



Facoltà di Economia

-

Dipartimento di Economia e Management

Il Rating: processi, tipologie e conseguenze

RELATORE

Prof. Mario Comana

CANDIDATO

David Di Loreto

Matricola 191831

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

INDICE

1. Introduzione

2. Le agenzie di rating

- 2.1 Nascita e sviluppo delle agenzie di rating
- 2.2 Definizione di rating

3. Processo di determinazione del rating

- 3.1 Modalità di assegnazione del rating
- 3.2 La simbologia del rating
- 3.3 Tipologie di rating
- 3.4 Il rating degli stati sovrani

4. Le conseguenze dei rating sul mercato

- 4.1 Le conseguenze dei rating sui prezzi di mercato
- 4.2 Relazione tra il rating e le obbligazioni di una società

5. La storia del rating sull' Italia

- 5.1 I downgrades, gli upgrades e le loro motivazioni

6. Conclusioni

Introduzione

Lo scopo dell'elaborato è analizzare l'industria del rating, partendo dalla nascita fino ad arrivare agli ultimi sviluppi, con particolare attenzione per le tre agenzie considerate le maggiori del settore, inoltre cercherò di chiarire quali sono i metodi e i criteri attraverso i quali viene assegnato il giudizio finale, descrivendone l'iter e le diverse simbologie usate. In seguito andrò a descrivere le varie tipologie di rating esistenti e le necessità che hanno portato a questa diversificazione, soffermandomi in modo particolare sui rating relativi alle performances degli stati sovrani, analizzando le differenti conseguenze che tale tipologia di rating comporta da un punto di vista finanziario rispetto alle altre. Nel terzo capitolo parlerò delle conseguenze che le valutazioni delle agenzie di rating hanno sui mercati, definendo cosa succede ai prezzi dei titoli a seguito di un upgrade o di un downgrade e quale è la relazione che sussiste tra tale eventi ed il valore dei rendimenti delle obbligazioni. Infine mi concentrerò sui rating assegnati all'Italia nel periodo successivo alla crisi economico-finanziaria, sia da un punto di vista cronologico che da un punto di vista motivazionale.

Capitolo II

Nascita delle agenzie e definizione di rating

2.1 Nascita delle agenzie di rating

Al fine di analizzare le funzioni svolte dalle agenzie di rating e la loro importanza è necessario partire dal contesto storico che ne ha favorito la nascita ed il mantenimento del loro ruolo nei mercati finanziari fino al giorno d'oggi.

Prima della nascita delle agenzie di rating vere e proprie, i soggetti che avevano il compito di divulgare informazioni finanziarie erano tre: la stampa specializzata in ambito economico-finanziario, le banche di investimento e le credit reporting agencies. Queste ultime sono considerate le precorritrici delle agenzie di rating che si configureranno come delle evoluzioni delle credit reporting agencies in seguito all'espansione del mercato che si verificò a metà del 1800 negli Stati Uniti.

I settori che trainarono tale espansione furono quello ferroviario e quello delle infrastrutture, il primo, con lo scopo di adeguare la rete ferroviaria all'estensione del paese, era composto da un crescente numero di imprese, che emettevano un gran numero di titoli nel mercato con lo scopo di reperire fondi, tuttavia tali titoli, sebbene molto attrattivi erano tuttavia caratterizzati da problematiche per quanto riguardava la loro valutazione in quanto né lo Stato né alcun soggetto pubblico garantiva per tali titoli. Pertanto si poneva alcuni problemi di asimmetria informativa tra investitori e imprese emittenti.

Per risolvere tale problema fu di grande importanza l'operato di Henry Poor, al tempo avvocato e imprenditore statunitense divenuto esperto del mercato ferroviario in seguito ai buoni risultati ottenuti dalla sua famiglia investendo in tale settore. Egli fondò la *H.V. AND H.M. Poor Co.* operando come un credit reporting agency fino al 1916 quando si trasformerà in una vera e propria agenzia di rating con il nome di *Poor Publishing company*. Fu nel 1914 tuttavia che venne

fondata la prima agenzia di rating, ovvero la *Moody's Investors Service*, da John Moody. Moody diede inoltre vita ad una scala di simboli che fossero in grado di chiarire le caratteristiche di un determinato titolo in modo sintetico.

Le agenzie di rating vennero pertanto a configurarsi come quel soggetto terzo, il cui compito era quello di svolgere un'analisi dei soggetti emittenti titoli obbligazionari e di emettere un giudizio che riflettesse le qualità del titolo in termini di rischiosità e redditività.

La situazione attuale è sostanzialmente simile al passato in quanto ancora oggi il business del rating è in mano alle stesse tre agenzie: Moody's, S&P, e Ficht.

- **Moody's**

John Moody era un analista finanziario americano, uomo d'affari e investitore. Investments. La prima pubblicazione della John Moody & Company risale al 1900 ed è intitolata "Moody's Manual and Miscellaneous Securities" che si proponeva di fornire statistiche di base e informazioni generali su azioni e obbligazioni di varie industrie. Dal 1903 fino al crollo del mercato azionario del 1907, "Moody's Manual" era una pubblicazione nazionale. Nel 1909 Moody iniziò a pubblicare "Moody's Analyses of Railroad Investments", che aggiunse informazioni analitiche sul valore dei titoli. L'espansione di questa idea portò alla creazione del 1917 di Moody's Investors Service, che, nei successivi 10 anni, avrebbe fornito valutazioni per quasi tutti i mercati dei titoli di stato in quel momento. Negli anni '70, Moody's aveva valutato le carte commerciali e i depositi bancari, diventando l'agenzia di rating a tutti gli effetti che è oggi.¹

- **Standard & Poor's**

Henry Varnum Poor pubblicò per la prima volta la *Storia delle ferrovie e dei canali negli Stati Uniti* nel 1860, tale testo fu il precursore dell'analisi dei titoli e dei bond da sviluppare nel corso del secolo successivo. La Standard Statistics fu formata nel 1906 e pubblicava obbligazioni societarie, titoli di debito sovrano e obbligazioni comunali. La Standard Statistics si fuse con Poor's Publishing nel 1941 per formare Standard and Poor's

¹ (www.moodys.com, s.d.)

Corporation, che fu acquisita da The McGraw-Hill Companies, Inc. nel 1966. Standard and Poor's è diventato noto grazie a indici come l'S & P 500, un indice del mercato azionario che è sia uno strumento per l'analisi degli investitori e il processo decisionale, sia un indicatore economico statunitense.²

- Ficht

La Ficht Publishing Company è diventata nota in seguito alla pubblicazione del *Ficht Bond Book* e *Ficht stock and Bond Manual*. La Ficht si è fusa nel 1997 con la IBCA Limited, la quale avendo sede a Londra, ha permesso all'agenzia di avere una posizione di centralità all'interno dei mercati europei.

Queste tre agenzie, denominate "le tre sorelle" hanno ottenuto per prime nel 1975 il riconoscimento come NRSRO da parte della SEC.³

2.2 Definizione di rating

Il rating è un giudizio che viene espresso da un soggetto esterno e indipendente, l'agenzia di rating, sulle capacità di una società di pagare o meno i propri debiti. L'agenzia di rating valuta la solvibilità di un soggetto emittente obbligazioni; in altri termini attribuisce un giudizio circa la capacità della stessa di generare le risorse necessarie a far fronte agli impegni presi nei confronti dei creditori. Tale giudizio è sottoposto a revisione periodica. Il rating relativo al credito è però solamente una tipologia di rating, in quanto esistono anche rating sul debito delle nazioni, infatti, dal momento che proprio gli stati sono i più grandi debitori in assoluto, le agenzie si impegnano a valutarne le capacità di fronteggiare le proprie obbligazioni.

Al fine di esprimere questo giudizio sulla qualità di un debito di una società l'agenzia di rating avvia una procedura attraverso la quale analizza le caratteristiche economico-finanziarie della società in questione. Viene quindi analizzato il bilancio in tutte le sue componenti e vengono analizzati parametri come la redditività dell'azienda, la sua capacità di produrre risorse e reddito, la remunerazione del capitale, i flussi di cassa, i rapporti fra i mezzi propri e il debito e così via. Gli

² (www.standardandpoors.com, s.d.)

³ (www.fitchrating.com, s.d.)

operatori dell'agenzia devono inoltre confrontare i parametri della società analizzata con quelli delle altre società che appartengono allo stesso settore di mercato.⁴ È importante inoltre che la società sotto esame si impegni a fornire tutte le informazioni e i documenti necessari al fine di garantire il corretto svolgimento dell'indagine.

⁴ (www.borsaitaliana.it, s.d.)

Capitolo III

Il processo di determinazione del rating

3.1 Modalità di assegnazione del rating

Le modalità attraverso cui le agenzie di rating giungono al giudizio finale espresso sotto forma di rating avviene secondo delle tempistiche e modalità che risultano apparentemente omogenee se si prendono in esame le principali agenzie. Le maggiori differenze sono infatti riscontrabili nella simbologia utilizzata per l'espressione del giudizio.

Il processo di determinazione del rating può essere suddiviso in diverse fasi:

- L'attivazione del processo di rating
- Il contratto per l'assegnazione di un credit rating
- Il processo di rating in senso stretto
- La pubblicazione del rating
- Il monitoraggio del rating

Passerò ora ad analizzare nel dettaglio ognuno dei passaggi sopracitati:

- L'attivazione del processo di rating

L'attivazione del processo di rating può avvenire secondo diverse modalità:

1. Un soggetto chiede che venga assegnato un giudizio per una passività da lui stesso emessa o sulla propria affidabilità in generale.
2. Gli investitori chiedono un rating per valutare delle passività che ritengono profittevoli.
3. Può avvenire inoltre che sia la stessa agenzia di rating ad impegnarsi spontaneamente per emettere un giudizio su determinate passività o su un determinato soggetto economico.

Il rating risulta differente a seconda del fatto che questo venga emesso per spontaneità dell'agenzia oppure chiesto da un attore economico, ed in quest'ultimo caso, varia anche a

seconda di chi lo richiede. Quando il giudizio viene richiesto da un soggetto economico per valutarne una passività oppure la propria affidabilità, il giudizio, se positivo, ha l'effetto di rendere il richiedente più credibile all'interno dei mercati e gli permette inoltre di ottenere condizioni più favorevoli circa il suo debito.

Se la valutazione è richiesta dagli investitori, il giudizio emesso assume carattere di informazione, con lo scopo di ridurre o quantificare i rischi di questa categoria.

Quando invece è un'agenzia ad attivarsi spontaneamente per emettere un rating riguardante una passività o un soggetto economico si parla di *unsolicited rating*. Le uniche due agenzie che fanno uso di questa modalità di attivazione del processo di giudizio sono Moody's e Standard & Poor's, i quali perseguono tale politica aziendale al fine di fornire quante più possibili informazioni agli investitori, tuttavia le agenzie di minor rilevanza sono contrarie ad una tale pratica poiché permette alle due agenzie di espandere la propria quota di mercato.

- Il contratto per l'assegnazione di un credit rating

Attraverso il contratto per l'assegnazione di un credit rating si vengono ad esplicitare gli obblighi tra le controparti. Per l'emissione di un rating le agenzie chiedono una "fee", che è di misura variabile. Mediamente questa "fee" è pari allo 0,0325% del valore nominale del prestito e rappresenta la quasi totalità delle entrate delle agenzie. Oltre alla remunerazione economica del servizio, le agenzie richiedono la necessaria collaborazione del soggetto per lo sviluppo del giudizio. Nel caso di *unsolicited rating*, dal momento che l'agenzia si propone spontaneamente al soggetto, quest'ultimo è libero di accettare oppure no di stipulare il contratto e quindi anche di pagare la "fee", tuttavia l'agenzia emetterà ugualmente un rating, sulla base delle fonti di informazioni pubblicate, prime tra tutti i bilanci. È tuttavia lampante che un giudizio emesso sulla base di informazioni parziali non rifletta la reale situazione dei soggetti, ciò porta questi ultimi a pagare la "fee" per non trovarsi poi con dei giudizi negativi o pessimistici.

- Il processo di rating in senso stretto

Ogni soggetto che richiede il giudizio viene seguito da un gruppo di lavoro dedicato (il cosiddetto analytical team), il cui compito è svolgere attività di ricerca e di analisi; i risultati vengono poi esaminati dal rating committee il quale assegna un rating preliminare, che rappresenta il punto di

partenza per le elaborazioni successive. Prima dell'assegnazione definitiva, il team svolge una serie di incontri con il management dell'emittente, tali incontri hanno lo scopo di valutare i piani operativi, finanziari e le strategie della direzione, tuttavia permettono anche agli analisti di vivere a contatto con la realtà operativa dell'azienda, così da percepirne la cultura, il clima aziendale, il valore del management e altre variabili qualitative, che rivestono grande importanza per giungere al rating finale. La durata di tale processo oscilla tra le 4 e le 6 settimane. Il giudizio finale si fonda su informazioni riguardanti sia il contesto economico e istituzionale nel quale opera l'emittente, che lo stesso emittente. In particolare le informazioni sulle società sono di tipo sia quantitativo (performance economica, condizioni finanziarie, dimensioni) che qualitativo (caratteristiche dell'industria, posizione dell'impresa nel settore, struttura proprietaria, qualità del management, qualità del sistema contabile e informativo) ed includono sia dati storici che i dati relativi al futuro; queste informazioni vengono acquisite sia da documenti pubblici, come i bilanci, sia da documenti privati forniti dal management.

Le informazioni desunte dalle indagini consentono all'agenzia di rating di formulare una valutazione complessiva della capacità creditizia dell'emittente, alla quale viene correlata una specifica probabilità di default. Tali considerazioni devono essere riguardate in relazione alle diverse tipologie di rating che vengono emesse dalle agenzie specializzate, più in particolare la principale classificazione è differenziata sia per arco temporale (rating di lungo periodo, rating di breve periodo), sia per le peculiari ipotesi a fondamento della elaborazione dei giudizi in questione, con l'individuazione dei *trough-the-cycle rating* e i *point-in-time rating*.

- La pubblicazione del rating

Dal punto di vista operativo, l'emissione del rating finale avviene solo alla fine dell'iter precedentemente descritto: la richiesta da parte dell'emittente, valutazione iniziale della società di rating, realizzazione di meeting periodici tra il team di analisti e l'emittente-cliente (scambio continuo di dati), elaborazione dei dati. Giunti a questo punto i risultati scaturiti dall'indagine vengono discussi da un comitato di rating, il quale è composto solitamente dal personale che presenta il maggior grado di esperienza per quanto riguarda il settore in esame. I membri sono in numero dispari, pertanto la decisione finale attraverso cui viene approvato il giudizio è presa a maggioranza. Infine, la decisione del rating viene notificata, in via privata al cliente/emittente in via prioritaria rispetto a quando viene pubblicata sui mercati di riferimento.

- Il monitoraggio del rating

L'ultimo passaggio riguardante il processo di assegnazione del rating è caratterizzata dalla possibilità da parte dell'agenzia di poter revisionare il giudizio, pertanto questa fase avviene a posteriori rispetto alla prima assegnazione. La frequenza con cui può avvenire il monitoraggio varia a seconda della natura dell'emittente, del settore di appartenenza e della natura stessi dei titoli che hanno ricevuto il rating.

In base alla regolamentazione vigente in Europa ogni rating deve essere sottoposto a rivisitazione almeno una volta all'anno. A tal fine le agenzie di rating predispongono, all'interno delle strutture di riferimento, apposite sezioni specializzate (di CreditWatch se inferiore a 90 giorni oppure di outlook⁵ se compreso fra 6 mesi e 2 anni). Accanto al giudizio sul titolo, dunque, vengono apposte le seguenti previsioni:

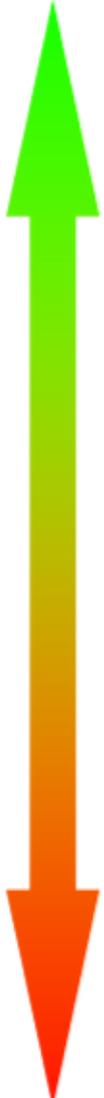
- Negative, se esiste una possibilità che il rating venga abbassato;
- Positive, se il rating potrebbe migliorare;
- Developing, se la situazione non permette di prevedere la direzione del cambiamento.

La modifica del giudizio influisce inevitabilmente sulla commerciabilità del titolo e sulla reputazione dell'emittente, dunque anche il monitoring è una fase fondamentale nel processo di assegnazione del rating.

⁵ (3 L'art. 3 lett. W) Del reg. (CE) N. 1060/2009 definisce la cd. prospettiva di rating (rating outlook) come un parere relativo alla probabile evoluzione del rating del credito nel breve, nel medio termine o in entrambi.)

3.2 La simbologia del rating

Come già detto, i giudizi delle agenzie di rating sono espressi mediante valori alfanumerici che indicano il rischio relativo di insolvenza.

AAA	<p><i>Alta probabilità di rimborso</i></p>  <p><i>Nulla probabilità di rimborso</i></p>	Valore del rating più alto: ottima qualità dell'azienda debitrice ed estrema capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato.
AA		Capacità molto alta di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato.
A		L'azienda presenta una forte capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale prestato, ma è in parte sensibile ad avverse condizioni economiche o a circostanze congiunturali sfavorevoli.
BBB		Capacità ancora sufficiente di pagamento degli interessi e di rimborsare il capitale prestato. Tuttavia condizioni economiche sfavorevoli o una modifica delle circostanze potrebbero compromettere in misura maggiore questa capacità.
BB		Azienda con capacità di rispettare gli impegni finanziari nel breve termine, ma con dubbia capacità di rimborso in future condizioni economiche, congiunturali e politiche avverse.
B		Azienda ancora più vulnerabile a condizioni economiche avverse anche se attualmente capace di rispettare gli impegni finanziari.
CCC		Azienda fortemente vulnerabile, la capacità di rispettare gli impegni finanziari è molto dipendente da fattori economici, congiunturali e politici esterni.
CC		Azienda altamente vulnerabile.
C		E' stata inoltrata un'istanza di fallimento, ma i pagamenti degli interessi e del capitale prestato sono ancora rispettati.
D		Probabilità minime di rispetto degli impegni finanziari: l'azienda è in stato di fallimento ed è quindi insolvente.

6

⁶ (Figura 1: Il rating esterno emesso dalle agenzie FONTE: ABI, 2005, Basilea 2, Guida per le piccole e medie imprese)

La simbologia utilizzata dalle agenzie di rating si basa nella *figura 1*, tuttavia ogni agenzia presenta delle differenze di piccola entità. Nella seguente tabella è possibile notare le variazioni tra le scale utilizzate da Moody's, Standard & Poor's e Fitch.

Moody's		Standard & Poor's		Fitch Ratings		Descrizione
Lungo termine	Breve termine	Lungo Termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	"Prime". Massima sicurezza del capitale.
Aa1		AA+		AA+		Rating alto. Qualità più che buona
Aa2		AA		AA		
Aa3		AA-		AA-		
A1	P-2	A+	A-1	A+	F1	Rating medio-alto. Qualità media
A2		A		A		
A3	P-3	A-	A-2	A-	F2	Rating medio-basso. Qualità medio-bassa
Baa1		BBB+		BBB+		
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3	Rating medio-basso. Qualità medio-bassa
Baa3		BBB-		BBB-		
Ba1	Not Prime	BB+	B	BB+	B	Area di non-investimento. Speculativo
Ba2		BB		BB		
Ba3		BB-		BB-		
B1		B+		B+		Altamente speculativo
B2		B		B		
B3		B-		B-		
Caa	Not Prime	CCC+	C	CCC	C	Rischio considerevole
Ca		CCC		Estremamente speculativo		
C		CCC-		Rischio di perdere il capitale		
/	Not Prime	D	/	DDD	/	In perdita
/				DD		
/				D		

7

⁷ (Figura 2: Classi di rating per le tre principali agenzie FONTE: Wikipedia)

A seconda della natura dell'emittente o della passività è possibile distinguere due macro gruppi di rating:

- *Credit ratings*: questa tipologia è relativa alla valutazione del merito di credito. A loro volta i credit ratings si dividono in diverse categoria a seconda dell'oggetto del rating, dell'orizzonte di tempo e della valuta a cui si fa riferimento.
- *Non credit ratings*: tale categoria è relativa ad altre componenti di rischio.

Le agenzie di rating solitamente accompagnano i giudizi con ciò che viene definito *outlook*, che consiste nella valutazione di come si comporterà l'oggetto del rating nel breve e/o nel lungo termine. Se l'agenzia prevede che il giudizio migliorerà, allora l'outlook sarà positivo, al contrario sarà negativo; nel caso in cui si preveda un mantenimento del giudizio attuale, l'outlook sarà considerato stabile.

3.3 Tipologie di rating

Dal momento che i rating possono avere soggetti molto diversi tra loro, le agenzie hanno ampliato le tipologie offerte:

- *Sovereign credit ratings*: in seguito alla crisi dei debiti sovrani si è reso necessario un metodo per valutare il merito di credito sovrano. Il rating relativo ai debiti sovrani è la valutazione sulla capacità di uno Stato di adempiere alle proprie obbligazioni nella loro totalità e alle scadenze prefissate. Nel caso in cui uno stato non riesca a ripagare il proprio debito nei tempi previsti ci si troverebbe di fronte ad un default. Si parla pertanto di rischio sovrano quando si analizza la probabilità che uno Stato si trovi ad essere in default relativamente al suo debito o ad un prestito garantito⁸. I Titoli di Stato sovrani sono una categoria molto rilevante detenuta da investitori di tutto il mondo poiché rappresentano oltre il 40% dello stock di obbligazioni rilasciate a livello mondiale. È quindi fondamentale che tali investitori possano avere a disposizione benchmark riconosciuti a livello mondiale in moda da poterli usare per supportare e direzionare le decisioni di investimento. Le agenzie di rating, in un contesto simile, hanno il ruolo di fornire un'opinione sul merito creditizio dei debiti degli stati sovrani.

⁸ (The risk that a government will default on its debt or on a loan guaranteed by it. <<http://www.economist.com>>)

- *Bond ratings*: un bond rating è un voto assegnato alle obbligazioni ed indica la loro qualità creditizia. Le agenzie di rating forniscono le valutazioni sulla solidità finanziaria dell'emittente delle obbligazioni e sulla sua capacità di pagare sia il capitale che gli interessi nella loro interezza e al tempo prestabilito. La maggior parte delle obbligazioni ha una valutazione fornita da una delle "tre sorelle": Standard & Poor's, Moody's e Fitch. Queste agenzie conducono un'analisi finanziaria approfondita dell'entità che emette il prestito e sulla base dei criteri stabiliti individualmente da ciascuna agenzia di rating, gli analisti determinano la capacità dell'entità di pagare le proprie obbligazioni e di rimanere liquidi e assegnano un rating al prestito. Il rating delle obbligazioni è un processo molto importante in quanto il giudizio influenza inevitabilmente la disponibilità degli investitori a pagare per una determinata obbligazione, ma anche i prezzi ed i tassi di interesse delle stesse. Le agenzie inoltre emettono rating basati anche sulle aspettative future. Le obbligazioni con rating più elevato, chiamate obbligazioni investment grade, sono considerate investimenti più sicuri e stabili nel tempo, i quali sono legati a società o enti governativi che hanno prospettive positive. Le obbligazioni investment grade contengono rating da "AAA" a "BBB-" (o da Aaa a Baa3 per la scala di rating di Moody's) e di solito vedono aumentare i rendimenti obbligazionari al diminuire delle valutazioni. Le obbligazioni non-investment grade, chiamate anche "junk bonds" di solito portano i rating da "BB +" a "D" (da Baa1 a C per Moody's) e persino "not rated." Le obbligazioni che portano questi rating sono da considerarsi investimenti con un rischio maggiore, che sono in grado di attirare l'attenzione degli investitori attraverso i loro alti rendimenti. Tuttavia, gli investitori di obbligazioni spazzatura dovrebbero tenere conto delle implicazioni e dei rischi associati all'investimento in obbligazioni emesse da società con problemi di liquidità.
- *Issuer ratings*: tali rating forniscono un giudizio sul merito di credito del soggetto e sono opinioni sulla capacità dell'emittente di riuscire a far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie alle scadenze prestabilite, riuscendo a pagare anche gli interessi, oltre che il capitale. I fattori di rischio che caratterizzano questa categoria sono diversi: innanzitutto è da prendere in considerazione il rischio di insolvenza del soggetto in esame, ovvero che non riesca a rimborsare il capitale e gli interessi alla scadenza, inoltre sono da tenere in considerazione le variabili relative al settore e all'ambiente economico in cui agisce l'emittente.

- *Bank ratings:* I bank ratings sono dei pareri che riguardano la solidità finanziaria della banca in esame, sostanzialmente misurano la probabilità che una banca possa trovarsi in una situazione di difficoltà nella quale si renda necessario un aiuto finanziario da parte di enti governativi. Tale categoria di rating pertanto non valuta la probabilità che la banca riesca ad adempiere alle proprie obbligazioni alla scadenza, bensì valuta l'eventualità che l'istituto bancario richieda supporto ad enti terzi. Anche in questi rating si possono riscontrare le valutazioni di diversi parametri quali la situazione finanziaria presente e futura, il settore in cui l'istituto opera e quali normative vengano applicate all'interno del settore.
- *Bank loan ratings:* I bank loan ratings sono dei giudizi relativi al merito creditizio delle imprese che ricevono il prestito, e tengono conto anche dei benefici derivanti dalle garanzie connesse. La metodologia usata non si differenzia di molto se confrontata alla determinazione dei rating sugli strumenti del debito, tranne per il fatto che il giudizio deve essere aggiustato per tenere conto dell'ambiente normativo e delle modalità di recupero del mercato locale considerato.

3.4 Rating degli stati sovrani

Come già detto, il rating relativo ai debiti sovrani è la valutazione sulla capacità di uno Stato di adempiere alle proprie obbligazioni nella loro totalità e alle scadenze prefissate. Di seguito analizzerò le modalità attraverso le quali ognuna delle tre agenzie (Moody's, S&P e Fitch) elabora il giudizio riguardante gli Stati.

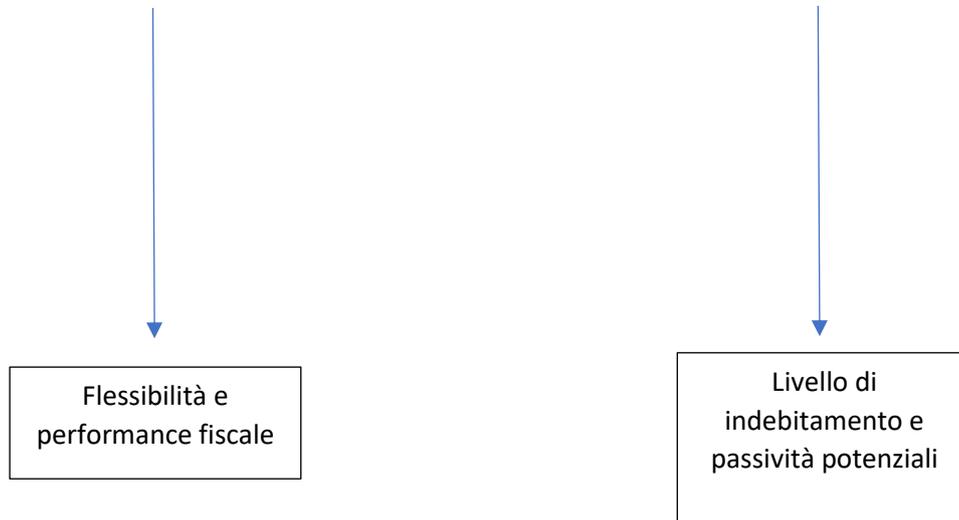
3.4.1 Standard & Poor's

Le modalità di emissione del giudizio da parte dell'agenzia si basano sulle analisi svolte dall'agenzia stessa riguardo allo storico dei default precedenti, dell'impatto della crisi finanziaria del 2008-2009 sul merito di credito e della comparazione del merito di credito degli stati sovrani rispetto ad altri emittenti.

La ricerca di Standard & Poor's inoltre si concentra sulle performance di uno stato negli ultimi cicli economici e politici, ed anche su indicatori di flessibilità finanziaria che permettono di capire se quest'ultima sarà, nel futuro, maggiore o minore. L'analisi si articola in cinque fattori chiave, che ricevono un punteggio e che rappresentano quindi la base per arrivare al giudizio finale:

1. *Il punteggio politico*: tale punteggio viene assegnato in base a come le istituzioni politiche e le decisioni di tali istituzioni influenzino la capacità di credito di uno stato, la quale viene valutata analizzando l'efficacia e la stabilità del governo, così come anche la sua trasparenza e prevedibilità. Un altro fattore di grande importanza all'interno del punteggio politico è rappresentato dalla capacità e volontà da parte dello stato di sostenere le finanze pubbliche nel lungo periodo.
2. *Il punteggio economico*: Standard & Poor's ha individuato tre fattori chiave per assegnare un punteggio all'area economica di uno stato, che sono: il livello generale del reddito, le prospettive di crescita economica e la diversità economica e la volatilità. Il punteggio economico viene assegnato sulla base del reddito del paese, che viene misurato dal PIL pro capite, il quale fornisce un giudizio preliminare che viene poi affinato a seconda del fatto che si prospettino crescite economiche, aumenti di concentrazione o volatilità potenziale.
3. *Il punteggio esterno*: Il punteggio esterno scaturisce dall'analisi delle transazioni e delle posizioni dei residenti rispetto a quelle di coloro che non risiedono nello Stato, in quanto tali transazioni vanno ad influenzare il tasso di cambio. Il punteggio esterno di un paese è quindi dato da tre fattori: l'utilizzo di una moneta estera in transazioni internazionali; la liquidità esterna di un sovrano e l'indebitamento esterno di uno stato, che fa una comparazione tra l'attivo e il passivo dei residenti andando a paragonarlo con quello degli non residenti.

4. *Il punteggio dell'area fiscale:* il punteggio dell'area fiscale scaturisce dal grado di sostenibilità fiscale delle passività e del debito. All'interno di questo indicatore rientrano la flessibilità fiscale, l'accesso a finanziamenti ed i rischi che derivano da consistenti passività. L'analisi per il punteggio dell'area fiscale è divisa in due parti:



5. *Il punteggio dell'area monetaria:* Il punteggio che concerne l'area monetaria permette all'agenzia di capire se le autorità che si occupano di materie concernenti la moneta siano in grado di dare supporto ad una crescita economica che risulti sostenibile e che riescano a ridurre gli effetti causati da shock economici e finanziari, la politica monetaria può infatti risultare di grande importanza, se usata correttamente, al fine di prevenire una diminuzione del merito di credito di uno Stato. Il punteggio economico deriva dallo studio di diversi fattori:

- La capacità da parte dello stato di usare gli strumenti di politica monetaria per risolvere crisi interne.
- L'incisione della politica economica sull'inflazione.
- L'incisività della politica monetaria nell'economia reale.
- Se lo stato in questione si trova all'interno di un'unione monetaria.

3.4.2 Moody's

Lo scopo del paragrafo è quello di spiegare quale sia il processo attraverso cui Moody's giunga alla determinazione del rating delle obbligazioni sovrane. Anche questa agenzia giunge al giudizio finale mediante una combinazione di fattori sia quantitativi che qualitativi, necessari per estrapolare il grado di rischio, per i creditori, relativo ad un debito sovrano.

Moody's adotta un metodo che viene chiamato *Three stage process*, il quale appunto è formato da tre passaggi, i quali giungono ad una valutazione, che verrà poi approvato da un comitato di rating:

1. *Step 1: Elasticità economica*

Nel primo passaggio si analizza la capacità di un paese di far fronte ad uno shock economico. Tale analisi si fonda nella combinazione di due differenti fattori:

- La forza economica dello Stato, che è possibile osservare tramite il PIL pro capite.
- La forza delle istituzioni dello Stato, osservabile mediante l'analisi della trasparenza, dell'efficienza, della prevedibilità delle azioni governative e da quanto tali azioni riscontrino un consenso nella popolazione.

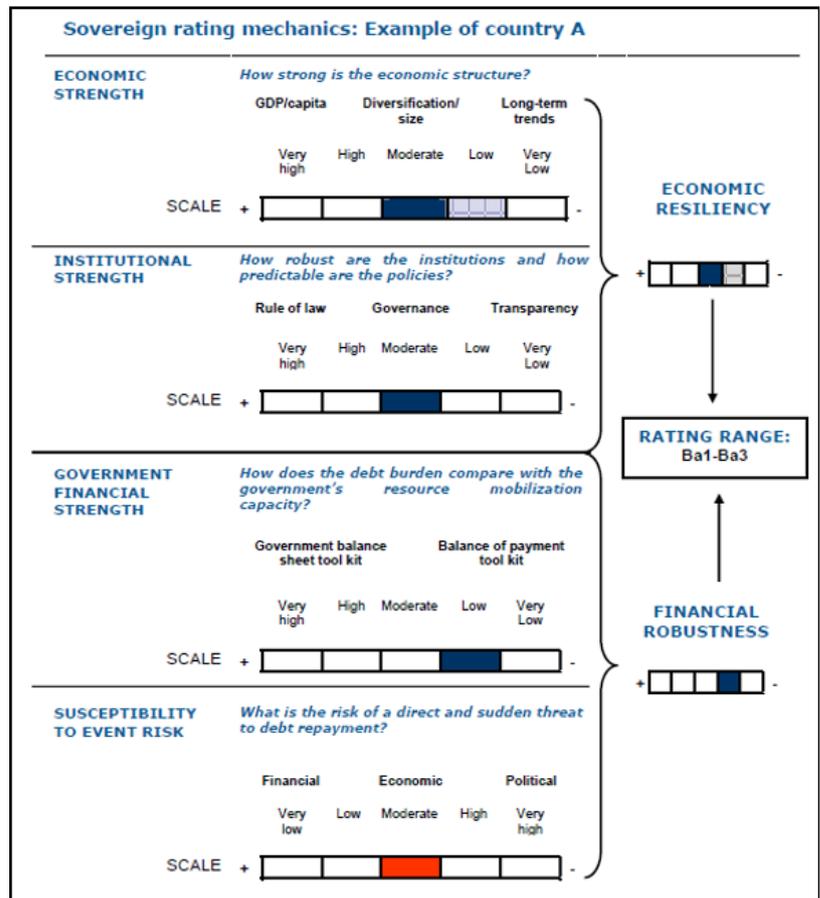
2. *Step 2: Solidità finanziaria di un governo*

Il secondo Step si concentra sulla questione del debito, ed anche questa volta Moody's combina due fattori:

- La solidità finanziaria di un governo, ovvero è necessario valutare la parte di debito che deve essere rimborsata, ma anche la capacità del governo di attuare delle mosse in grado di muovere le risorse finanziarie necessarie per quello scopo, come ad esempio l'aumento delle imposte o il taglio delle spese pubbliche.
- La suscettibilità al rischio di un governo, che rappresenta il rischio che eventi di natura economica possano mettere in rischio la situazione del debito.

3. Step 3: Determinazione del rating

La terza consiste nel ponderare il grado di elasticità con il grado di solidità finanziaria, tale processo porta all' identificazione di una gamma di punteggio.



3.4.3 Fitch

Il metodo attraverso cui l'agenzia analizza il rischio sovrano è, anche in questo caso, una combinazione di indicatori qualitativi e quantitativi, attraverso i quali si esplicita la disponibilità e la capacità di uno Stato di far fronte alle obbligazioni. In particolare Fitch fa uso di quattro fattori:

1. Performance e prospettive macroeconomiche: secondo l'agenzia, il settore pubblico influenza grandemente le prestazioni e la stabilità di un paese dal punto di vista della solvibilità. Sebbene le performance degli anni precedenti non sempre rispecchiano la situazione che si avrà in futuro, sicuramente sono in grado di evidenziare se uno stato è coeso e solido dal punto di vista politico. Secondo Fitch infatti, uno Stato che ha goduto di

⁹ (<<http://www.moodys.com>>)

stabilità politica e di politiche macroeconomiche positive per lungo tempo, sarà sicuramente in grado di fronteggiare shock economici, così come di garantire una costante crescita.

2. **Caratteristiche strutturali:** Le economie più flessibili sono in grado di rispondere agli shock più facilmente di altre, ciò deriva da alcune caratteristiche peculiari: tali economie sono in genere quelle con alti risparmi domestici rispetto al PIL, apertura ai flussi internazionali di investimenti e al commercio e meccanismi efficaci (giuridici e istituzionali) per lo spostamento e l'allocazione delle risorse tra gli usi alternativi (ciò che viene di solito descritto come un ambiente di lavoro positivo). Queste economie subiranno perdite di produzione più piccole e una variabilità inferiore delle entrate fiscali e della spesa del governo. Di conseguenza, le economie aventi tali caratteristiche strutturali tenderanno ad avere rating maggiormente valutati rispetto a paesi in cui l'economia è ritenuta più rigida e meno capace di rispondere agli shock negativi.
3. **Finanze pubbliche:** Il debito pubblico "sostenibile" varia nei paesi e nel tempo, e quindi non vi è alcuna semplice relazione lineare tra lo stock di debito pubblico o il servizio del debito da un lato e il merito di credito e il rating sovrano dall'altro. Tuttavia, un pesante debito pubblico (stock e servizio del debito) sarà, a parità di altre condizioni, associato a più bassi livelli di rating. A parere di Fitch, il debito pubblico lordo è il più rilevante e rappresenta la misura completa di indebitamento di un paese, quello che meglio si presta per un'analisi comparativa. La posizione finanziaria netta di un governo (debito pubblico lordo meno i depositi presso gli istituti finanziari) è un altro importante indicatore di indebitamento ed è più strettamente allineato con il fabbisogno di finanziamento e le tendenze fiscali sottostanti. Fitch inoltre tiene conto, nella valutazione della solvibilità del governo, nello stock complessivo delle attività finanziarie, tra cui equity e strumenti finanziari illiquidi che non sono inclusi nel debito netto, se tali attività sono giudicate libere (per esempio impegnati per finanziare pagamenti delle pensioni future) e commerciabili (per esempio, portafogli di investimento dei fondi sovrani a lungo termine).
4. **Finanze esterne:** Lo stock di attività e passività con i flussi commerciali e finanziari tra residenti e non residenti ha un'influenza importante sulla valutazione del rating sovrano. La

composizione e lo stock di attività e passività estere, come la capacità di generare un mercato dei cambi, sono prese in considerazione nella valutazione del merito di credito.

Capitolo IV

Le conseguenze dei rating sul mercato

Le agenzie di rating, attraverso l'emissione del loro giudizio, sono in grado di influenzare in maniera significativa i mercati del credito sia andando ad avere un impatto sui prezzi di mercato dei titoli azionari e obbligazionari, ma anche sul rendimento delle obbligazione emesse.

Nel seguente capitolo analizzerò pertanto:

1. L'impatto delle azioni di rating sui prezzi di mercato.
2. La relazione tra il rating e le obbligazioni di una società

4.1 Le conseguenze del rating sui prezzi di mercato.

L'impatto degli azioni delle agenzie di rating sui prezzi dei titoli azionari sembrerebbe modesto. In particolare, nel periodo immediatamente precedente ed immediatamente successivo alla revisione, solo i downgrades sembrerebbero produrre un effetto di importanza rilevante che si attesterebbe su una diminuzione del 6% in media. Per quanto riguarda i cambiamenti al rialzo, l'impatto non risulta essere sempre significativo nel periodo immediatamente successivo all'annuncio della revisione in quanto ci potrebbe essere un ritardo nella reazione da parte del mercato. Le stime relative all'intervallo temporale che precede la revisione indicano talvolta la presenza di rendimenti anomali di grande entità. Questo significa che i prezzi di mercato anticipano l'informazione che riguarda l'evento da cui scaturisce la rating action; tale anticipazione può essere legata al precedente inserimento nella watch list, ovvero un elenco di titoli selezionati per una sorveglianza speciale da parte di un'organizzazione di intermediazione, di cambio o di regolamentazione; le aziende nella lista sono spesso obiettivi di acquisizione, società che intendono emettere nuovi titoli o azioni che mostrano attività insolite.

Le ricerche che sono stato fatte per verificare il contenuto informativo del rating annoverano contributi che hanno analizzato sia la relazione tra i rendimenti di mercato delle obbligazioni societarie e i relativi rating, sia l'impatto delle revisioni dei rating sui prezzi di mercato dei titoli

azionari e/o obbligazionari. Le ipotesi di fondo sono, rispettivamente, le seguenti: è possibile che il rating abbia delle informazioni che non erano state precedentemente diffuse all'interno del mercato azionario, pertanto il rapporto di correlazione tra i rendimenti di mercato delle obbligazioni delle società e i rating dovrebbe essere significativa; inoltre, se il rating è efficiente, le revisioni del giudizio hanno un impatto significativo sui prezzi di mercato. Al contrario, nel caso in cui il rating sia basato, come ritiene una parte della letteratura, in gran parte su informazioni già note al pubblico, e se i relativi aggiornamenti giungono con ritardo, allora gli interventi delle agenzie non dovrebbero produrre alcun effetto sui prezzi se il mercato è efficiente in quanto i cambiamenti scaturiti dalla circolazione delle informazioni sono stati già assorbiti dal mercato. Con riferimento alla relazione tra rendimenti e rating delle obbligazioni, essa sembrerebbe confermare l'esistenza di una correlazione significativa, sebbene più contenuta in assenza di revisioni frequenti da parte delle agenzie (Ederington et al., 1984). Per quanto concerne la tempestività delle revisioni del rating e il relativo impatto che queste hanno sui prezzi di mercato, le analisi che sono state fatte si differenziano a seconda dei criteri che vengono utilizzati:

1. Utilizzo di dati mensili o giornalieri.
2. Individuazione delle revisioni di rating precedentemente annunciate mediante l'inserimento in una watch list.
3. Valutazione dell'impatto della revisione con riferimento al prezzo dei titoli obbligazionari e dei titoli azionari.
4. Valutazione del motivo per cui avviene la revisione.
5. Tipologia di emittente al quale viene assegnato il giudizio.

Tra i primi contributi, si ricorda Weinstein¹⁰ (1977) relativo a un campione di revisioni rilasciate da Moody's nel periodo 1962-1974 e concernenti titoli obbligazionari. Circa il 65% dei rating actions del campione sono dovuti a eventi già noti al mercato; inoltre, la distribuzione temporale delle revisioni non è uniforme nel corso dell'anno ma tende a concentrarsi nei mesi immediatamente successivi alla pubblicazione dei bilanci. Le revisioni del rating sembrano non avere alcun impatto sul prezzo dei titoli obbligazionari ai quali si riferiscono: ciò confermerebbe che l'efficienza del mercato.

¹⁰ M.I. Weinstein, "The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price", 1977

Il comportamento adattivo delle agenzie e, dunque, l'assenza di reazioni a variazioni dei rating viene rilevata anche da alcuni studi successivi. Studi più recenti, invece, smentiscono parzialmente queste conclusioni. Gli studiosi Hand, Holthausen e Leftwich prendono in esame sia le revisioni di rating che l'inclusione nella lista di sorveglianza di Moody's e Standard&Poor's, distinguendo tra le revisioni precedute da divulgazione di informazioni e notizie di stampa relative all'evento che ha motivato l'intervento dell'agenzia e revisioni "non contaminate". Gli autori osservano variazioni significative dei prezzi dei titoli azionari solo nel caso di possibili downgrade, mentre invece i rendimenti delle obbligazioni sembrano reagire in maniera statisticamente significativa in ogni caso; le reazioni sono più accentuate nel "non contaminato"¹¹. Con riferimento alle variazioni effettive di rating, in linea di massima solo i declassamenti sembrano incidere in maniera significativa sul corso di entrambe le categorie di titoli; le variazioni al rialzo, invece, producono un impatto significativo solo sui corsi delle obbligazioni.

Goh e Ederington osservano che non sempre un declassamento ha come conseguenza diretta una variazione sia dei prezzi delle azioni sia del valore delle obbligazioni di un emittente: si potrebbe registrare un effetto positivo per le prime e negativo per le seconde se, ad esempio, il motivo del rating action è legato a un'operazione che comporta un trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti¹². Per verificare quanto appena affermato, gli annunci delle agenzie sono classificati in tre gruppi differenti che corrispondono ad altrettante motivazioni:

1. Variazioni delle prospettive reddituali e/o finanziarie;
2. Variazioni nel livello di indebitamento;
3. Variazioni non riconducibili a nessuna delle motivazioni precedenti.

Gli autori verificano che il mercato reagisce solo ai declassamenti dovuti ad una variazione delle prospettive reddituali o finanziaria, al contrario nessuna reazione viene rilevata nel caso degli altri downgrade ed infine per le variazioni al rialzo non si registra alcun effetto in nessun caso. La motivazione sembra dunque essere rilevante; si osserva, tuttavia, che gli annunci relativi a variazioni nel livello di indebitamento sono in genere notizie già note al pubblico, pertanto è lecito

¹¹ Hand J.R.M., Holthausen R.W., Leftwich R.W., "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices"

¹² Ederington L.H., Goh G.C., "Is a Bond Rating Bad News, Good news or No News for Stakeholders?", *Journal of Finance*, 1993.

porsi la domanda se la reazione del mercato sia dovuta soprattutto all'annuncio dello specifico evento piuttosto che al rating action.

Ulteriori informazioni emergono dallo studio di Dichev e Piotroski che prendono in esame un campione di revisioni effettuate da Moody's dal 1970 al 1997. Gli autori hanno effettuato l'analisi facendo ulteriori distinzioni rispetto a quelle fatte in precedenza: hanno infatti distinto tra gli effetti causati da un downgrade e quelli causati da un upgrade e tra revisioni relative a società capogruppo e revisioni relative a società controllate. I risultati affermano che l'impatto sui prezzi risulta essere statisticamente significativo solo nel caso dei downgrades, con un effetto più marcato nel periodo di tempo immediatamente successivo all'annuncio e di importanza rilevante fino ad un anno dall'evento; l'effetto è inoltre più marcato per le società capogruppo. Gli autori hanno verificato, inoltre, che le reazioni ai downgrade sono riconducibili all'inefficienza del mercato: l'impatto è infatti più pronunciato nel caso di emittenti di minori dimensioni o con merito di credito peggiore in quanto le variazioni dei loro rating si traducono in cambiamenti del giudizio del rischio di insolvenza. Inoltre, per queste imprese, i declassamenti anticipano un deterioramento della solidità dell'emittente, come rivelano le evidenze sui risultati relativi ad un periodo e le revisioni di rating successivi.¹³

Altri studi un certo interesse sono stati condotti da Schweitzer¹⁴ e Gropp e Richards¹⁵. E hanno come scopo di verificare l'ipotesi che rating assegnati dalle agenzie possano produrre un effetto diverso per gli istituti bancari rispetto alle società non finanziarie a causa dell'elevato grado di regolamentazione alle quali sono sottoposte ma anche a causa della maggiore disponibilità di informazione al mercato. Se tale ipotesi fosse corretta, l'impatto medio per le banche dovrebbe essere inferiore a quello rilevato per altri settori di attività. L'evidenza per un gruppo di holding bancarie statunitensi mostra, tuttavia, che per i downgrade l'impatto è maggiore di quello mediamente registrato per le società non finanziarie: secondo gli autori, ciò deriverebbe dal fatto che le autorità di vigilanza non permettono la completa diffusione dell'informazione di carattere negativo, che verrebbe invece incorporata e diffusa tramite i giudizi delle agenzie.

¹³ Dichev I.D., Piotroski J.D., "The Long-Run Stock Returns Following Bond Rating Changes", *Journal of Finance*, 2001.

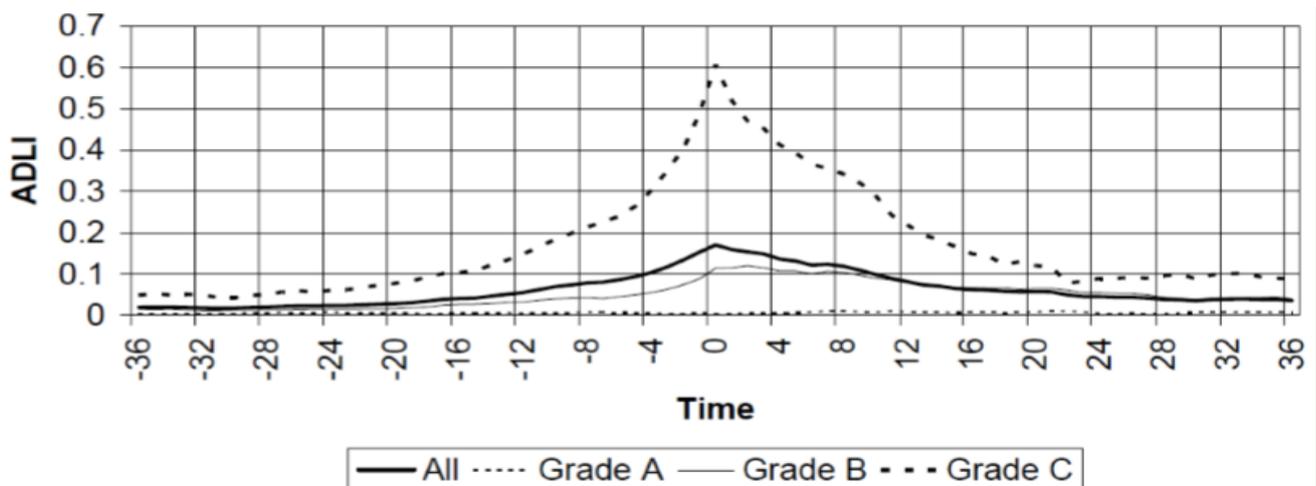
¹⁴ Schweitzer R., 1992 "Bond Rating Agencies and Their Role in Bank Market Discipline"

¹⁵ Gropp R., Richards A., "Rating agency actions and the pricing of debt and equity of European banks: what can we offer about private sector monitoring of bank soundness", 2001.

Gropp e Richards (2001) hanno analizzato quale sia l'impatto di revisioni del giudizio ad opera di Moody's, Standard&Poor's e Fitch sui titoli azionari e obbligazionari di 32 banche europee nell'arco di tempo tra il 1989 e il 2000. Questi due autori forniscono un'ulteriore specificazione, in quanto dividono i giudizi tra rating actions anticipati e non (tramite inserimento nella watch list ovvero cambiamento di outlook), ed inoltre tengono conto anche della causa per cui è stata operata la revisione e della possibilità che i giudizi delle tre agenzie differiscano l'uno dall'altro. I risultati mostrano che l'impatto sui prezzi dei titoli obbligazionari è praticamente nullo mentre riscontrano impatto di modesta entità sui prezzi delle azioni; inoltre, la motivazione sembra essere rilevante, in quanto un declassamento causato dal deterioramento delle prospettive reddituali si traduce in un calo dei prezzi, al contrario quello motivato da un aumento del rischio induce la reazione opposta. L'analisi dei rendimenti anomali nei due mesi precedenti la revisione rivela come non siano presenti variazioni significative dei prezzi: ciò induce gli autori a concludere che le revisioni hanno un contenuto informativo innovativo rispetto alle notizie già note al pubblico. Solo i cambiamenti di rating non anticipati, infine, hanno un effetto sui prezzi; questo effetto sembrerebbe di maggiore entità solo nel caso in cui ci siano revisioni concordanti con gli orientamenti delle altre agenzie.

Gli studi esposti fin qui hanno un punto in comune :tutti hanno riscontrato che le reazioni dei prezzi ai declassamenti sono diverse da quello che hanno come causa una previsione al rialzo del rating: solo a causa dei declassamenti, infatti, ci si troverebbe di fronte ad un impatto consistente . Vassalou e Xing (2003) forniscono al proposito una spiegazione interessante. Con riferimento allo stesso campione di Dichev e Piotroski (2001), gli autori hanno calcolato un indicatore di probabilità di insolvenza (DLI: default likelihood indicator) tramite il quale hanno cercato di verificare che la divergenza delle reazioni del mercato alle revisioni di rating al rialzo o al ribasso è dovuta a variazioni asimmetriche dell'indicatore di insolvenza. Oltre a questa non conformità di reazione dei prezzi di obbligazioni e titoli agli upgrades e downgrades, gli autori hanno individuato un'altra anomalia. Hanno infatti osservato che ci sono rendimenti azionari anomali di entità negativa in seguito ai declassamenti.

Gli Autori per spiegare tale fenomeno hanno considerato lo stesso campione proposto da Dichev e Piotroski. Hanno calcolato un indicatore di probabilità di insolvenza chiamato “default likelihood indicator”, o DLI tramite il quale hanno constatato che, nel caso dei declassamenti, il DLI medio aumenta nei tre anni che precedono la revisione, arrivando al massimo valore nel momento del downgrade, per poi diminuire allo stessa velocità con la quale era cresciuto, arrivando, nei tre anni che succedono, allo stesso livello su cui si trovava nei tre anni precedenti al rating.¹⁶



17

L'andamento dell'indicatore

mostra che: I rendimenti azionari rilevati successivamente ai declassamenti dovrebbero essere di entità

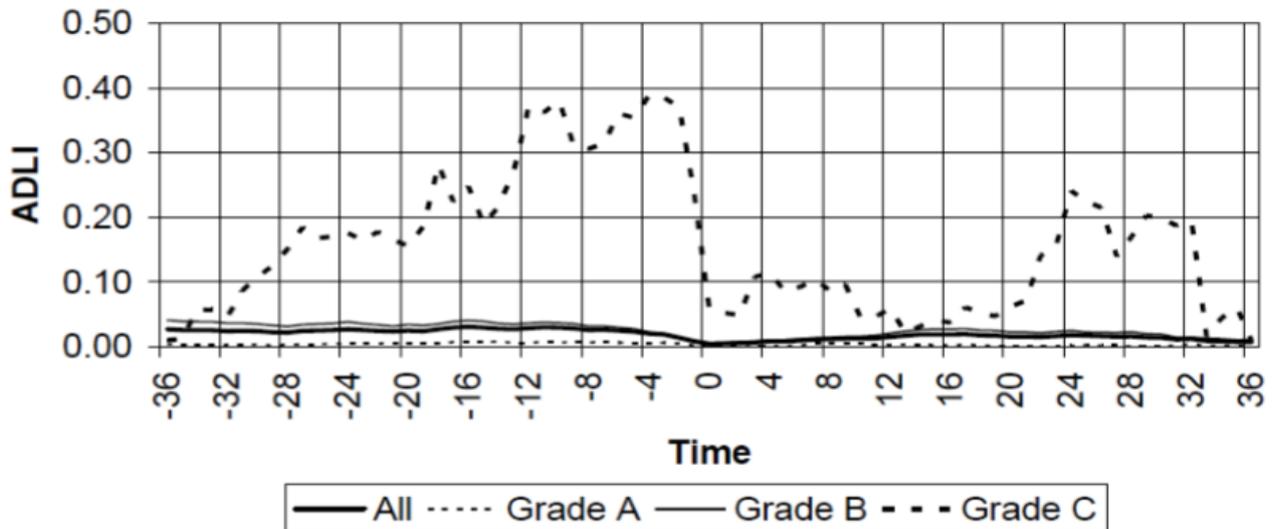
inferiore rispetto a quelli rilevati precedentemente, poiché in seguito al downgrade il rischio di default diminuisce; nel calcolare i rendimenti azionari anomali seguenti al declassamento si devono prendere in considerazione i cambiamenti in

diminuzione del DLI: nel caso in cui i rendimenti azionari vengano aggiustati per il DLI, quelli negativi rilevati dallo studio di Dichev e Piotroski scompaiono. Analizzando il caso opposto, quello delle revisioni al rialzo, si evince un andamento dell' ADLI quasi rettilineo, e in corrispondenza

¹⁶ Vassalou M., Xing Y., “Equity Returns Following Changes in Default Risk: New Insights into the Informational Content of Credit Ratings”, 2003.

¹⁷ Vassalou M., Xing Y., “Average DLI Around Downgrades”

dell'annuncio di upgrade si ha una diminuzione talmente esigua da non poter essere considerata di impatto sui rendimenti delle azioni.



18

Si può concludere che l'andamento non lineare dell'indicatore spiega il perché dell'asimmetria riscontrata negli studi precedenti nelle reazioni dei prezzi azionari ai downgrade /upgrade, ciò risulta conforme con l'atteggiamento razionale degli investitori, i quali chiedono rendimenti più alti nel caso in cui ci sia un aumento del rischio sopportato. Gli Autori, al termine della loro analisi, affermano che: sarebbe preferibile poggiare le proprie valutazioni di investimento su un indice alternativo di default, come il DLI, in quanto le informazioni fornite dai credit rating non sono puntuali e non esaminiamo i pro e i contro del DLI: maggiore precisione nell'annunciare la probabilità di insolvenza di un'impresa; è aggiornabile più frequentemente; e da non sottovalutare è calcolabile sulla base di informazioni note pubblicamente. Tra i contro: il costo elevato per ottenere le informazioni ed elaborarla; pertanto se non tutti gli investitori riuscissero a determinarlo, le imprese potrebbero aumentare il rischio di default senza che il mercato riesca ad accorgersene.

Quindi l'importanza dei credit rating per il mercato è significativa, in particolare gli autori attribuiscono ai declassamenti una componente essenziale del mercato in quanto riducono i costi di informazione tramite la diffusione di dati.

¹⁸ Vassolou M., Xing Y., "ADLI around upgrades"

Sebbene l'evidenza empirica non sia conclusiva, ci sono dunque elementi per ritenere che il rating abbia un contenuto informativo innovativo per il mercato, anche se in talune circostanze le revisioni possono non essere tempestive. Tra le ragioni alla base del ritardo, si annovera l'attitudine delle agenzie a rinviare interventi che potrebbero far precipitare situazioni di dissesto solo temporaneo in uno stato di crisi definitivo. L'esempio più frequentemente citato riguarda i cosiddetti triggers, ossia le clausole che subordinano al declassamento al grado di speculative investment l'obbligo di rimborso anticipato del prestito: in queste circostanze, le agenzie potrebbero rinviare il declassamento proprio per impedire l'applicazione del trigger (Johnson, 2003).

4.2 La relazione tra il rating e le obbligazioni di una società

Le ipotesi di maggior riguardo sono quelle di Ederington, Yawitz e Roberts. I tre autori hanno analizzato questa relazione al fine di dare una spiegazione circa la rilevanza del contributo informativo fornito dai giudizi di rating, e non l'effetto delle revisioni sui prezzi di mercato, a causa di una serie di ostacoli di quest'ultima in seguito elencati¹⁹:

1. Si potrebbe pensare che, nel caso in cui i giudizi non comportino l'aggiunta di nessuna informazione aggiuntiva, non ci sarà alcun cambiamento dei prezzi anche se, nel caso in cui le azioni dell'agenzia sono immediate, il rating cambia non appena la rischiosità del titolo passa aumenta o diminuisce, pertanto la variazione risulta di esigua entità. Al contrario se l'agenzia modifica il rating con tempistiche più lunghe, il grado di rischiosità del titolo nel tempo potrebbe essere variato in misura maggiore rispetto a quanto non fosse cambiato nel breve periodo, rendendo il giudizio espresso dalle agenzie di rating più rilevante.

¹⁹ Ederington L.H., Yawitz J.B., Roberts B.E., "The Informational Content of Bond Ratings", *Journal of Financial Research*, 1987

2. Dal momento che le agenzie raramente modificano i giudizi in concomitanza con le altre, un'agenzia potrebbe apportare una revisione ad un rating in seguito ad un nuovo valore emesso da un'altra agenzia senza apportare nessuna informazione aggiuntiva.
3. Rispetto ad un nuovo rating, le revisioni hanno come base dati di pubblico dominio, che il mercato ha già assimilato e che quindi hanno avuto un peso nei prezzi. Ciò fa sì che i risultati derivanti dall'impatto delle revisioni risultino parzialmente distorti.

L'obiettivo degli Autori è di analizzare il contenuto informativo dei rating indipendentemente dal fatto che siano di nuova emissione o revisionati; al fine di capire se i rendimenti ricercati sui titoli obbligazionari del campione evidenziano che i partecipanti al mercato fondano le loro decisioni su dati pubblici o se le basano sulle informazioni fornite dai rating. I rendimenti considerati sono quelli alla scadenza o yield to maturity (YTM).

Ederington ipotizzò che il rendimento (Y_i) di ogni titolo è rappresentato da una funzione composta di varie informazioni finanziarie diffuse pubblicamente: elementi distintivi dell'emittente e dell'emissione (C_i); rating assegnato al titolo da Moody's e S&P (R_i); altre caratteristiche non attinenti al merito di credito, come la vita residua del titolo e il trattamento fiscale.

$$Y_i = f(C_i; R_i; X_i; U_i)$$

I dubbi principali ai quali gli autori hanno dato risposta sono i seguenti:

1. Le informazioni fornite dai giudizi sono da considerarsi addizionali a quelle che sono già state pubblicate e diffuse? Se la risposta fosse negativa la componente (R_i) non sarebbe più necessaria in quanto le informazioni sarebbero già incluse.
2. Coloro che partecipano al mercato obbligazionario considerano le informazioni sufficienti o vedono la necessità di aggiungere ulteriori dati? Nel caso in cui, le informazioni siano sufficienti, si potrebbe eliminare la variabile (C_i), che indica le informazioni note al pubblico.
3. Il contributo del rating diminuisce con il passare del tempo? I rating più recenti sono maggiormente affidabili rispetto a quelli che non sono oggetto di revisione da tanto tempo? Se la risposta alla prima domanda è affermativa, più tempo sarà passato dall'ultima revisione, minore sarà il peso che gli operatori gli assegneranno.

In merito a questi tre quesiti, c'è da dire che le valutazioni del merito di credito di un'obbligazione, sono condotte utilizzando le informazioni trasmesse dalle agenzie, pertanto si può trovare una correlazione tra i rendimenti delle obbligazioni e i rating. Ad ogni modo secondo gli autori citati precedentemente, sembra che gli operatori si basino anche sulle informazioni pubbliche per

valutare le nuove emissioni e che non ci sia una risposta al problema della diminuzione del contenuto di informazioni del rating nel tempo.

Infine, possiamo affermare che se gli investitori percepiscono che le agenzie di rating offrono un contenuto di informazioni aggiuntivo, allora nel caso di una rating action, questo si rifletterà sui prezzi. Inoltre quando l'agenzia comunica una variazione di outlook, un' inserimento nella watch list o il giudizio finale, i prezzi dovrebbero da subito incorporare i nuovi dati. Gli autori Ederington, Dichev e Piotrosky sono giunti alla conclusione che gli eventi legati al rating ed in particolare i declassamenti, hanno un forte impatto sui prezzi; al contrario Pinches e Weinstein giungono ad affermare il contrario dal momento che secondo le loro indagini i rating non apportano informazioni aggiuntive.