più elevati a fronte di compensi più alti da parte degli emittenti.

Risultato che ha portato dure critiche alle agenzie da parte di molti studiosi ed analisti.

Esempio ne è il recente caso sul declassamento dell'Italia al rating BBB (2011) che ha comportato la citazione in giudizio delle agenzie di rating da parte della Corte dei Conti.

Proprio per quanto riguarda l'Italia, la costruzione del campione di banche italiane discussa nel terzo capitolo di questo trattato, è risultata importante per verificare la relazione presente tra la crisi finanziaria scoppiata nel 2007 e i declassamenti subiti dalle banche italiane.

I risultati ottenuti hanno mostrato una corrispondenza tra le variazioni dei principali indici di bilancio delle banche tra il 2007 e il 2008 e i declassamenti che le stesse hanno subito nel medesimo periodo.

La situazione per le banche italiane resta comunque ambigua in quanto dai risultati ottenuti, non vi furono solamente declassamenti; la ricerca mostra anche degli *upgrades* per certi rating.

È quindi ora possibile affermare che le banche italiane hanno sicuramente subito una decelerazione, ma, rispetto a molti altri paesi, hanno attraversato la crisi in maniera piuttosto apprezzabile.

Appendice

Tabella 4

Rating di lungo termine degli emittenti emesso da Fitch.

Scala numerica	Rating	2000-2007	2008-2009
6	AA	7,82	5,08
6	AA-	15,65	11,8
5	A+	17,82	22,03
4	A	18,69	35,5
3	A-	21,7	18,64
2	BBB+	15,2	6,77
1	BBB	3,04	-
Rating medio		4,03	3,28

Fonte: elaborazione dell'autore

Tabella 5

Rating di lungo termine degli emittenti emesso da Standard & Poor's

Scala numerica	Rating	2000-2007	2008-2009
6	AA	6,12	-
6	AA-	16,32	-
5	A+	8,16	7,69
4	A	26,5	46,15
3	A-	32,65	46,15
2	BBB+	10,2	-

1	BBB	-	-
Rating medio		4	3,61

Fonte: elaborazione dell'autore

Tabella 6

Rating di lungo termine degli emittenti emesso da Moody's

Scala numerica	Rating	2000-2007	2008-2009
6	Aa2	33,33	4,54
6	Aa3	15,15	18,18
5	A1	12,12	27,27
4	A2	15,15	18,18
3	A3	9,09	13,63
2	Baa1	6,06	4,54
1	Baa2	3,03	-
1	Baa3	6,06	9,09
1	Ba1	-	4,54
Rating medio		4,6	4,09

Fonte: elaborazione dell'autore

Bibliografia

- Albertazzi U., Ropele T., Signoretti F. (2013), “The impact of the sovereign debt crisis on the activity of Italian banks” Economic Outlook and Monetary Policy Department, Banca d’Italia
- Altman E.I., Rijken H.A. (2004), “How rating agencies achieve rating stability” Stern School of Business New York University, New York.
- Altman E.I., Rijken H.A. (2005), “The effects of rating through the cycle on rating stability, rating timeliness and default prediction performance”, Stern School of Business New York University, New York.
- Amadou N.R. (2004), “Rating the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises?” Journal of Banking & Finance 28.
- Amato J.D., Furfine C.H. (2004), “Are credit ratings procyclical?” Journal of Banking & Finance 28.
- Angelini P., Grande G., Panetta F. (2014) “Le interazioni negative tra banche e sovrani”, Questioni di Economia e Finanza, Banca d’Italia.
- Bacciardi M. (2009), “Lo strano caso delle società di rating”, Istituto Bruno Leoni, Torino.
- Baresa S., Bogdan S., Ivanovic S. (2012), “Role, interests and critics of the credit rating agencies”. UMTS Journal of Economics.
- Benmelech E., Dlugosz J. (2010), “The Credit Rating Crisis”, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press, Chicago.
- Cantor R., Mann C. (2003), “Measuring The Performance Of Corporate Bond Ratings”, Special Comment, Moody’s Investor Services.
- Cantor R., Packer F. (1994), “The credit rating industry”.
- Caporale, G., Matousek, R., Stewart, C. (2011) “EU banks rating assignments: is there heterogeneity between new and old member countries?”, Review of International Economics 19

- Cappelletto R., Toniolo G. (...), "I sistemi di rating delle banche", Phedro Consulting, Milano.
- Del Prete S., Pagnini M., Rossi P., Vacca V. (2013), "Organizzarsi per prestare in tempo di crisi. Risultati di un'indagine sulle banche", Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia.
- Dittrich F. (2007), "The credit rating industry: competition and regulation" University of Cologne - Department of Economics
- Draghi M. (2008) "Intervento del governatore della Banca d'Italia." Assemblea dell'Associazione bancaria italiana, Roma.
- Ferri G., Lacitignola P. (2009), "Le agenzie di rating", ed. il Mulino.
- Ferri G., Liu L.G., Stiglitz J.E. (1999), "The procyclical role of rating agencies: Evidence form the East Asian crisi", Economic Notes by Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, vol. 28
- Gennari F., Bosetti L. (2010), "La Governance delle agenzie di rating: prime considerazioni alla luce delle riforme", Università degli Studi di Brescia.
- Hassan M., Kalhoefer C. (2011), "Regulation of Credit Rating Agencies – Evidence from Recent Crisis" German University in Cairo, El Cairo.
- Hill C.A. (2004), "Regulating the rating agencies", Business Economics and Regulatory Policy, Working Paper No. 452022, Georgetown University Law Center.
- Hill P., Brooks R., Faff R. (2009), "Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies", Journal of Banking & Finance 34.
- <https://bankscope.bvdinfo.com/version-2014519/home.serv?product=scope2006>
- Iannotta, G., Nocera, G., Sironi, A. (2008) "The impact of government ownership on banks' ratings: evidence from the European banking industry", 21st Australasian Finance and Banking Conference 2008 Paper. Working paper.
- Kuhner C. (2001), "Fianancial rating agencies: are they credible? Insight into the reporting incentives of rating agencies in times of enhanced systemic risk" Schmalenbach Business Review.

- Löffler G. (2002), “An anatomy of rating through the cycle”
Journal of Banking & Finance, Goethe-Universität,
Frankfurt.
- Miele M.G. (2012), “The financial crisis and the credit
rating agencies: the failure of reputation”, Munich Personal
RePEc Archive.
- Miller M.J. (2003), “Credit Reporting Systems and the
International Economy”.
- Nickell P., Perraudin W., Varotto S. (2001), “Stability of
ratings transitions”, Bank of England, London.
- Orhan M., Alpay R. (2011), “Towards More Objective
Credit Rating”, Faith University Department of Economics,
Istanbul.
- Panetta F., and Signoretti F.M. (2010), “Domanda e offerta
di credito in Italia durante la crisi finanziaria”, Banca
d’Italia, Occasional Papers, No. 63.
- Pastor M., Serrano L. (2000) “Efficiency, endogenous and
exogenous credit risk in the banking systems of the Euro
area”, Instituto Valenciano de Investigaciones Economicas,
Valencia.
- Pena A., Rodriguez A. (2008), “La metodología de rating
through the cycle: aplicación para la estimación de ratings
sobranos”, Banco Central del Uruguay, Munich Personal
RePEc Archive.
- Salvador C., Pastor J.M. (2013), “Impact of the subprime crisis on bank
ratings: The effect of the hardening of rating policies and worsening
solvency”. Journal of Financial Stability.
- Santos J.A.C. (2003), “Why firm access to the bond market
differs over the business cycle: A theory and some
evidence”, Federal Reserve Bank, New York.
- Shapiro C. (1983), “Premiums for high quality product as
returns to reputations”, Quarterly Journal of Economics.
- Trück S., Rachev S.T. (2005), “Credit Portfolio Risk and
PD Confidence Sets through Business Cycle”.
- U.S. Securities and Exchange Commission (2003), “Report
on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the
Operation of Securities Markets”.
- White L.J. (2001), “The Credit Rating Industry: An
Industrial Organization Analysis”, Stern School of Business
New York University.
- White L.J. (2009), “The Credit Rating Agencies:
Understanding Their Central Role in the Subprime Debacle

of 2007-2008”, Stern School of Business, New York University, New York.

- White L.J. (2010), “Markets The Credit Rating Agencies”, Journal of Economic Perspectives.
- www.moody's.com
- www.standardandpoors.com
- Zeithaml V.A., Bitner M.J., Gremler D.D., Bonetti E. (2013), “Marketing dei servizi”, McGraw-Hill Terza Edizione p. 3-4.