

Introduzione

La crisi economico-finanziaria (2007/2008) ha creato grande allarme sociale sia per i piccoli che per i grandi risparmiatori. Tra le multiformi cause determinanti la crisi, il malfunzionamento del mercato dell'informazione è annoverabile tra le più rilevanti. Il *decision making* degli operatori, se fondato su *set* di informazioni non corrette (o qualitativamente scarse), infatti, non può che risultare inefficiente.

Gli effetti della crisi dei mutui sub-prime si sono estesi a tutti i settori del mercato finanziario generando forte instabilità; le istituzioni private e pubbliche non hanno saputo prevedere la crisi; le agenzie di *rating* hanno dimostrato che i loro giudizi non sempre riflettevano in modo appropriato il reale profilo di rischio dei prodotti finanziari emessi.

Nonostante ciò il mercato dell'informazione in cui le agenzie di *rating* operano non sembra averne risentito: i principali *players* sono gli stessi, detengono le medesime quote di mercato e continuano a godere di buona reputazione, considerato che i profitti restano pressoché stabili nel tempo.

L'industria del *rating*, in modo endogeno, non ha espulso dal mercato i soggetti che hanno dimostrato di essere inefficienti, al contrario ha finito per consolidarne la posizione.

Il presente lavoro propone una *survey* ragionata che, partendo dall'analisi sull'origine del mercato del *rating* e sull'evoluzione del modello di business e del relativo quadro regolamentare, mira ad approfondire le ragioni dell'inefficienza allocativa che caratterizza tale industria: il conflitto di interesse nel rapporto emittente/agenzia, l'uso regolamentare del *rating* e l'assenza di una vera dinamica competitiva.

Dopo aver analizzato l'origine del fenomeno del *rating* (SYLLA, 2001; PARTNOY, 1999 e 2006; WHITE, 2002 e 2009; COHEN e CARRUTHERS, 2009, GILA e MISCALI, 2012, PARMEGGIANI, 2010 e 2012; FERRI e LACITIGNOLA, 2014) ed aver esposto per linee direttrici principali l'evoluzione dei quadri

regolamentari del relativo mercato in US e EU (PARTNOY, 1999 e 2001; RODORF, 2002; PERONE, 2003; OLIVIERI, 2012; PARMEGGIANI, 2012; FERRI e LACITIGNOLA, 2014), l'attenzione della nostra indagine si sofferma, quindi, sull'influenza che l'informazione esercita sulle scelte di investimento degli operatori non professionali, ovvero, degli investitori così detti *naive* (i.e. clientela al dettaglio).

I prodotti finanziari, essendo immateriali e virtuali, rappresentano una ricchezza "tangibilmente assente" il cui valore economico può essere computato esclusivamente attraverso l'informazione posseduta sul sottostante economico (caratteristiche e consistenze) di cui i prodotti dovrebbero essere specchio. Nel *decision making* razionale d'investimento il set di informazione economico-finanziaria di cui è in possesso l'investitore, pertanto, è determinante nell'orientare la scelta efficiente.

Prendendo le mosse dall'"*Efficient capital market hypothesis*" che postula mercati efficienti laddove i prezzi siano rappresentativi di tutte le informazioni disponibili, sono due le tipologie di informazione che determinano le scelte di investimento: l'informazione obbligatoria, figlia della *mandatory disclosure*, e l'informazione da *rating*, frutto di un *business* globale che procura ai principali *players* del settore significativi profitti. In che cosa consiste il *rating*? Si tratta di un giudizio prognostico sulla probabilità di *default* dell'emittente e, conseguentemente, è volto a fotografare il suo merito di credito (i.e. *creditworthiness*).

L'interdipendenza tra le due fonti di informazioni influenza l'investitore nel momento in cui effettua la scelta di investimento. Sussiste uno stretto collegamento tra l'informazione pubblica regolamentata e prevista da stringenti norme che governano il funzionamento dei mercati finanziari e quella prodotta dagli intermediari informativi: il *rating*, infatti, tratta e sintetizza, con algoritmi e metodi non del tutto noti (i.e. pubblici), anche le informazioni frutto della *mandatory disclosure*. All'investitore, considerati i costi per reperire autonomamente le informazioni rilevanti, conviene fare affidamento su giudizi facilmente intelligibili.

Proprio su tali soggetti e sulle loro *opinions* si sofferma la nostra attenzione: nate con l'intento di ridurre le asimmetrie informative tra emittenti di *bond* e potenziali investitori, le agenzie di *rating* informano, valutano e qualificano e, soprattutto, soddisfano il bisogno di semplificazione cognitiva dovuto alla sempre più complessa realtà dei mercati mobiliari. Le informazioni prodotte da soggetti così altamente sofisticati, tuttavia, sono pur sempre il frutto di un'attività svolta per fini di lucro sulla base di valu-

tazioni tecniche “prevalentemente discrezionali”.

Il rating, inoltre, possiede una peculiare natura ibrida “privatistica-pubblicistica”: è una opinione prodotta da soggetti privati a cui, tuttavia, spesso le autorità pubbliche conferiscono valenza regolamentare. In altre parole, sulla base di una mera opinione di cui le agenzie non sono responsabili, il rating emesso sugli emittenti privati che ne pagano il prezzo, fornisce anche una certificazione regolamentare. Anche in considerazione della valenza regolamentare attribuita al *rating*, ci si interroga se il modello di business *issuer-pays*, visto il conflitto d’interesse che crea tra le agenzie e gli emittenti, sia davvero un modello efficiente.

Gli interrogativi sul modello di business emergono anche dall’analisi sulla dinamica competitiva dell’industria sotto esame. Le alte barriere all’entrata e le economie di scala e di scopo tipiche del settore rendono il mercato per sue caratteristiche strutturali molto concentrato (i.e. oligopolio naturale). Tuttavia l’elevato indice di concentrazione (Herfindahl-Hirschman Index, HHI) di per sé non rappresenta un ostacolo insormontabile per lo svilupparsi di dinamiche concorrenziali. In base alle caratteristiche strutturali di un mercato possono bastare anche due sole imprese per avere concorrenza. Il problema del grado di contendibilità dell’industria del rating, tuttavia, dipende dal non funzionamento del meccanismo reputazionale (i.e. sanzione in termini di perdita di quote di mercato da parte degli operatori che sbagliano giudizi), dalla presenza di partecipazioni incrociate tra i due principali *players* e da un quadro regolamentare allo stato ancora inefficiente.

Il lavoro di *survey* è strutturato come segue. Nel primo capitolo vengono illustrate le ragioni alla base dell’origine e dell’evoluzione delle agenzie di *rating*. Nel secondo capitolo si delinea l’evoluzione del quadro regolamentare del mercato del *rating* (US e EU) che, solo da qualche tempo ed in seguito agli eclatanti scandali finanziari dall’elevata risonanza mediatica, ha iniziato a strutturarsi in modo più puntuale dopo anni di “vuoto regolamentare” (i.e. *regulatory holiday*). Nel terzo capitolo, infine, si approfondiscono le caratteristiche strutturali dell’industria del rating anche al fine di comprendere quali possano essere i possibili interventi di policy volti a favorire assetti di mercato ed istituzionali più efficienti.

Capitolo 1

Le origini delle agenzie di rating del credito

Sommario: 1.1. Alle origini del *rating*. – 1.1.1. Le *credit reporting agency*. – 1.1.2. La stampa finanziaria specializzata e le banche di investimento. – 1.2. Agenzie di *rating* e mercati finanziari. – 1.2.1. Il mercato e le asimmetrie informative, in particolare: il mercato dei titoli di debito. – 1.2.2. Rimedi e soluzioni: le agenzie di *rating* come intermediari informativi. – 1.3. L'attività di *rating*: alcune definizioni. – 1.3.1. Il *rating* come garante di una corretta informazione. – 1.4. Il processo di determinazione del *rating*. – 1.4.1. Criteri qualitativi e quantitativi di determinazione del *rating*. – 1.4.2. *Rating* e probabilità di *default*.

1.1. Alle origini del *rating*

1.1.1. *Le credit reporting agency*

L'analisi sul “mercato del *rating*” non può prescindere dallo studio dei profili che ne hanno caratterizzato l'evoluzione storica. Ne segue, dunque, che proprio l'individuazione dei fattori socio-economici, che hanno inciso sullo sviluppo del *rating*, permette di comprendere il perché abbia una così grande rilevanza all'interno dell'attuale sistema finanziario (TROISI, 2013)¹.

L'attività di valutazione del merito di credito dei prenditori di fondi è di recente creazione e trova una prima collocazione nel mercato statunitense agli inizi del secolo scorso.

Sotto il profilo storico, pertanto, lo sviluppo delle agenzie di *rating* è un fenomeno relativamente recente: esse appaiono sulla scena dei mercati fi-

¹ A. TROISI, *Le agenzie di rating: regime disciplinare e profili evolutivi*, CEDAM, Padova, 2013, pp. 63 ss.

nanziari internazionali solo agli inizi del Novecento, quando il mercato obbligazionario esisteva da almeno tre secoli (COHEN e CARRUTHERS, 2009; FERRI e LACITIGNOLA, 2014; SYLLA, 2001)². Il primo *rating* venne pubblicato negli Stati Uniti d'America nel 1909 ad opera di *John Moody*, trecento anni dopo che gli olandesi avevano rivoluzionato la finanza nazionale ed internazionale inventando le azioni ordinarie e fondando nel 1609 la prima banca proto-centrale: la Banca di Amsterdam. Successivamente, intorno al 1688, in seguito all'ascesa al trono di Guglielmo d'Orange, gli inglesi beneficiarono della ventata innovativa inaugurata dagli olandesi gettando le basi di tutti gli elementi essenziali del sistema finanziario moderno. Negli Stati Uniti questo stesso processo prese forma alla fine del 1700 grazie ad *Alexander Hamilton* che gettò le premesse per lo sviluppo di un sistema finanziario economico anche oltre oceano.

Ci si potrebbe chiedere, a questo punto, come mai lo sviluppo delle agenzie di *rating* sia successivo alla nascita dei moderni mercati finanziari e come abbiano operato negli anni della sua assenza. Non meno importante è l'interrogativo circa il perché proprio negli Stati Uniti d'America le agenzie di *rating* abbiano trovato il natale.

Nella prima metà del XIX secolo numerosi stati americani iniziarono ad emettere obbligazioni sia nei mercati nazionali che internazionali al fine di finanziare diversi progetti di infrastrutture, in particolar modo ferrovie, strade e ponti³. Con la crescita esponenziale dello sviluppo industriale aumentò

² G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, Il Mulino, 2014, pp. 17 ss.; sull'argomento si veda anche R. SYLLA, *A historical Primer on the business of credit rating*, paper scritto per la conferenza "The role of credit reporting system in the International economy" tenuta a Washington DC presso la Banca Mondiale, 1-2 marzo 2001, pp. 6 ss; B. COHEN, B.G. CARRUTHERS, *Credit, Classification and Cognition: Credit Raters in 19th-Century America*, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1525626> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1525626>, 2009.

³ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, pp. 17 ss., i quali riportano che «le ferrovie e le infrastrutture costituivano i settori prediletti dagli investitori americani ed erano percepiti come mercati dinamici ed in continuo sviluppo. Alla base di tale considerazione vi era essenzialmente la storia degli USA: dalla seconda metà del XIX secolo gli Stati Uniti videro l'inizio della loro storica espansione di massa verso Ovest».

Per un approfondimento storico del periodo dello sviluppo economico in America si veda di D.B. DAVIS, D.H. DONALD, *Espansione e conflitto. Gli Stati Uniti dal 1820 al 1877*, il Mulino, Bologna, 1987, ed. italiana a cura di T. BONAZZI, traduzione di G.P. CECCARELLI, M.E. TRALDI.

il fabbisogno finanziario per la costruzione delle infrastrutture necessarie a supportare il processo di industrializzazione. Tale fabbisogno venne soddisfatto con l'emissione di obbligazioni private. Fino a tale momento gli investitori non sentirono l'esigenza di avere un *rating* poiché la maggior parte delle obbligazioni emesse erano «sovrane», ovvero garantite dallo stato; pertanto era ragionevole ipotizzarne la piena solvibilità. In seguito alla diffusione di obbligazioni private, tuttavia, i piccoli risparmiatori iniziarono ad esser scettici riguardo la bontà dei progetti di investimento; in virtù del gap informativo, acquisire la fiducia degli investitori era più complesso.

Con la trasformazione del sistema finanziario, basato dapprima sulle banche e poi sui mercati finanziari, aumentò la complessità degli affari e con essa l'esigenza di ottenere informazioni sempre più puntuali sia sugli operatori di mercato che sulle operazioni. Verso la metà del XIX secolo, il mercato americano, come risposta all'esigenza fortemente sentita dagli investitori di avere accesso ad un *set* quantitativamente e qualitativamente migliore di informazioni sulle scelte di investimento, diede vita ad una grande innovazione; la nascita delle prima *credit rating reporting agency*, antesignane delle moderne agenzie di *rating*.

Tali agenzie (SYLLA, 2001)⁴ si specializzarono nella raccolta di informazioni relativa alla situazione finanziaria e patrimoniale delle imprese operanti sul mercato, e nella conseguente vendita di tali informazioni a chiunque intendesse entrare in affari con esse, al fine di ridurre il *gap* informativo che penalizzava l'investitore, specie se inesperto. Questa funzione si delineò quando la scala delle transazioni iniziò ad espandersi in un contesto economico più ampio caratterizzato da risorse decisamente più mobili ed in cui, essendosi delocalizzati gli affari, le transazioni avvenivano tra soggetti che non si conoscevano bene tra loro⁵.

⁴ Vd. SYLLA, *op. cit.*; G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, i quali evidenziano che tre erano i soggetti che avevano il compito di divulgare le informazioni: la stampa specializzata, le grandi banche di investimento e le *credit reporting agency*. Di queste ultime le odierne agenzie di *rating* rappresentano la naturale evoluzione.

⁵ Se in origine, in un contesto caratterizzato da affari svolti a livello locale e a carattere prevalentemente personale, si poteva ovviare all'esigenza informativa mediante la classica referenza da parte di chi conosce il soggetto giuridico al quale si riferisce, in virtù di rapporti pregressi avuti con lo stesso, in seguito all'esponentiale sviluppo economico che si registrò in America a partire dagli anni Trenta del XIX secolo, si avvertì

La prima *credit reporting agency* di cui si hanno notizie, la *Mercantile Agency*, venne fondata nel 1841 da *Lewis Tappan* che decise di specializzarsi nella raccolta e nella fornitura di informazioni commerciali. *Tappan* era solito raccogliere tutte le informazioni che riusciva a reperire circa le imprese operanti sul mercato allo scopo di valutare meglio le controparti con le quali intrattenere rapporti d'affari. Tuttavia, la fortuna di *Tappan* fu proprio quella di aver collezionato, in diversi anni, numerose informazioni che si rivelarono di grande valore per tutti coloro che avrebbero voluto investire in un mercato scarsamente trasparente quale quello dell'epoca. In seguito alla fondazione della suddetta agenzia, il lungimirante *Lewis Tappan* iniziò a vendere informazioni traendone grandi guadagni. Nel corso degli anni, in seguito a numerose trasformazioni e fusioni della *Mercantile Agency*, nacque la *Dun & Bradstreet*: un'agenzia di *rating* influente ed indipendente fino al 1962, anno in cui sarà acquisita da *Moody's* (SYLLA, 2001; PARTNOY, 1999)⁶.

1.1.2. *La stampa finanziaria specializzata e le banche di investimento*

Si può senza dubbio affermare che nel corso dell'Ottocento le imprese americane più importanti sono quelle ferroviarie. Il processo di industrializzazione connesso al settore ferroviario comportò un contestuale incremento della domanda di risorse finanziarie, soddisfatta principalmente con l'emissione di obbligazioni private. Il grande fabbisogno finanziario proveniente dalle imprese ferroviarie diede un impulso determinante allo sviluppo dei mercati finanziari. Questo fenomeno, tuttavia, comportò un maggior livello di incertezza e di rischio poiché, trattandosi di obbligazioni private, gli investitori dell'epoca non disponevano di strumenti idonei, né per valutare *ex ante* la potenziale redditività dell'impresa in cui investire, né per esercitare *ex post* un'attività di controllo tale da disincentivare condotte inefficienti ed opportunistiche da parte degli amministratori. In tale contesto, accanto alle *credit reporting agency*, si collocano la stampa finanziaria e le banche di investimento,

la necessità di trovare nuovi rimedi per diffondere consapevolezza nella gestione del rischio commerciale.

⁶ Cfr. SYLLA, *op. cit.*, p. 7; PARTNOY, *The Siskel and Ebert of financial market: two thumbs down for the credit rating agencies*, in "Washington University Law Quarterly", pp. 619-712, Vol. 77, n. 3/1999, p. 636; FERRI, LACITIGNOLA, *op. cit.*, p. 19.

svolgenti anch'esse la funzione di orientare le scelte degli investitori, in un'epoca antecedente la nascita delle moderne agenzie di *rating*.

Le banche d'investimento finanziavano le imprese collocando le obbligazioni da queste emesse presso la "massa" degli investitori. In virtù della posizione di estrema rilevanza ricoperta, le banche in questione detenevano anche il potere negoziale di collocare uomini di fiducia nei consigli di amministrazione delle società emittenti. In questo modo essi avevano la possibilità di accedere in qualità di insider, ad una notevole quantità di informazioni attendibili che, almeno in parte, potevano esser condivise con i propri clienti al fine di invitarli ad acquistare titoli di debito da esse negoziati.

La stampa finanziaria, durante l'Ottocento, inizia a specializzarsi nella divulgazione di notizie relative al settore ferroviario fornendo, già a partire dal 1832, resoconti sulla situazione patrimoniale e sull'assetto societario delle imprese attive. Un ruolo centrale venne svolto inizialmente dalla rivista specializzata "*The American Railroad Journal*" la quale per lungo tempo indirizzò gli investitori, finché, successivamente, *Henry Poor* e suo figlio non pubblicarono il *Poor's Manual of the Railroads of the United States* che, per decenni, ottenne il merito di esser riconosciuto la fonte di informazione più autorevole sulle imprese ferroviarie americane. *Poor* diede sicuramente un contributo fondamentale al consolidamento del mercato dell'informazione relativo al merito di credito, ma sarà *Moody* a segnare il passaggio dalla semplice analisi alla creazione di una scala di giudizi da assegnare ai *bond*. Egli nel 1909 cominciò ad organizzare la prima agenzia di *rating* della storia fornendo informazioni sulla qualità delle obbligazioni emesse dalle imprese ferroviarie. Si iniziò così a garantire un servizio di *pony* volto a diffondere in modo rapido le informazioni sullo stato di avanzamento dei lavori ferroviari dell'Ovest (SYLLA, 2001; FERRI e LACITIGNOLA, 2014)⁷.

⁷ Per una ricostruzione più approfondita si veda G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, pp.19 ss. e SYLLA, *op. cit.*, pp. 9 ss.

1.2. Agenzie di *rating* e mercati finanziari

1.2.1. *Il mercato e le asimmetrie informative, in particolare: il mercato dei titoli di debito*

I mercati, a maggior ragione quelli finanziari (ONADO, 2008; RAMUSINO, 1999)⁸, sono caratterizzati da carenze informative che si ripercuotono inevitabilmente sulle relazioni tra i soggetti che vi operano, comportando situazioni di incertezza. Essere in possesso di un'informazione accurata rappresenta una condizione necessaria per poter compiere delle scelte consapevoli e mettere in atto dei comportamenti economici razionali (AMMANNATI, 2011)⁹.

È ormai considerazione condivisa in letteratura che l'asimmetria informativa rappresenti uno dei più rilevanti fallimenti del mercato poiché impedisce il raggiungimento di equilibri in grado di soddisfare le condizioni di efficienza allocativa. Si è in una situazione di asimmetria informativa quando, all'interno di una relazione economica, una parte possiede un livello di informazione maggiore rispetto alla controparte. Ciò si ripercuote inevitabilmente sulla negoziazione che è così inficiata dall'impossibilità di verificare le informazioni nascoste (cosiddette *hidden information*) o di controllare i comportamenti opportunistici successivi alla conclusione del contratto (*hid-*

⁸ Sulla definizione di mercato finanziario, e più in generale di sistema finanziario, cfr. M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, il Mulino, Bologna, 2008, 2 ed., pp. 15 ss. in cui l'A. sostiene che questo sia concepibile come «L'insieme complesso e sistematico dei rapporti di debito e di credito mediante i quali si trasferiscono fondi (potere d'acquisto) da un operatore all'altro». Sotto un punto di vista strettamente economico le attività finanziarie sono definibili come «un rapporto contrattuale nel quale entrambe le prestazioni delle parti in causa sono denominate in moneta e scadono in tempi diversi». In sostanza, l'attività finanziaria prevede una cessione di potere d'acquisto contro una o più prestazioni future di segno opposto. In relazione a questo processo si utilizzano depositi bancari, obbligazioni, mutui bancari e tutti gli altri strumenti che compongono il sistema finanziario; secondo E.C. RAMUSINO, *Sistema finanziario e mercati finanziari*, Giuffrè Editore, Milano, 1999, p. 52, «il mercato finanziario è concepibile come il luogo in cui avviene la negoziazione tra strumenti finanziari e dove si eseguono trasferimenti tra le unità in disavanzo e quelle in avanzo».

⁹ L. AMMANNATI, *Mercati finanziari, società di rating, autorità ed organismi di certificazione*, relazione presentata al convegno AIDA-IFLA “Controlli, certificazioni, responsabilità tra pubblico e privato, tra domestico e globale”, Viterbo 2-3 dicembre 2011, in “Amministrazione in cammino”, rivista elettronica di diritto pubblico, di diritto dell'economia e di scienza dell'amministrazione, 2012, pp.1 ss.

den action) (GIUDICI, 2008)¹⁰. L'informazione ha un ruolo fondamentale all'interno dei mercati: l'insieme dei prezzi che caratterizza ogni mercato è determinato dall'incontro della domanda e dell'offerta sulla base dell'informazione di cui i soggetti partecipanti possono disporre. L'incidenza dell'informazione sull'efficienza del mercato e sull'attitudine dello stesso ad attrarre investitori è oggetto di studio da lungo tempo (STIGLER, 1961)¹¹: si ritiene generalmente che gli investitori tendano a preferire tra i diversi mercati quello che risulta più trasparente, vale a dire, quello all'interno del quale è possibile reperire un maggior numero di informazioni in merito ai beni in esso negoziati. In modo analogo, all'interno di uno stesso mercato, gli investitori tendono a preferire il bene in relazione al quale si possa disporre di maggiori informazioni. Tali considerazioni sono la naturale conseguenza del fatto che maggiore è l'informazione riguardo ai beni negoziati, maggiore sarà la capacità dei prezzi di riflettere con precisione le reali caratteristiche del bene preso in considerazione. Ne segue dunque che, se il bene ha un prezzo capace di riflettere le sue effettive caratteristiche, le scelte di investimento saranno necessariamente più accurate e ponderate (CASTALDO *et al.*, 2012)¹². Tuttavia tale situazione rimane confinata nella teoria in quanto difficilmente realizzabile nella realtà complessa dei mercati finanziari. È infatti condizione difficilmente raggiungibile quella in cui tutte le informazioni relative alle attività finanziarie sono nella piena disponibilità degli operatori di mercato; spesso gli investitori sono penalizzati da un *deficit* informativo rispetto agli emittenti e si vengono a creare delle notevoli asimmetrie informative. In tali situazioni solo l'emittente è pienamente consapevole del proprio profilo di ri-

¹⁰ P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008, p. 13.

¹¹ Tra la sterminata letteratura si cita, a titolo informativo, uno dei contributi più rilevanti in merito: G.J. STIGLER, *The economic of informations*, in "The journal of political economy", 69/1961, pp. 213-225. In particolar modo, l'A. attribuisce all'informazione la dignità di bene economico, argomentando il concetto secondo cui l'informazione costituisce una risorsa costosa che come tale deve esser trattata. Egli afferma che i consumatori non sono tutti perfettamente informati e che, per tale motivo, manifestano una disponibilità a pagare per l'informazione. Coerente con tale impostazione è l'ipotesi dell'eterogeneità di diffusione del bene o, più intuitivamente, di distribuzione asimmetrica dell'informazione.

¹² A. CASTALDO, E. CONTE, G. GALEOTTI, *Buona fede e responsabilità precontrattuale. Comportamenti opportunistici e hold up nelle trattative*, in "Mercato concorrenza regole" 3/2012, pp. 577-606, p. 593.

schio; all'investitore sono concesse solo supposizioni in merito alla solvibilità dell'emittente in base alle informazioni di cui è in possesso. Data la relazione diretta che intercorre tra tasso di interesse e profilo di rischio dell'emittente, mentre quest'ultimo ha tutto l'interesse a risultare un soggetto con un basso profilo di rischio – anche quando ciò non corrisponde al vero –, l'investitore è interessato ad ottenere una remunerazione del capitale che rifletta l'effettivo profilo di rischio dell'emittente e la restituzione del capitale prestato alla scadenza pattuita. In particolare, esistono due tipi di asimmetrie informative (AKERLOF, 1970)¹³: l'antiselezione (DE FINETTI, 1938)¹⁴ o selezione avversa (*adverse selection*) e l'azzardo morale (*moral hazard*). La principale differenza tra le due risiede nella fase temporale in cui si verificano. Nella selezione avversa l'asimmetria informativa si riscontra nella fase che precede l'instaurazione del rapporto contrattuale, il quale non è in grado di determinare la solvibilità dell'emittente prima che venga posta in essere la relazione di credito. Si parla, a tal proposito, di selezione avversa poiché, non essendo possibile effettuare una distinzione tra le diverse categorie di emittenti, il tasso di interesse che viene a determinarsi sul mercato è troppo alto per gli emittenti con una bassa probabilità di insolvenza i quali, di conseguenza, cercheranno canali di finanziamento alternativi. Nel breve periodo, pertanto, resteranno sul mercato solo gli emittenti con un'elevata probabilità di insolvenza, mentre, nel lungo periodo, si assisterà ad un deterioramento dello standard qualitativo del mercato con contestuale riduzione del volume degli scambi ed un aumento dei tassi di interesse (AKERLOF, 1970).

Nel *moral hazard*, invece, l'asimmetria informativa viene ad esistere quando la relazione investitore-emittente è già posta in essere e ciascuna del-

¹³ In *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism* che gli valse il Nobel per l'Economia nel 2001. Il mercato dei *lemons* (bidoni) analizzato dall'A. è caratterizzato da asimmetrie informative tra venditori e compratori di auto usate, in relazione alle quali, i primi dispongono di informazioni privilegiate rispetto ai secondi. L'*adverse selection*, che deriva dalla sfiducia riposta nell'onestà dei venditori, induce gli acquirenti ad offrire un prezzo medio che sottovaluta le auto di qualità elevata a favore di quelle di pessima qualità (sopravalutate); il mercato è destinato a dequalificarsi fino a scomparire in quanto l'offerta di auto buone si riduce progressivamente a favore dei "bidoni".

¹⁴ Termine con cui B. DE FINETTI definì il fenomeno, in *Ai margini del dominio della matematica nei problemi di assicurazione*, Assicurazioni, Vol. 5, parte 1, pp. 365-382, 1938.

le parti è obbligata alla sua prestazione. Si parla a tal proposito di azzardo morale (o comportamento scorretto) poiché, una volta stipulato il contratto, l'emittente può comportarsi in maniera differente da quanto originariamente pattuito sfruttando opportunisticamente il vantaggio informativo, considerato che il merito di credito non è facilmente monitorabile in ottica dinamica da parte dell'investitore. Il comportamento opportunistico dell'emittente ha come conseguenza la distorsione degli effetti del contratto con una perdita di efficienza in termini di benessere. In tale contesto, una volta che l'emittente ha stipulato un contratto con l'investitore sulla base di un determinato merito creditizio al quale corrisponde un determinato tasso di interesse, può porre in essere comportamenti che determinano una diminuzione dei suoi *standard* creditizi.

Esistono, tuttavia, dei rimedi al vantaggio conoscitivo dell'emittente: l'investitore potrebbe chiedere l'intervento di esperti estranei alla relazione di credito per valutare il merito creditizio, dotarsi egli stesso di competenze specifiche, inserire apposite clausole contrattuali per tutelarsi o monitorare continuamente l'emittente. È bene comunque osservare che queste soluzioni comportano dei costi (di transazione) aggiuntivi difficilmente recuperabili per l'investitore, determinando così una situazione di equilibrio *sub-ottimale* e conseguente perdita di efficienza del rapporto contrattuale.

1.2.2. *Rimedi e soluzioni: le agenzie di rating come intermediari informativi*

Le asimmetrie informative creano delle inefficienze nel funzionamento del mercato di capitali tali da non consentire di determinare esattamente il valore attuale dei flussi di reddito futuro delle attività e, dunque, il prezzo corretto delle attività stesse. Ciò compromette la capacità del mercato dei titoli di attirare gli investitori.

In termini teorici, la perfezione dei mercati finanziari prevede *in primis* la totale assenza di costi di transazione e la completa trasparenza informativa. A tali condizioni, le unità in *surplus* finanziario possono incontrare quelle in *deficit* senza l'intervento dei mediatori poiché è noto l'intero panorama delle alternative possibili di investimento e, per ciascuna di esse, si conoscono le relative caratteristiche di rischio e di rendimento. In un modello del genere i prezzi sono significativi – sono cioè correttamente rappresentativi del valore intrinseco del-

l'investimento – e ciò comporta l'assenza di fenomeni quali il *moral hazard* e la *adverse selection*, patologie tipiche dei mercati inefficienti sotto un punto di vista informativo. In tale contesto la presenza di intermediari finanziari sarebbe giustificata da temporanee imperfezioni del mercato, le quali, una volta venute meno, predisporrebbero la scomparsa degli intermediari stessi. Laddove tutte le informazioni relative al rischio di credito fossero incorporate nei prezzi degli strumenti finanziari scambiati, le agenzie e gli altri intermediari avrebbero un senso solo ove producessero informazioni aggiuntive, altrimenti l'attività di rating delle agenzie giungerebbe a ridurre l'efficienza del mercato producendo servizi costosi privi di benefici tangibili. Nella realtà la perfezione assoluta non esiste e la presenza di inefficienze (costi di transazione, asimmetrie informative, barriere all'entrata, ecc.) sembra ormai frequentemente caratterizzare i mercati finanziari. Inevitabilmente i prezzi che si formano dall'incontro di domanda e offerta in situazioni di scarsa trasparenza non sono significativi poiché non esprimono la corretta relazione tra il rischio dell'investimento e il rendimento del medesimo. Laddove il *trade-off* tra rischio e rendimento non è correttamente ponderato, il singolo investimento (o il portafoglio degli investimenti) è inefficiente poiché solo attraverso la stima del rendimento atteso è possibile determinare il prezzo attuale dell'attività finanziaria (DABRASSI, 1996)¹⁵.

La condizione di asimmetria informativa in cui versano gli operatori economici è generalmente ritenuta una delle cause principali che giustifica l'intervento pubblico tramite il ricorso alla regolazione dei mercati. A causa degli elevati costi di ricerca delle informazioni e della difficoltà nel coordinamento tra gli investitori, infatti, risulta ovvio che l'onere di creare un mercato finanziario informato non può essere attribuito a questi ultimi (AMMANNATI, 2010)¹⁶. Allo stesso modo, la trasparenza dei mercati non può nemmeno esser lasciata all'azione degli emittenti, i quali non potrebbero garantire soluzioni efficienti dal momento in cui, potendo scegliere quali informazioni divulgare, potrebbero ricreare situazioni di asimmetria informativa circa la

¹⁵ Per una trattazione esaustiva sul tema si veda C. DABRASSI, *Asimmetrie informative e mercati finanziari. Il ruolo degli enti creditizi*, EGEA, Milano, 1996, pp. 2 ss.

¹⁶ Laddove gli investitori individualmente pongono in essere le attività di ricerca delle informazioni, infatti, sarebbero gravati da costi troppo elevati ed insostenibili (i.e. duplicazione inefficiente dei costi di produzione). Nel caso in cui invece decidessero di coordinarsi non riuscirebbero comunque ad ottenere un risultato ottimale in quanto la loro eterogeneità renderebbe molto costoso il costo del coordinamento.

veridicità delle informazioni divulgate. Il ricorso alla regolazione, pertanto, avrebbe la finalità di ridurre il *gap* informativo producendo certezze, o meglio, riducendo le incertezze e le insicurezze così come i costi di transazione nel reperimento delle informazioni necessarie da parte del singolo operatore e dei gruppi economici o sociali.

La *mandatory disclosure* (divulgazione obbligatoria) rappresenta la tipica risposta regolatoria ai problemi di asimmetria informativa. La correlata attribuzione di competenze di *enforcement* al regolatore ha l'obiettivo di diffondere un'informazione esaustiva e di buona qualità partendo dal presupposto che il regolatore, in quanto soggetto terzo alla transazione, non ha interessi in conflitto con lo scopo che si vuol perseguire. Tuttavia tale rimedio presenta dei limiti notevoli tra i quali primeggia il necessario bilanciamento tra il bisogno di informazione dell'investitore e l'esigenza di tutela dell'emittente (AMMANNATI, 2011)¹⁷. Quest'ultimo infatti, se da un lato ha l'interesse a conformarsi alle prescrizioni del legislatore per non incorrere in sanzioni, risultando per tale motivo anche affidabile agli occhi degli investitori, dall'altro ha tutto l'interesse ad operare un'attenta selezione delle informazioni da divulgare al fine di non svelare ai concorrenti i propri segreti industriali fornendo loro un vantaggio competitivo cruciale¹⁸.

Alla luce di ciò, laddove il regolatore non è in grado di dare una risposta efficiente ai problemi informativi, è possibile proporre l'intervento di un soggetto terzo rispetto alle parti della transazione, al fine di ridurre il deficit informativo. Nell'intento di realizzare tale obiettivo la letteratura statunitense aveva proposto, già a partire dagli anni '90, un modello di *governance* dei mercati volto a facilitare le transazioni mediante indicazioni finalizzate a ridurre le incertezze. Il modello al quale si fa riferimento è quello dei "*Gatekeepers*" o dei "*Reputational Intermediaries*". Sebbene tali termini ad oggi possano essere considerati interscambiabili, mentre nella prima definizione si sottolinea la funzione di condizionamento dell'accesso al mercato, nella seconda si evidenzia la caratteristica che rende questi soggetti particolarmente sofisticati ed attendibili nel mercato. Questi soggetti sono stati definiti anche intermediari informativi o "*Infomediary*", termine coniato negli anni

¹⁷ L. AMMANNATI, *op. cit.*

¹⁸ Laddove la regolazione non contemplasse tale interesse privilegiando l'esigenza di informazione da parte degli investitori perderebbe quella funzione neutrale di tutore di interessi contrapposti presupposto per il funzionamento efficiente del mercato.

'90 in USA per indicare soggetti che offrono servizi informativi nel mercato finanziario. L'intermediario informativo è quel soggetto che, pur non essendo coinvolto nella transazione relativa ai titoli di debito, riveste un ruolo importante nel mercato ed è da esso percepito come un attore sofisticato ed affidabile. All'interno di tale categoria possono rientrare soggetti differenti tra di loro che non necessariamente svolgono un'attività di intermediazione finanziaria in senso stretto. Il fattore che accomuna soggetti nominalmente differenti, quali le banche di investimento e le società di revisione contabile, risiede nella capacità di fornire agli investitori un'informazione che, seppur difficilmente verificabile, è ritenuta da questi ultimi affidabile in virtù della reputazione di cui tali intermediari godono dato il ruolo dagli stessi svolto nel mercato. Gli intermediari informativi godono di grande autorevolezza per due motivi: in primo luogo perché sono ritenuti dei soggetti altamente sofisticati, capaci di disporre di informazioni di elevata qualità, in secondo luogo poiché sono remunerati per i servizi che offrono all'interno del mercato finanziario. Per quest'ultimo motivo tali soggetti hanno tutto l'interesse a fornire dei servizi di elevata qualità poiché la loro permanenza nel mercato dipende dalla qualità del servizio reso e dalla correttezza delle condotte poste in essere (AMMANNATI, 2011)¹⁹. In quest'ottica il ruolo delle agenzie di *rating* e degli altri intermediari è quello di eliminare o quantomeno ridurre le asimmetrie informative circa il valore dei flussi di reddito derivanti dalle attività finanziarie, attraverso la valutazione della solidità e solvibilità delle entità operanti nei mercati finanziari, incentivando lo sviluppo degli stessi. Il contributo apportato dagli *infomediary*, infatti, se da un lato fornisce elementi informativi più solidi sugli emittenti in grado di offrire un tasso di interesse rispondente al proprio reale profilo di rischio, dall'altro costituisce un valido strumento informativo per innalzare la propensione ad investire degli investitori, maggiormente edotti in merito al profilo di rischio dello specifico investimento. Le agenzie sono pertanto in grado di ridurre le asimmetrie informative poiché effettuano un'attività di osservazione (segnalazione) e monitoraggio per conto degli operatori finanziari: da un lato riducono i costi pre-contrattuali legati alla raccolta di informazioni volte a sondare la qualità degli emittenti, dall'altro rendono consapevoli gli emittenti di essere osservati, disincentivando in tal senso i comportamenti opportunistici²⁰ post-contrattuali.

¹⁹ L. AMMANNATI, *op. cit.*

²⁰ FERRI, LACITIGNOLA, *op. cit.*, pp. 52 ss.

Per quanto riguarda gli emittenti, dunque, i *rating* sono segnali della qualità del credito e possono aiutare a ridurre i problemi di selezione avversa poiché rappresentano uno strumento utile per distinguere tra emittenti con buon merito di credito ed emittenti con cattivo merito di credito. In questo contesto le agenzie possono trasformare l'incertezza dei rapporti in rischi ponderabili razionalmente. Potendo distinguere tra i vari emittenti, l'investitore richiederà un premio per il rischio che incrementa il costo reale del finanziamento applicando un tasso di interesse in grado di rispecchiare l'effettiva rischiosità dell'attività finanziaria. L'idea che sta alla base del ragionamento è quella secondo la quale esiste una correlazione tra rischio e rendimento tale per cui all'aumentare del primo corrisponde un rendimento mediamente più elevato. Ogni investitore, in virtù della sua avversione, propensione o neutralità al rischio (BERNOULLI, 1738)²¹ sceglierà, a seconda delle preferenze, il suo profilo di rischio-rendimento ottimale. Per fare ciò e dunque per determinare la rischiosità dell'emittente o del singolo investimento si fa affidamento sulla professionalità delle agenzie di *rating* (FERRI e LACITIGNOLA, 2012)²². Le agenzie di *rating* possono dunque esser collocate nella categoria degli intermediari informativi a tutti gli effetti. Il loro ruolo principale all'interno dei mercati finanziari è quello di analizzare il merito di credito degli emittenti di titoli di debito, al fine di valutare il loro livello di rischio esprimendo su questo un giudizio destinato al mercato. “*To rate*” significa valutare, stimare. Per tale motivo il *rating* è una valutazione, un giudizio (DACREMA, 2008)²³ o, come sono solite definirlo le tre principali agenzie globali, un'opinione.

1.3. L'attività di *rating*: alcune definizioni

Il *rating* (BOA, 2013)²⁴ è una definizione previsionale da parte di un sog-

²¹ D. BERNOULLI, *Specimen Theoriae Novae de Mensura Sortis*, 1738.

²² G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in “Analisi giuridica dell'economia”, 2/2012, il Mulino, 2012.

²³ P. DACREMA, *La crisi della fiducia. Le colpe del rating nel crollo della finanza globale*, Etas, Milano, 2008, pp. 32 ss.

²⁴ Sulla definizione di *rating* si consulti l'omonima voce a cura di M. BOA in *Dizionario di microfinanza. Le voci del microcredito*, G. PIZZO, G. TAGLIAVINI (a cura di),

getto specializzato sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche un ente di tipo diverso, ad esempio uno Stato sovrano) di soddisfare regolarmente i propri debiti per capitale ed interessi, ovvero una singola obbligazione. Si tratta dunque di una valutazione che non riguarda tutti i rischi cui è sottoposto il sottoscrittore, ma solo il rischio di credito dell'emittente. Tale definizione sintetizza sia le previsioni normative²⁵ sia quanto dichiarato dalle agenzie di *rating* più importanti ed è utile soprattutto poiché precisa ciò che il *rating* non è.

Il *rating* non è una raccomandazione a sottoscrivere, acquistare, vendere determinati strumenti finanziari e non è neppure una valutazione di convenienza giacché oggetto di valutazione non è il rendimento, ma solo il rischio, ovvero, probabilità di *default* dell'operatore economico; il rendimento, semmai, può dipendere dal *rating* assegnato ad un emittente o ad una determinata emissione (PRESTI, 2012)²⁶.

Lo scopo del *rating* è essenzialmente quello di aumentare l'efficienza dei mercati finanziari fornendo agli operatori opinioni affidabili, tempestive, corrette ed indipendenti sulla probabilità che un emittente sarà in grado di ripagare sia il capitale sia gli interessi dello strumento al quale è stato attribuito un *rating*. Se da un lato tale strumento è idoneo a colmare l'asimmetria informativa tra l'emittente-*insider* e l'investitore-*outsider*, (riducendo fenomeni di *adverse selection*), dall'altro questo rappresenta uno strumento utile anche a prevenire problemi di *moral hazard*: il *rating* non è dato una volta

Carocci, Roma 2013, p. 711-718, in cui l'autore afferma che «in generale, nel settore finanziario il *credit rating* è associato ad una società (*issuer credit rating*) oppure ad un titolo (*issue credit rating*). Ogni nota ha una propria definizione ed esprime una probabilità di default (PD)».

Secondo *Basel II*, un *default* avviene quando è altamente improbabile che il debitore ripaghi l'obbligazione dovuta senza dover usare la garanzia oppure quando il debitore è in ritardo di più di 90 giorni nel pagamento della rata del credito.

²⁵ In particolare, per quanto riguarda gli USA, la *Section 3(a)(60)* del *Securities Exchange Act* del 2006, e, per quanto riguarda l'Europa, l'art 3, comma 1, lettera a) del regolamento CE 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito che definisce il *rating* come «un parere relativo al merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate od altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di *rating* stabilito e definito».

²⁶ G. PRESTI, *Take the «AAA» train: note introduttive sul rating*, in «Analisi Giuridica dell'Economia» 2/2012, pp. 252-253.

per tutte, ma viene sottoposto a costanti e periodiche revisioni, che tengono aggiornato il merito di credito, e dunque fornisce un servizio di *signalling* al mercato. La funzione di revisione operata dalle agenzie ha pertanto l'obiettivo di garantire un monitoraggio costante ²⁷.

La fortuna di tali agenzie è dovuta alle peculiarità che le dagli altri intermediari informativi e che le rendono più affidabili agli occhi degli investitori. Ci si riferisce in particolar modo all'immediatezza del *rating* e alla sua capacità di influenzare le scelte degli operatori economici. Il *rating* è un giudizio in grado di sintetizzare una vasta quantità di informazioni sia quantitative che qualitative in un semplice valore alfanumerico (DEZZANI, 2007) ²⁸. L'immediata comprensibilità e la possibilità di comparare il rischio di credito relativo ad una vasta gamma di investimenti, anche da parte degli investitori meno esperti, sono probabilmente il suo valore aggiunto. È probabile che, come ogni altro giudizio sintetico, il *credit rating* costituisce la risposta all'esigenza di una società sempre più complessa, dinamica e globalizzata di avere a disposizione «*complex information distilled by experts into easy-to-use symbols and rankings*» (COFFEE, 2006) ²⁹.

²⁷ Solitamente il voto rappresentativo del *rating* attribuito viene associato alla previsione (*outlook*) di evoluzione dello stesso nel tempo. Tale *outlook* viene rappresentato con i segni “+” e “-” che intuitivamente ci fanno comprendere come questi vadano ad indicare previsioni di miglioramento oppure di peggioramento.

²⁸ Tipicamente, i caratteri alfanumerici utilizzati dalle agenzie per individuare il giudizio sintetico sull'affidabilità creditizia del soggetto esaminato possono classificarsi in base a tre grandi macrocategorie. Il discrimine fondamentale è, infatti, tra «*investment grade*» (in cui vengono ricompresi i giudizi da AAA a BBB-), «*non-investment grade*» o «*speculative grade*» (ricomprensenti giudizi che vanno da BB+ in poi) e «*junk bond*» (i così detti “titoli spazzatura” relativi ai giudizi C e D che indicano l'imminente fallimento). In base a tali categorie è possibile dividere i titoli in virtù dei relativi profili di rischio-rendimento. Tali classificazioni sono relative ai rating relativi al lungo periodo e subiscono alcune modifiche nel caso di rating relativi al breve periodo F. DEZZANI, «*Basilea 2*» e *il merito creditizio delle imprese*, in “Società”, 2007, p. 405, l'autore spiega che «*i coefficienti di solvibilità*» sono espressi in lettere poiché negli USA i voti (es. scuole inferiori e superiori, nonché università) sono espressi con le medesime lettere dell'alfabeto.

²⁹ J.C. COFFEE, *Gatekeepers. The professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006, p. 283.

1.3.1. *Il rating come garante di una corretta informazione*

La reputazione è ciò che spinge l'investitore a fidarsi delle informazioni fornite dagli intermediari informativi la cui veridicità è da costui difficilmente valutabile. La scelta dell'investitore è guidata dalla consapevolezza che l'intermediario ha senza dubbio una posizione da *insider* in virtù della quale è a conoscenza di informazioni privilegiate e rilevanti circa il soggetto cui esse si riferiscono. L'attribuzione di un giudizio circa il merito di credito funge pertanto da attività di *signalling* che va a colmare le asimmetrie informative senza però divulgare le informazioni fornite dal soggetto valutato. In tal modo si tutela il riserbo sul *know how* di quest'ultimo, che altrimenti finirebbe nella disponibilità dei *competitor* di mercato. Ad infondere sicurezza nell'investitore sta la considerazione in base alla quale la reiterata affidabilità dei giudizi delle agenzie è indice di garanzia della qualità dell'informazione offerta nel mercato. Il meccanismo della fiducia dunque, nell'ambito dei mercati finanziari caratterizzati dall'assenza di certezze circa il comportamento degli altri soggetti che vi operano e dalla difficoltà di effettuare scelte ottimali in situazioni di rischio, si sostituisce alle complesse attività di valutazione delle informazioni come momento propedeutico alla assunzione di decisioni per il futuro.

In tali circostanze il *rating*, poiché espresso in forma semplice ed immediatamente percepibile³⁰, ha in parte modificato il suo valore sul mercato proprio grazie alla fiducia che i meccanismi reputazionali consentivano di far crescere in opposizione alle incertezze del mercato. Il *rating* ha pertanto iniziato a svolgere un ruolo di propagatore di fiducia sistemica (AMMANNATI, 2012; AKERLOF e SHILLER, 2009)³¹. Quest'ultima è ritenuta un bene pubblico

³⁰ È proprio Moody's a sostenere che l'obiettivo del *rating* è «*to provide investors with a simple system of gradation by which relative creditworthiness of Securities may be noted (...)*». Cfr. *Moody's Rating Definitions*.

³¹ Per quanto riguarda il ruolo della fiducia come criterio guida delle scelte degli operatori economici v. G.A. AKERLOF, R.J. SHILLER (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, in cui gli autori mettono in luce una particolare accezione del termine fiducia che va oltre il concetto di "previsione razionale" attribuitogli dagli economisti. Il termine fiducia, dicono gli autori, proviene dal latino *fido* che significa «io ho fede». Il senso proprio della fede è lo spingersi oltre il razionale in quanto «*la persona che davvero ha fede spesso rigetta o tiene in poco conto certe informazioni. Addirittura, può*

fondamentale da tenere sempre in considerazione, linfa vitale senza la quale rischia di entrare in crisi il modello stesso di capitalismo finanziario contemporaneo, consistente nell'ideoneità del mercato ad attrarre il risparmio e a svolgere, per tale motivo, una funzione di efficienza allocativa (GILA e MISCALI, 2012)³². Per tali motivi alcuni autori sono arrivati a sostenere che, accanto al valore informativo del *rating* (cosiddetto *Information value*) va collocata la reputazione stessa (cosiddetto *reputation value*) che gli emittenti ottengono per il sol fatto di esser sottoposti a *rating* (PIANESI, 2011)³³. Ritenere dunque che il *rating* incorpori, oltre alle informazioni sul merito creditizio, anche la reputazione dell'agenzia che lo ha elaborato equivale a sostenere che la qualità dello stesso dipenda in misura rilevante dalla credibilità, guadagnata operando abitualmente sul mercato, dell'agenzia che lo ha emesso. In virtù di tale meccanismo, noto come meccanismo reputazionale, il mercato sarebbe perfettamente in grado, sulla base delle *performances* storiche delle agenzie, di percepire la reputazione delle stesse come componente fondamentale dell'affidabilità delle sue valutazioni (FERRI e LACITIGNOLA, 2014)³⁴. Per lungo tempo si è creduto che il capitale reputazionale fosse il bene più importante per le agenzie: un bene verso il cui incremento e conservazione esse avrebbero naturalmente proteso, poiché su di esso si fonda l'affidamento degli investitori e, di conseguenza, la buona o cattiva sorte del

non elaborare le informazioni disponibili; e anche se le ha elaborate razionalmente, può non agire di conseguenza in modo razionale. Agirà in base a ciò che è convinta sia vero». Ciò poiché molto spesso il fattore che guida l'agire umano è costituito dagli slanci vitali (*animal spirits*) che rappresentano uno stimolo spontaneo all'azione e non, come vorrebbe la teoria economica razionale, il risultato ponderato di una media di vantaggi quantitativi, moltiplicati per probabilità parimenti quantitative.

³² P. GILA, M. MISCALI, *I signori del rating. Conflitti di interesse e relazioni pericolose delle tre agenzie più temute dalla finanza globale*, Bollati Boringhieri, Torino, 2012, pp. 109-110.

³³ L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private geneticamente modificate*, in "Rivista trimestrale di diritto pubblico", 1/2011, p. 193, Giuffrè, Milano, in cui si evidenzia come la semplice richiesta di un *rating* rappresenta per l'investitore garanzia del fatto che l'emittente non ha nulla da nascondere.

³⁴ In virtù di ciò FERRI e LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, *op. cit.*, a p. 81 affermano che l'emittente che riceve un *rating* elevato da parte di un'agenzia dotata di un significativo capitale reputazionale sarà in grado di collocare il proprio debito presso una platea più ampia di investitori ad un costo relativamente più basso di quello che avrebbe dovuto sostenere laddove non avesse fatto ricorso al *rating*.

loro *business*. Per anni dunque il motto è stato quello in virtù del quale “*Reputation can be a substitute for regulation*” (SCHWARCZ, 2002)³⁵: nel meccanismo di reputazione si vedeva un presidio pienamente capace di garantire l’obiettività, l’indipendenza e l’accuratezza dei *rating* al punto tale da rendere inutile (se non addirittura controproducente) qualsiasi forma di regolamentazione. Ciò è spiegabile alla luce del fatto che la perdita di fiducia degli investitori avrebbe comportato l’azzeramento del valore del prodotto che le agenzie vendono sul mercato. In dettaglio, la necessità di accumulare capitale reputazionale costituirebbe un forte incentivo all’investimento e alla raccolta delle informazioni necessarie per garantire l’accuratezza delle valutazioni. Si riteneva dunque che un’attività così duratura nel tempo non potesse esser vanificata da una cattiva prestazione da parte delle agenzie.

Ad oggi, tuttavia, non solo sembra che qualcosa non abbia funzionato, ma la questione ancora più sorprendente risiede nella consapevolezza che, nonostante le agenzie abbiano commesso diversi e macroscopici errori che avrebbero dovuto minarne la credibilità, queste ultime continuano ad avere una notevole influenza nelle dinamiche dei mercati finanziari.

1.4. Il processo di determinazione del *rating*

La valutazione del merito di credito avviene secondo differenti fasi che, in relazione alle diverse agenzie, risultano essere pressoché omogenee (v. figura 1). L’unica differenza attiene essenzialmente alle modalità di espressione formale di giudizio.

Fase 1 (Domanda di *rating*) – L’assegnazione del *rating* avviene generalmente su richiesta dell’emittente (*solicited rating*) e può avere ad oggetto una specifica emissione (*issue rating*) oppure la generica affidabilità dell’emittente-richiedente (*issuer rating*). Negli ultimi anni si è assistito ad una pluralità di casi in cui ad attivare il procedimento sono state le stesse agenzie (*unsolicited rating*). Meno frequenti, ma sempre possibili, sono i casi in cui gli investitori attivano il procedimento.

³⁵ S.L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in “University of Illinois Law Review”, 2002, pp. 2 ss.

Fase 2 (Istituzione commissione) – In seguito alla domanda di *rating*, l'agenzia nomina una commissione *ad hoc* composta da esperti del settore economico-produttivo di riferimento dell'emittente. La commissione, per poter esprimere un giudizio idoneo a fotografare lo stato di salute in cui versa l'impresa e le sue prospettive future, si riunisce più volte con il *management* del soggetto emittente al fine di valutare i piani finanziari ed operativi, le politiche e le strategie aziendali.

Fase 3 (Rating provvisorio) – Attraverso l'analisi finanziaria e qualitativa la commissione effettua una proposta di *rating* che viene votata dai suoi membri e, in caso di raggiunto accordo, viene comunicata all'emittente interessato. Nel caso in cui il richiedente non si trovi d'accordo con la valutazione attribuita al suo merito di credito può fornire delle informazioni aggiuntive (richiesta di revisione). Le informazioni fornite dall'emittente sono usate dalla commissione per effettuare un'eventuale revisione del *rating* la quale condurrà ad una nuova proposta che, in seguito a votazione da parte della commissione, verrà comunicata all'emittente e resa pubblica.

Fase 4 (Emissione del rating e monitoraggio) – L'*iter* si conclude con l'emissione del *rating*. La durata complessiva del procedimento solitamente dura circa un mese o poco più. La peculiarità del *rating* risiede, inoltre, nel fatto di non essere un giudizio statico e definitivo: in seguito alla pubblicazione, infatti, inizia la fase di sorveglianza (*rating watch*) durante la quale il *rating* viene sottoposto a revisione almeno una volta all'anno o, comunque, ogni qualvolta si verificano eventi particolarmente rilevanti e tali da incidere sul merito di credito in virtù dell'acquisizione di nuove informazioni economico-finanziari e nuovi incontri col *management* (FERRI e LACITIGNOLA, 2014)³⁶.

³⁶ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *Le agenzie di rating*, cit., pp. 67 ss.

Figura 1: Sintesi delle fasi per l'assegnazione del rating



1.4.1. Criteri qualitativi e quantitativi di determinazione del rating

Chiarite le diverse fasi del processo di elaborazione del *rating*, sembra a questo punto, quanto mai necessario, chiedersi quale sia l'approccio metodologico utilizzato dalla commissione e posto alla base del giudizio. Fino a qualche anno fa le agenzie erano state piuttosto restie nel divulgare le metodologie utilizzate per l'elaborazione del *rating*, rendendo difficile se non impossibile per il mercato comprendere a pieno il nesso causale tra le informazioni economico-finanziarie disponibili e il giudizio. In seguito alle numerose vicende di *default* che si sono riscontrate negli ultimi anni, però, queste hanno iniziato a divulgare sempre più elementi sui metodi e criteri utilizzati nell'assegnazione del giudizio, seppur tutt'ora ignoti risultano le varianti dei criteri "personalizzati" da ciascuna agenzie. Nelle loro procedure di computazione (*i.e.* algoritmo) statistico-econometriche standard assumono rilievo criteri qualitativi e quantitativi dei quali, tuttavia, non è noto il peso specifico o la priorità a ciascuno attribuita rispetto agli altri (FERRI e LACITIGNOLA, 2014).

Come del resto è stato sottolineato (GILA e MISCALI, 2012) non risulta che le agenzie abbiano mai sottoposto documenti o atti ufficiali del *rating* alla

valutazione e alla approvazione dell'*Econometric Society*³⁷ o di altre istituzioni analoghe. Ciò desta molte perplessità se si considera la rilevanza che assumono tali giudizi nell'ambito dei mercati finanziari (PATERNÒ, 2012)³⁸.

Senza pretesa di esaustività, si fornisce un elenco delle informazioni utilizzate dalle agenzie nel procedimento di emissione del *rating*; in particolare, verranno distinte quelle utili per la valutazione del *financial risk* (variabili quantitative) e quelle relative al *business risk* (variabili qualitative).

L'analisi quantitativa si basa sostanzialmente sulla tradizionale analisi economico-finanziaria di bilancio e si esprime, per lo più, mediante l'analisi indici. Il vantaggio offerto dagli indici è rappresentato dalla loro confrontabilità nel tempo e nello spazio. L'analisi poggia, principalmente, sui profili indicati in Tabella 1.

Tabella 1: Profili di interesse per la valutazione quantitativa

<u>Liquidità</u>	Indice di liquidità immediata: (<i>Quick ratio o Acid test</i>): mostra la capacità dell'impresa di far fronte alle obbligazioni di breve periodo attraverso le liquidità correnti, ovvero, attività a breve meno le disponibilità sulle passività a breve
	Indice di liquidità corrente (<i>Current ratio</i>): raffronta il volume delle attività liquide dell'anno con il volume dei debiti esigibili in un anno, ovvero, attività su passività a breve
<u>Rapporto di copertura</u>	– Valutazione del rapporto di copertura anche noto come bid-to-cover-ratio. Si tratta di un coefficiente che indica la differenza tra domanda ed offerta in un collocamento obbligazionario
<u>Solidità</u>	– Indice di indebitamento: tale parametro indica la capacità dell'impresa a finanziare i propri investimenti con capitale proprio o capitale di terzi
	– Struttura del debito: tale parametro è utile a fornire una fotografia delle diverse tipologie di esposizioni debitorie dell'impresa (verso banche, altri finanziatori, fornitori, soci)
	– DSCR (Debt Service Coverage Ratio): è un rapporto che misura la capacità di una società di far fronte ai suoi debiti evidenziando la presenza di flussi di cassa negativi (DSCR < 1) o positivi (DSCR > 1).

³⁷ È un ente che sin dall'atto della sua fondazione, avvenuta nel 1933, si pone come supervisore degli indicatori per testarne attendibilità, scientificità e trasparenza.

³⁸ Sul punto si trova d'accordo R. Paternò, il quale sottolinea che i criteri con i quali procedono le agenzie di *rating* non sono controllati, dettati o visionati da alcun ente esterno. Questa constatazione segna una notevole distanza tra i *rating* delle agenzie e i giudizi emessi dalle banche (*rating* interni), i quali, per essere sviluppati ed emessi, devono rispettare alcuni criteri ed alcune procedure dettate dall'accordo di Basilea. Nella fattispecie in questione sui *rating* interni vigila ad esempio, a livello nazionale, la Banca d'Italia che controlla serietà e congruenza delle metodologie utilizzate. Atti del convegno sulle Agenzie di *Rating*, Salerno, 2012. In *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè Editore, Milano 2012.

	– Mezzi propri su Capitale investito
Redditività	– EBIT (Earnings before Interests and Taxes): è un valore che esprime il reddito che l'azienda è in grado di generare prima della remunerazione del capitale tenendo conto tanto del capitale di terzi (indebitamento) quanto del capitale proprio (patrimonio netto)
	– EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization): è un indicatore di redditività che evidenzia l'utile prima degli interessi passivi, delle imposte, delle svalutazioni e degli ammortamenti. Tale indicatore è particolarmente utile per stimare il valore approssimativo dei flussi di cassa di un'azienda
	– ROE (<i>Return on equity</i>): è uno degli indici più usati per valutare la redditività di un'azienda. A livello formale individua il rapporto tra l'utile netto e il patrimonio netto, a livello sostanziale misura il rendimento del capitale di rischio apportato dai soci all'interno dell'azienda
	– ROA (<i>Return on Assets</i>): è un indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta. È dato dal rapporto tra l'utile corrente ante oneri finanziari (EBIT) e il totale dell'attivo
	– Performance endogena: guarda alla redditività storica, attuale e futura dell'impresa
	– Performance esogena: pondera la redditività futura scontando la previsione dell'andamento del ciclo economico
Flessibilità finanziaria:	– Considerazioni su problemi legali, coperture assicurative, convenzioni sfavorevoli negli accordi relativi a prestiti, obbligazioni nei confronti delle entità affiliate

A prescindere dai singoli elementi presi in considerazione per l'analisi quantitativa, la dimensione aziendale (i.e. micro, Piccola e Media, Grande) e lo specifico settore industriale (i.e. mercato di riferimento) rappresentano un profilo particolarmente rilevante. Appare evidente, infatti, che i valori soglia di riferimento dell'analisi di bilancio differiranno significativamente in funzione del tipo d'impresa e dell'ambito settoriale in cui essa opera.

Affinché il *rating* possa esprimere un giudizio in merito alla capacità relativa dell'impresa di far fronte alle obbligazioni contratte per capitale ed interessi, le agenzie hanno sempre tenuto a precisare che l'analisi che determina il *rating* deve essere orientata a saggiare la qualità e la prevedibilità dei flussi di cassa futuri che l'impresa è in grado di generare³⁹. Questo è dunque il motivo principale per cui l'emissione del *rating* non si limita ad una mera analisi di bilancio che guarda alla performance dell'impresa nel passato, ma si concentra altresì sulla valutazione del profilo attuale e prospettico del *business* dell'impresa: sulla capacità dell'impresa di generare in futuro la li-

³⁹ Moody's evidenzia che *“when we speak of risk to timely payment, we are measuring the ability of an issuer to generate cash flow in the future. Our analysis focuses, therefore, on an assesment of the level and predictability of an issuer's future cash generation in relation to its commitments to repay debtholders. Our main emphasis throughout the rating analysis on under standing strategic factors likely to support future cash flow,while identifyng critical factors that will inhibit future cash flow”* (Cfr. *Moody's Approach*, www.moody.com).

quidità necessaria a far fronte alle obbligazioni in precedenza assunte. Questo comporta, di conseguenza, che imprese assimilabili sotto il profilo del rischio economico e finanziario potranno ricevere un *rating* sensibilmente diverso nei casi in cui ai relativi *business* (mercati di riferimento) vengano associati profili di rischio differenti ⁴⁰.

L'analisi del rischio economico (*business risk*), dunque, avviene sulla base di un *set* di dati molto articolato costituito da informazioni prevalentemente di natura qualitativa, la cui interpretazione è strettamente collegata alla soggettività dell'analista e alla capacità di quest'ultimo di comprendere le specificità della realtà aziendale oggetto della valutazione. I fattori qualitativi, pertanto, variano notevolmente a seconda del settore industriale in cui opera l'impresa e in relazione alle peculiarità dell'attività svolta. Nonostante la complessa articolazione delle variabili prese in considerazione per tale profilo di valutazione appare possibile identificare e delineare delle aree di indagine comuni adottate dalle principali agenzie di *rating*.

In primis le agenzie prendono in considerazione, associando un rischio paese specifico, la localizzazione geografica dell'impresa e dei relativi mercati di riferimento; questo elemento individua il grado di possibile esposizione a perdite dovute ad operazioni di finanziamento internazionali che non dipendono dalla singola impresa ma che derivano da eventi che sono sotto il controllo delle autorità governative.

Altro campo di indagine, ovviamente, è quello relativo al *trend* del settore in cui opera l'impresa considerato che fornisce indicazioni importanti circa la profittabilità futura dell'impresa, sui futuri fabbisogni finanziari, sul valore delle attività e delle passività potenziali. I flussi futuri dei ricavi e dei redditi nonché la loro volatilità potenziale, vengono valutati e ponderati in considerazione dei cicli nazionali, globali e specifici del settore in cui opera l'impresa. Al fine di valutare le strategie competitive dell'impresa viene preso in considerazione l'impatto che su di queste hanno la domanda e l'offerta globali per i prodotti del settore in questione.

⁴⁰ Sulla questione *Standard & Poor's* ha affermato che i criteri qualitativi non sono meno importanti di quelli quantitativi ma che addirittura sono a questi preordinati. Cfr. *Corporate rating criteria 2008*: «*Credit rating often are identified with financial analysis, and especially ratios. But it's critical to realize that ratings analysis starts with the assessment of the business and competitive profile of the company. Two companies with identical financial metrics are rated very differently, to the extent that their business challenges and prospect differ*».

Altri elementi che sono valutati riguardano anche le attuali e le potenziali barriere all'entrata/uscita per nuovi potenziali *competitors* nel settore. Nel valutare la profittabilità dell'impresa, infatti, è ritenuto indispensabile valutare le caratteristiche strutturali delle configurazioni industriali (*i.e.* investimenti specifici necessari, barriere all'entrata e all'uscita, grado di accesso alla tecnologia di produzione).

Al fine di valutare i rischi di *business* associati all'attività oggetto di valutazione vengono analizzati gli strumenti di intervento pubblico nell'economia dei Paesi in cui l'impresa opera. Un altro criterio qualitativo di valutazione, infatti, è dato dallo studio dell'ambiente regolamentare e delle strategie di politica industriale del Paese in cui l'impresa stessa opera. Naturalmente, pertanto, vengono altresì prese in considerazione l'eventuale presenza di politiche di sostegno per l'attività economica e produttiva in cui opera l'impresa (*i.e.* incentivi governativi, sgravi fiscali, misure di abbattimento del costo del lavoro, ecc.). Nel caso in cui l'impresa appartenga ad un settore regolamentato, si tiene conto della regolazione attuale e di quella prospettica al fine di valutare i loro effetti in relazione alla posizione competitiva dell'impresa nel settore sia a livello nazionale che globale. Una accorta valutazione è effettuata anche in merito alla possibilità che il governo intervenga a garantire l'esposizione debitoria dell'impresa in caso di *default* dell'impresa. L'aiuto governativo può avere tanto la forma dello specifico supporto all'impresa (specie nei casi di difficoltà finanziaria o rischio *default*) quanto quella dell'assunzione di un ruolo attivo, in termini di politica economica, volto a favorire ed innalzare la competitività del sistema Paese (es. favorire interventi volti a promuovere il commercio internazionale). Per valutare la probabilità d'intervento del Governo le Agenzie valutano il comportamento tenuto nel passato, i suoi piani programmatici e i cambiamenti di *policy* rilevanti per l'impresa e per il suo settore di appartenenza.

Altra variabile qualitativa di difficile quantificazione, peraltro, è la valutazione della qualità del *management*; tuttavia tale fattore risulta essere di straordinaria importanza nel determinare la solidità dinamica dell'impresa. Ciò di cui si tiene conto, infatti, è la reattività del *management* a particolari situazioni di *stress*. Per tale motivo le strategie, la sua filosofia e le sue precedenti *performances* risultano emblematiche per comprendere l'abilità dell'impresa a competere sul mercato. Ci si rende comunque conto di quanto sia arduo prevedere la capacità del *management* di reagire a situazioni di crisi sulla base di informazioni storiche e pregresse e sulla base delle strategie e politiche di *business* attuali in relazione alle opportunità del settore e ai ri-

schì incombenti. Gli analisti, nel fare ciò, dovrebbero tener conto della prudenza e consapevolezza dimostrata nel passato nelle scelte strategiche imprenditoriali, dell'attenzione da parte del *management* alle strategie poste in essere dai potenziali concorrenti e della lungimiranza nell'individuare aree d'affari vulnerabili prima che queste siano note al mercato. Ulteriore abilità da considerare è quella di aver dimostrato di saper gestire operazioni straordinarie rispetto alle esigenze dell'impresa (fusioni, acquisizioni, ristrutturazioni dei debiti, ecc.). Per valutare se le politiche manageriali siano conservative o meno si tiene conto, ovviamente, della capacità di reazione dimostrata in passato ad eventi significativi per la vita dell'impresa.

Nella valutazione del rischio economico un peso preponderante è dato dalla posizione dell'impresa in relazione ai suoi concorrenti nel mercato, ovvero dalle quote di mercato detenute dall'operatore economico; a tal proposito una posizione di *leadership* sul mercato è un segnale di idoneità e maggiore probabilità da parte dell'impresa di generare flussi di cassa nel lungo termine. In quest'ottica risulta cruciale l'analisi di tutti quei fattori che possono incidere sul livello di competitività dell'impresa. In termini economico-industriali ci si riferisce, in particolare, al grado di efficienza statica e dinamica dell'impresa. Con il primo termine ci si riferisce all'*effort* posto in essere dal management nella minimizzazione dei costi operativi dell'impresa. Con riferimento all'efficienza dinamica, invece, si analizza il volume degli investimenti posti in essere dall'operatore economico nelle attività di ricerca, sviluppo e innovazione orientate alla produzione di nuovi o notevolmente migliorati beni e servizi. In sintesi, l'analisi sul livello di competitività dell'impresa tiene conto del grado di efficienza produttiva e del livello di risorse impiegate dall'impresa al fine di fronteggiare nel tempo la concorrenza nazionale ed internazionale.

Un altro fattore sul quale le agenzie concentrano la loro attenzione è l'esame della posizione finanziaria dell'impresa risultante dall'interpretazione dei dati finanziari degli ultimi cinque anni. L'analisi si concentra essenzialmente sulla idoneità a generare determinati flussi di cassa ed un attivo in relazione al servizio del debito e alle passività per un orizzonte temporale di 3-5 anni. L'idoneità a produrre flussi di cassa futuri è a sua volta indicativa della flessibilità finanziaria dell'impresa, intendendosi per tale la capacità di generare liquidità sufficiente per far fronte alle obbligazioni in essere alle scadenze pattuite. Nel valutare tale aspetto le agenzie tengono conto inoltre della possibilità di accedere a fonti di capitale in periodi di turbolenza di

mercato e, più in generale, di illiquidità. Non meno importante è lo studio della tipologia di strumento al quale l'impresa ha accesso nonché il merito creditizio della banca che solitamente le fornisce credito e le relative tempistiche in cui tali fonti di liquidità risultano disponibili.

Nello studio di tutte queste variabili l'analisi viene condotta considerando non soltanto la singola impresa ma tutta la serie di relazioni che la legano alle entità controllate e/o controllanti e/o affiliate. La presenza di tali legami risulta essere non trascurabile nella misura in cui l'impresa controllante, in caso di difficoltà finanziarie che coinvolgono una delle imprese del gruppo, è in grado di intervenire per far fronte allo stato di crisi. Viene da sé che, poiché tutte le questioni riguardanti una determinata impresa si ripercuotono inevitabilmente all'interno del gruppo, è opportuno osservare quali siano i benefici derivanti alle imprese controllanti dal mantenere le relazioni con quella in difficoltà finanziaria; se la controllata non è finanziariamente solida, infatti, la controllante potrebbe essere forzata a spendere gran parte dei propri flussi di cassa per supportarla finendo per indebolire la sua ricchezza finanziaria. In sostanza l'appartenenza o meno dell'impresa ad un gruppo deve essere apprezzata tanto nella misura in cui il gruppo sia un grado di supportare la consociata in caso di crisi, quanto nella misura in cui il *default* di quest'ultima potrebbe avere un peso non indifferente all'interno del gruppo stesso.

Esiste infine una particolare categoria di eventi qualificati come «speciali» i quali risultano impossibili da prevedere e che dunque possono essere valutati solo laddove, una volta verificatisi, vengono a conoscenza degli analisti. Tra questi rientrano tutti quegli eventi i cui effetti possono pregiudicare in modo repentino ed improvviso il merito di credito quali un importante cambiamento nel *management* o un notevole incremento dell'indebitamento. Le possibili perdite cui sono sottoposti i detentori di obbligazioni al verificarsi di eventi speciali sono di due tipi: da un lato, la mancata compensazione del debito maggiorata degli interessi correlata all'incremento della probabilità di *default* dovuta, a sua volta, alla diminuzione dello *standing* creditizio; dall'altro, la commercializzazione del titolo declassato nel mercato secondario ad un prezzo tendenzialmente al ribasso. Proprio poiché gli eventi di cui sopra sono eventi imprevedibili, gli analisti, non appena ne vengono a conoscenza, devono valutarne i possibili impatti sulla posizione economica e finanziaria dell'impresa (FERRI e LACITIGNOLA, 2014)⁴¹.

⁴¹ G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, pp. 67 ss.

È naturale osservare che il contenuto informativo del *rating*, a seconda del soggetto che ne chiede l'emissione, presenta significati e funzioni differenti. Essendo il *rating* un giudizio sintetico volto a determinare la probabilità di insolvenza circa il regolare pagamento di capitale ed interessi da parte di un emittente di un determinato prestito obbligazionario o delle obbligazioni in generale, il fatto che un *rating* sia *solicited* o meno risulta esser determinante. A questo punto iniziano ad esser rilevanti le variabili qualitative nell'elaborazione del giudizio che costituiscono il valore aggiunto dell'informazione contenuta nel *rating*. Se il *rating* non è sollecitato dall'emittente il suo valore è costituito dal risultato che si ottiene meccanicamente in seguito all'inserimento di dati economici e di bilancio in un modello opportunamente preparato che li elabora e li sintetizza in un giudizio. Questo è il principale *discrimen* tra il *rating solicited* ed un semplice *score*. Uno studio condotto su n. 184 *rating* emessi da *Standard & Poor's* tra il 1997 ed il 2000 ha dimostrato come nessuno di questi avrebbe collimato con i risultati di uno *score* pur diligentemente predisposto. Tale risultato lasciava concludere che l'inserimento di semplici dati ed indicatori di bilancio (quali ad esempio la capitalizzazione, il ciclo di cassa e la redditività), all'interno di un modello econometrico predisposto per tale scopo, conduceva sì a risultati corretti e statisticamente significativi, ma che puntualmente divergevano dalle valutazioni effettivamente emesse nei *rating* (RESTI e OMACINI, 2001)⁴². Si può affermare, dunque, che il giudizio qualitativo ha un peso non indifferente poiché considera una moltitudine di elementi che, ove non forniti dall'emittente, sarebbero impossibili da conoscere.

1.4.2. Rating e probabilità di default

Gli elementi informativi su esposti confluiscono e vengono sintetizzati all'interno del *rating*. Ad ogni valore del *rating* corrisponde una determinata probabilità di *default*. In virtù della natura prospettica del giudizio, limite inevitabile del *rating*, è quello di non essere in grado di fornire una misura assoluta del rischio, bensì solo relativa. In generale, ad un *rating* elevato corrisponde una scarsa probabilità di *default*; di conseguenza, più è elevato il

⁴² A. RESTI, C. OMACINI, *Che cosa determina i rating creditizi delle aziende europee? Un'analisi econometrica*, in "Banche e Banchieri", 2001, 28, n. 3.

rating, minore sarà il rischio associato e, dunque, il tasso di interesse riconosciuto sull'obbligazione. La scala dei *rating* può essere suddivisa in due grandi gruppi: le lettere relative ai *rating* classificati come *speculative grade* e quelle relative ai *rating* classificati come *investment grade* (v. figura 2).

Il *default* rappresenta dunque il parametro di riferimento rispetto al quale viene elaborato il giudizio ed attiene, nell'accezione più generale del termine, alla situazione in cui il debitore (emittente) non è in grado di adempiere regolarmente alle sue obbligazioni alle scadenze pattuite mediante i normali mezzi di pagamento. In virtù delle conseguenze che lo stato di insolvenza comporta, è opportuno distinguere il *default* (insolvenza) vero e proprio dalle situazioni di illiquidità (sofferenza): il primo rappresenta una situazione permanente ed irreversibile (così detta "situazione di insolvenza") tale da render necessaria l'escussione delle garanzie e da far ritenere altamente probabile la perdita di una quota significativa di capitale prestato, le seconde possono limitarsi a rappresentarne un ipotetico preludio (così detto "stato di crisi dell'impresa"). Per tale motivo, è difficile valutare il verificarsi dello stato di insolvenza specie laddove l'inadempimento è frutto di difficoltà temporanee spesso destinate a risolversi facilmente. Vi sono inoltre casi in cui, sebbene la difficoltà ad adempiere si protragga nel tempo, lo squilibrio finanziario dell'impresa (tra entrate ed uscite) è tuttavia controbilanciato da una forte solidità dal punto di vista economico (costi e ricavi) e patrimoniale (attività e passività)⁴³.

Diverse sono le declinazioni del termine *default* rinvenibili all'interno di leggi fallimentari o di accordi sovranazionali quali quelli di Basilea; tuttavia, la nostra attenzione si soffermerà sul significato ad esso attribuito da parte delle due principali agenzie di *rating* globali: *Moody's* e *S&P's*.

Secondo *Moody's* si ha *default* in caso di mancato o ritardato pagamento degli interessi e/o del capitale, compresi i ritardati pagamenti effettuati nel periodo di mora; nei casi in cui vi sia un sostanziale cambiamento sfavorevole delle condizioni del debito che si sostanziano nell'offerta agli investito-

⁴³ Sulla questione una riflessione interessante è fornita da G. FERRI, P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, 2014, pp. 94 ss., in cui gli Autori riportano alcune critiche sollevate in merito, facendo notare come le agenzie, in alcuni casi, non forniscano informazioni diverse da quelle che il mercato ha già acquisito. Per tali motivi i *rating* delle agenzie sono stati qualificati quali *self-fulfilling prophecy* (profezie auto-realizzanti) proprio per sottolineare come un declassamento/innalzamento del *rating* peggiora/migliora ancora di più le condizioni dell'emittente.

ri di strumenti di debito in sostituzione di quelli preesistenti a condizioni economiche sfavorevoli (*common stocks*, strumenti di debito a cedole più basse e a scadenza prolungata) che svelano lo scopo evidente da parte del debitore di evitare l'insolvenza; in caso di bancarotta, amministrazione controllata, fallimento ed ogni altro impedimento legale ai pagamenti alle scadenze prestabilite del capitale e/o degli interessi.

Secondo *Standard & Poor's* si ha *default* quando un pagamento di interessi e/o capitale dovuto non viene effettuato; nel caso di richiesta spontanea di accesso ad una procedura concorsuale; in seguito ad un'offerta di ristrutturazione del debito che ne riduce il valore totale andando a modificarne i termini e le condizioni⁴⁴.

⁴⁴ *Op. ult. cit.*, pp. 65-67.

CATEGORIA	Moody	S&P	Fitch	%Default	Rischio	Descrizione Emittente	Descrizione Bond
INVESTMENT GRADE	Aaa	AAA	AAA	0,01%	Minimo	Buona qualità dell'attivo, dimensioni consolidate	Obbligazioni di migliore qualità. Pagamento sicuro di interessi e capitale in virtù di margini elevati e stabili nel tempo
	Aa1 Aa2 Aa3	AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	0,02% 0,03% 0,05%	Moderato	Buona qualità e liquidità dell'attivo, buon inserimento di mercato, buona qualità del management, solida capacità di copertura del debito	Obbligazioni di alta qualità. Margini ampi o comunque stabili di pagamento, esposti nel lungo periodo al mutamento delle condizioni economiche
	A1 A2 A3	A+ A A-	A+ A A-	0,05% 0,07% 0,08%	Medio Basso	Soddisfacente qualità e liquidità dell'attivo, qualità del management nella media, standard creditizi normali, capacità di copertura del debito nella media	Obbligazioni di qualità medio-alta. Garanzia di capitale ed interesse adeguati, ma sussistono fattori che rendono scettici sulla capacità futura di rimanere tali
	Baa1 Baa2 Baa3	BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	0,13% 0,18% 0,32%	Accettabile	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili	Obbligazioni di qualità media. Pagamento di capitale ed interessi garantito nel presente ma non stimabile con esattezza per il futuro

Figura 2

CATEGORIA	Moody	S&P	Fitch	% Default	Rischio	Descrizione Emittente	Descrizione Bond
NON INVESTMENT GRADE (SPECULATIVE GRADE)	Ba1 Ba2 Ba3	BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	0,53% 0,93% 1,57%	Accettabile con attenzione	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili ma con grado di rischio significativo, scarsa diversificazione delle attività, contenuta liquidità e limitata capacità di copertura del debito	Obbligazione speculativa. Nel lungo periodo non si assicura garanzia, specie nel caso di condizioni economiche sfavorevoli
	B1 B2 B3 Caa1	B+ B B- CCC	B+ B B- CCC	2,64% 4,46% 7,52% 13,00%	Attenzione specifica con monitoraggio continuo	Credito sotto osservazione, qualità dell'attivo accettabile seppur con difficoltà temporanee di liquidità. Alta leva finanziaria	Obbligazioni non desiderabili. Garanzia di capitale ed interessi bassa nel lungo periodo
	Caa2 Caa3 Ca C	CCC CCC- CC SD	CC C DDD DD	16,00% 20,00% 25,00% 33,00%	Sotto osservazione Dubbio esito	Credito sotto osservazione, bassa qualità dell'attivo ed elevati problemi di liquidità	Obbligazioni altamente speculative, spesso inadempienti
	Moody's non ha la classe D	D	D	100%	Insostenibile	In bancarotta o default	

Figura 2

