



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia Aziendale

**RATING DEL CREDITO: RILEVANZA E
IMPATTO SUI MERCATI FINANZIARI**

**CREDIT RATING: IMPORTANCE AND
IMPACT ON FINANCIAL MARKETS**

Relatore:
Prof. Francesco Giuseppe D'Astore

Rapporto Finale di:
Leonardo Amadio

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione

1. Cos'è il rating?	1
1.1. Definizione e ruolo del rating	1
1.2. Processo di assegnazione del rating.....	4
1.3. Info quali-quantitative funzionali per il giudizio di rating	6
2. Il rating interno	9
2.1. Accordi di Basilea (1-2)	9
2.2. Sistemi IRB.....	12
2.3. Crisi finanziaria e Basilea 3.....	15
3. Il rating esterno	17
3.1. Agenzie di rating: ruolo e criticità.....	17
3.2. I modelli di business	20
3.3. Regolamentazione e responsabilità delle agenzie	23
Conclusioni	29
Bibliografia	30
Sitografia	30

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni i *rating* hanno avuto un impatto sempre più rilevante sulla stabilità e sul funzionamento dei mercati finanziari, in quanto rappresentano un fattore dall'elevato valore informativo che consente agli investitori di giudicare il merito di credito di un soggetto, pubblico o privato, che emette strumenti di debito per raccogliere il capitale necessario per l'esercizio delle proprie attività.

La prima parte del presente elaborato evidenzia il ruolo e le tipologie di *rating* stimabili, con riferimento anche alle varie configurazioni dei sistemi di calcolo utilizzabili. Si procede poi con un'analisi del processo di produzione del *rating*, con un successivo focus sulle informazioni di natura qualitativa e quantitativa adoperate dagli analisti.

Nella seconda parte viene inizialmente illustrata l'evoluzione della normativa in merito alla vigilanza bancaria, coordinata a livello internazionale dal Comitato di Basilea. Segue una descrizione dettagliata del processo di *rating* realizzato dagli istituti bancari e dei coefficienti da essi utilizzati per il calcolo dei requisiti patrimoniali minimi. Vengono infine esposte le novità dell'ultimo Accordo di Basilea (Basilea 3), approvato per far fronte alla fragilità manifestata dal sistema finanziario in occasione della crisi economica del 2008.

L'ultimo capitolo si incentra sulla natura e sulla complessità delle agenzie di *rating*, delle quali vengono presentati i modelli di business con i relativi punti di debolezza e le scale di valore impiegate per classificare il rischio di insolvenza. Il paragrafo conclusivo mostra lo sviluppo della regolamentazione statunitense e di quella europea, in uno scenario normativo in continuo aggiornamento e non ancora definito in alcuni dei suoi aspetti più critici.

CAP.1 - COS'È IL RATING?

1.1 DEFINIZIONE E RUOLO DEL RATING

I mercati finanziari hanno elaborato nel tempo numerosi metodi volti a soddisfare il bisogno di chiarezza informativa da parte degli investitori, i quali necessitano di conoscere le rischiosità inerenti le attività di investimento al fine di adeguare la conseguente richiesta di remunerazione dei capitali impiegati al rischio assunto¹.

Fra gli strumenti più utilizzati vi è il *rating*, definito dall'art.3, comma 1, lett. a) del Regolamento (CE) n.1060/2009 come «un parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito»².

Si tratta, dunque, di un giudizio sintetico relativo all'affidabilità economica e finanziaria di un determinato soggetto (pubblico o privato), la quale consiste nella capacità di quest'ultimo di onorare tempestivamente ed integralmente tutte le obbligazioni contratte.

Sulla base della definizione di cui sopra, è possibile dunque distinguere diversi tipi di *rating*³:

¹ Cfr. G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Roma, 2015, p. 192.

² Il comma 2 dello stesso articolo esclude da questa definizione le raccomandazioni ai sensi dell'art. 1, punto 3, della direttiva 2003/125/CE della Commissione, la ricerca in materia di investimenti ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 1, della direttiva 2006/73/CE della Commissione e altre forme di raccomandazioni generali, quali «acquistare», «vendere» o «mantenere», in relazione a operazioni su strumenti finanziari o a obbligazioni finanziarie o pareri in merito al valore di un'obbligazione finanziaria o di uno strumento finanziario.

³ FTA Online News, *Rating: significato e funzionamento delle agenzie di rating*, Milano, 2019, <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>.

- *Rating* di credito: è un giudizio relativo alla solvibilità di un'impresa, ovvero la sua attitudine al rimborso di un prestito in un determinato periodo di tempo;
- *Rating* di credito internazionale: si tratta di valutazioni che permettono di comprendere rischi e costi legati al trasferimento di titoli esteri, espressi in valuta estera, nel proprio paese e nella valuta nazionale;
- *Rating* sul debito delle nazioni: le agenzie di rating⁴ valutano e classificano i titoli del debito dei paesi in base alla capacità degli stessi di risarcirli;
- *Country ceiling rating*: in questo caso si quantificano i rischi e i costi di un investimento fuori dai confini nazionali, in uno Stato che abbia la facoltà di bloccare un possibile esodo di capitali.

A prescindere dalla natura del *rating*, il soggetto addetto alla valutazione impiega un complesso di metodologie di analisi, controlli e sistemi informativi che nel loro insieme costituiscono il sistema di *rating*, il quale funge da supporto alla stima del rischio di credito e alla misurazione quantitativa delle inadempienze in un dato orizzonte temporale di riferimento⁵.

In merito alle modalità con cui i sistemi di *rating* elaborano i dati raccolti e il materiale informativo disponibile, possono configurarsi differenti modelli di analisi, raggruppabili in tre macro categorie⁶:

- Sistemi automatici;
- Sistemi di tipo *judgemental*;
- Sistemi bilanciati.

I sistemi automatici sono caratterizzati da un'elevata standardizzazione delle procedure di valutazione del merito di credito. In tale modello sono strutturalmente esclusi eventuali

⁴ Le agenzie di *rating* sono trattate in maniera specifica nel cap.3 di questo elaborato.

⁵ Cfr. E. SCANNELLA, *La nuova regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale delle aziende di credito: l'implementazione di un sistema di rating interno*, Studi e note di economia, 1/2004, p. 139.

⁶ Cfr. G. PAOLUCCI, 2015, p. 202-204, *op. cit.*

scostamenti discrezionali del soggetto valutatore, giungendo così a ottenere risultati del tutto oggettivi nonché fortemente esplicativi.

I sistemi di tipo *judgemental* si basano al contrario sulla competenza e sulla preparazione professionale dell'analista incaricato. Con questo tipo di analisi, si ha la possibilità di cogliere tutti quegli aspetti e fattori critici rilevanti che sono difficilmente quantificabili in un sistema di tipo statistico-econometrico. Il limite principale è legato alla possibile soggettività del risultato, in quanto analisti diversi possono offrire verdetti altrettanto dissimili.

Appare dunque evidente che per ottenere un giudizio ampiamente attendibile sia necessario conciliare da un lato l'esigenza di ottenere valutazioni disinteressate, dall'altro consentire al valutatore di rettificare il *rating* sfruttando informazioni integrative non facilmente traducibili in algoritmi di calcolo: tale pratica è nota come *override* e può essere applicata solo per alcune eccezioni⁷.

Il modello appena presentato fa dunque riferimento all'utilizzo di sistemi bilanciati, o ibridi, che permettono di ottenere un riscontro completo relativo all'affidabilità economica e finanziaria del soggetto esaminato.

⁷ L'accordo di Basilea 2 infatti prevede la necessità di considerare:

- un'adeguata valutazione e verifica del rating da parte degli addetti fidi, per far sì che vengano prese in considerazione tutte le informazioni pertinenti e rilevanti, comprese quelle che esulano dal modello di valutazione (cfr. par. 417 Accordo);
- procedure per la revisione manuale del rating assegnato dal modello, finalizzate all'individuazione e alla riduzione degli errori derivanti da carenze note del modello, e contemplare altresì credibili iniziative da intraprendere su base continuativa per migliorarne la qualità (cfr. par. 417 Accordo);
- una individuazione chiara delle situazioni in cui il personale addetto può discostarsi dalle risultanze del processo di rating indicando in che modo, in che misura e da chi possono essere decise tali deroghe (cfr. par. 428 Accordo).

Cfr. S. Foti, *Basilea 2 e l'accesso al credito delle PMI*, 2006, <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/404-basilea-2-e-l-accesso-al-credito-delle-pmi.html>.

1.2 PROCESSO DI ASSEGNAZIONE DEL RATING

La valutazione del merito di credito si attua attraverso varie fasi⁸.

In via preliminare l'analista conduce un'indagine di tipo esterno: dapprima vengono individuati gli aspetti più rilevanti del sistema macroeconomico nel quale il soggetto esaminato è inserito, come ad esempio l'evoluzione del quadro economico e politico; in seguito si procede con una disamina delle peculiarità del settore di riferimento, dei suoi potenziali rischi, della quota di mercato dell'impresa e della normativa vigente.

Si apre a questo punto una fase di analisi interna all'impresa, dove il valutatore reperisce dati di natura quantitativa funzionali alla stima della probabilità di insolvenza (*Probability of Default*) e della capacità di generazione di flussi di reddito e liquidità.

Questa procedura è finalizzata al calcolo dello *scoring* di bilancio, ovvero un punteggio sull'affidabilità creditizia calcolato attraverso l'applicazione di un algoritmo o di un modello statistico predefinito e automatizzato⁹. Data la natura numerica del risultato ottenuto, lo *score* di bilancio può essere facilmente rielaborato integrandolo con i risultati delle altre fasi del processo di assegnazione del *rating*.

Segue poi un'analisi di tipo andamentale: l'obiettivo è quello di individuare eventuali inadempimenti dell'impresa relativi al rimborso di finanziamenti ottenuti in precedenza, e quindi giudicare la puntualità del soggetto analizzato. I dati possono provenire dai *database* delle banche, con informazioni relative alla gestione dei fidi, ritardi nei pagamenti o assegni scoperti, oppure da fonti pubbliche, come le Centrali dei Rischi¹⁰.

⁸ Cfr. G. PAOLUCCI, 2015, p. 198-201, *op. cit.*

⁹ *Credit rating e credit scoring: quali differenze?*, 2019, <https://www.modefinance.com/it/blog/2019-01-24-credit-rating-e-credit-score-quali-differenze->.

¹⁰ Si tratta di archivi contenenti dati sui debiti di famiglie e imprese nei confronti del sistema bancario. La più importante è la Centrale Rischi della Banca d'Italia, la quale ha una soglia di rilevazione di 30.000 euro al di sotto della quale il cliente non viene segnalato, a meno che non verta in condizioni di sofferenza (soglia di 250 euro). Cfr. <https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/centrale-rischi/index.html>.

Il passaggio seguente prevede un'analisi della flessibilità finanziaria attraverso l'attuazione di uno stress test¹¹, ovvero un'indagine condotta sulla base di ipotetici scenari economici avversi, come recessioni o crisi finanziarie, avente lo scopo di determinare se l'impresa è in grado di preservare un sufficiente standard di solvibilità nel periodo di riferimento.

Per completare il giudizio, l'analista deve acquisire informazioni di carattere qualitativo, ricavabili da un dialogo diretto e approfondito con il management dell'impresa. Esse possono riguardare l'assetto proprietario, la struttura della *governance*, la notorietà del brand, le competenze dei managers ecc.

Il processo si conclude con l'assegnazione del *rating*, il cui valore tuttavia non è immutabile: esso infatti necessita di periodiche revisioni (c.d. *monitoring*) per far sì che gli investitori possano essere aggiornati sullo stato di salute dell'impresa.

Nel caso in cui il rischio di credito aumenti, si procede a un abbassamento del *rating* (c.d. *downgrading*); in tal caso il creditore potrà disinvestire i capitali impiegati o provvedere a una rettifica delle condizioni applicate al proprio debitore.

¹¹ L. SCIALÒ, *Banche stress test: cos'è, come funziona, quali conseguenze*, 2019, https://www.webeconomia.it/banche-stress-test-cose-come-funziona-quali-conseguenze/18345/#Stress_test_banche_cose.

1.3 INFO QUALI-QUANTITATIVE FUNZIONALI PER IL GIUDIZIO DI RATING

Come già anticipato nel precedente paragrafo, il soggetto che giudica il merito di credito necessita di informazioni di natura contabile ed extra contabile per poter offrire agli investitori una visione chiara e integrale circa l'affidabilità del soggetto debitore.

Le informazioni del primo tipo possono essere reperite attraverso un'analisi approfondita dei bilanci d'esercizio dell'impresa¹². L'obiettivo è valutare:

- La liquidità: un'impresa ha un'adeguata liquidità se è in grado di produrre flussi di cassa tali da poter finanziare autonomamente la propria attività, nonché onorare in maniera tempestiva e integrale le obbligazioni assunte nei confronti dei creditori;
- La solidità patrimoniale: si fa riferimento alla correlazione, a livello di scadenze temporali, tra impieghi di capitale e fonti di finanziamento, nonché alla misura del grado di dipendenza finanziaria da capitale di terzi;
- La redditività: è il rapporto tra una specifica configurazione di reddito e le risorse impiegate per la sua generazione.

Questi tre aspetti possono essere esplorati attraverso lo studio dei principali indici di bilancio, i quali devono necessariamente essere confrontati tra loro e con parametri di riferimento in modo tale da evidenziare le relazioni esistenti fra i diversi equilibri aziendali.

Fra gli indici di liquidità, si evidenziano:

<i>Current Ratio</i>	$\frac{\text{Attivo a breve}}{\text{Passivo a breve}}$	Misura il grado di copertura degli impegni a breve scadenza
Capitale circolante operativo	Clienti + Magazzino – Debitori	Misura l'efficienza finanziaria della gestione tipica

¹² Cfr. C. TEODORI, *L'analisi di bilancio*, Giappichelli Editore, 2009, p. 131, p. 145, p. 175.

Fra gli indici relativi alla solidità patrimoniale, i più rilevanti sono:

Rapporto di indebitamento	$\frac{\text{Mezzi di terzi}}{\text{Mezzi propri}}$	Misura il grado di dipendenza da terze economie
Coverage Ratio	$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Oneri finanziari}}$	Misura la sostenibilità dei debiti aziendali
Grado di copertura dell'attivo fisso netto (AFN)	$\frac{\text{Mezzi propri} + \text{Passivo a m.l. term.}}{\text{Immobilizzazioni nette}}$	Misura la capacità di copertura degli investimenti durevoli

Fra gli indici di redditività troviamo:

Return on Investment (ROI)	$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Totale impieghi}}$	Misura la redditività degli investimenti aziendali
Return on Sales (ROS)	$\frac{\text{Reddito operativo}}{\text{Ricavi di vendita}}$	Misura la redditività delle vendite
Return on Equity (ROE)	$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Capitale proprio}}$	Misura la redditività dei mezzi propri
Tasso di rotazione del capitale investito	$\frac{\text{Ricavi di vendita}}{\text{Totale impieghi}}$	Misura quante volte il capitale si trasforma in fatturato

Nel caso in cui debbano essere analizzate delle micro-imprese, la valutazione sarà basata principalmente su dati andamentali e qualitativi, dal momento che per questo tipo di soggetti l'ordinamento giuridico prevede obblighi contabili semplificati¹³.

Per quanto concerne i dati di natura extra contabile, questi possono riguardare l'assetto proprietario, il sistema di *governance*, la dotazione di strumenti di controllo di gestione, la presenza di una pianificazione (operativa e strategica) di lungo termine, la propensione all'innovazione, le competenze manageriali e i confronti con le medie del settore¹⁴.

La raccolta di questo tipo di informazioni avviene solitamente attraverso incontri diretti con la direzione dell'impresa.

¹³ ABI, *Conoscere il rating. Come viene valutata l'affidabilità delle imprese con l'Accordo di Basilea*, 2010, https://bancaria.it/pozzo/Conoscere_il_rating.pdf.

¹⁴ Cfr. *Introduzione al rating*, 2009, <https://www.economiaoggi.it/economia-oggi/rating/>.

CAP.2 – IL RATING INTERNO

2.1 ACCORDI DI BASILEA (1-2)

Il Comitato di Basilea, fondato nel 1974 dalle Banche Centrali dei paesi del G10, è un'organizzazione avente lo scopo di coordinare le politiche di vigilanza sugli istituti bancari a livello internazionale. Le sue deliberazioni non hanno forza di legge nei Paesi aderenti, tuttavia necessitano di essere recepite nell'ambito dei singoli ordinamenti nazionali attraverso opportune direttive¹⁵.

Nel 1988 il Comitato approvò il primo Accordo di Basilea, nel quale vennero stabiliti i requisiti patrimoniali minimi che le banche devono possedere per poter fronteggiare il rischio di mancato rimborso dei prestiti concessi. Tale accordo prevedeva un accantonamento di capitale pari all'8% dell'ammontare dei crediti verso clienti ponderati per un coefficiente di rischio, il cui valore cambia a seconda del tipo di beneficiario (impresa, banca ecc.). In caso di patrimonio disponibile insufficiente, la banca deve rivolgersi a soggetti meno rischiosi oppure elargire meno prestiti.

Fra i principali limiti di Basilea 1, da un lato vi è la poca considerazione dei rischi operativi, dall'altro una scarsa differenziazione del rischio di credito: è previsto cioè un coefficiente di ponderazione analogo per tutti coloro che fanno parte di una stessa categoria (ad es. 100% per il settore privato), senza tener conto della capacità di credito dei singoli¹⁶.

Alla luce di ciò, nel 2004 venne approvata dal Comitato la riforma dell'Accordo di Basilea, entrata poi in vigore nel Gennaio del 2008 e strutturata in tre pilastri¹⁷:

- Requisiti patrimoniali: includono il rischio di credito, con alcune novità in merito alla regola dell'8%, il rischio di mercato, connesso alle variazioni dei tassi d'interesse, dei

¹⁵ Cfr. http://www.treccani.it/enciclopedia/comitato-di-basilea_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/.

¹⁶ Cfr. E. SCANNELLA, 1/2004, p. 126-127, *op. cit.*

¹⁷ Cfr. C. ORSINI, *Da Basilea 1 a Basilea 3*, Finanza d'impresa e Consulenza di direzione, Bologna.

prezzi azionari e dei tassi di cambio, e il rischio operativo, legato a eventi casuali come frodi, calamità naturali ecc.

- Controllo prudenziale: viene potenziato il ruolo delle Autorità di Vigilanza nazionali, le quali devono convalidare i sistemi di controllo dei rischi adottati dagli istituti di credito, nonché verificare il rispetto dei requisiti patrimoniali minimi previsti;
- Disciplina di mercato: le banche devono essere più trasparenti nel fornire informazioni relative alle proprie condizioni patrimoniali, in modo tale che gli investitori possano adeguare la richiesta di oneri finanziari ai rischi assunti.

Il merito principale di Basilea 2 è quello di aver previsto l'utilizzo obbligatorio del *rating* da parte degli istituti di credito ai fini della concessione di prestiti e di aver predisposto, per la valutazione del merito di credito, tre metodologie alternative: il metodo standard, il metodo IRB base e il metodo IRB avanzato.

Con il metodo standard l'affidabilità delle imprese è giudicata da agenzie esterne specializzate, le quali applicano il coefficiente minimo dell'8% ma con una ponderazione differente a seconda della classe di *rating* di appartenenza¹⁸.

VALUTATORE	CATEGORIE DI RATING = VOTO ASSEGNATO ALLE IMPRESE DA SOCIETÀ ESTERNE				
	SICUREZZA		VULNERABILITÀ	RISCHIOSITÀ	
STANDARD- POOR'S	da AAA a AA-	da A+ a A-	da BBB+ a BB-	< a BB-	SENZA RATING
MOODY'S	da Aaa a Aa3	Da A1 a A3	Da Baa1 a B3	< a B3A	SENZA RATING
PONDERAZIONE AL: (coefficienti di ponderazione prefissati)	20%	50%	100%	150%	100%
PONDERAZIONE UNICA PER LE PMI	75 %				

Figura II.1 – Da “I metodi di ponderazione del rischio”, Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Macerata

¹⁸ Cfr. Figura II.1

Nel caso in cui un'impresa sia sprovvista di *rating*, si applica la ponderazione prevista nel primo Accordo. Sono inoltre previste due casistiche eccezionali:

- In presenza di prestiti scaduti da 90 giorni (in Italia 180) la ponderazione è del 150%;
- Per i soggetti *retail*, ovvero imprese che possiedono un fatturato non superiore a 5 milioni di euro e debiti inferiori a 1 milione di euro, la ponderazione è pari al 75%.

Il valore dell'accantonamento patrimoniale è dato dall'esposizione moltiplicata per il coefficiente minimo dell'8% e per il coefficiente di ponderazione. Ad esempio, un'esposizione di 500 euro nei confronti di un prestatore di tipo AAA comporta un accantonamento pari a: $€ 500 \times 20\% \times 8\% = € 8$.

Il metodo IRB (*Internal Rating Based approach*) prevede che siano le banche stesse, attraverso sistemi proprietari di valutazione, a giudicare il merito di credito del potenziale debitore. Si tratta di una metodologia scelta prevalentemente da istituti di credito di grandi dimensioni, in quanto dotarsi di un sistema di *rating* comporta costi di implementazione elevati e necessita di una previa autorizzazione da parte dell'Autorità di Vigilanza nazionale.

2.2 SISTEMI IRB

Per quanto concerne i *rating* interni, alle banche spetta il compito di calcolare un insieme di valori utili per determinare il patrimonio minimo da accantonare a fronte della concessione di prestiti. Tali fattori sono¹⁹:

- Probabilità di insolvenza (*Probability of Default – PD*): misura la possibilità che il prestatore non sia in grado, nell'arco dei 12 mesi successivi al finanziamento, di adempiere alle obbligazioni assunte;
- Perdita in caso di inadempienza (*Loss Given Default – LGD*): misura la quota di credito che la banca ritiene di perdere, in caso di insolvenza, al netto dei recuperi;
- Esposizione in caso di inadempienza (*Exposure At Default – EAD*): si stima la possibile esposizione della banca nel momento in cui si manifesta l'insolvenza dell'impresa;
- Scadenza (*Maturity – M*): è la durata residua del prestito.

Nel caso in cui la banca adotti un approccio IRB base (*foundation*), ad essa spetta unicamente il calcolo della probabilità di default, mentre gli altri elementi sono forniti dall'Autorità di Vigilanza. Con l'approccio IRB avanzato (*advanced*), l'istituto di credito calcola autonomamente tutti gli indicatori di rischio.

Per le banche è dunque più conveniente concedere prestiti a soggetti meritevoli, poiché all'aumentare della consistenza del patrimonio accantonato si riducono le risorse da poter impiegare altrove. Questa eventualità ha un impatto negativo sulla redditività bancaria, e ciò si traduce in un aumento del costo del finanziamento per l'impresa richiedente (*pricing*).

Vi sono tuttavia altri fattori che incidono sulle condizioni del credito concesso, quali²⁰:

- Costo della perdita attesa (*Expected Loss – EL*): è un valore di perdita associato ai finanziamenti concessi e si ottiene moltiplicando la probabilità di default (PD) con la perdita attesa (LGD);

¹⁹ Cfr. *I metodi di ponderazione del rischio*, Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Macerata, <http://www.mc.camcom.it/uploaded/Allegati/Promozione/Doc/Doc-04-Basilea-2.pdf>.

²⁰ Cfr. ABI, *Conoscere il rating. Come viene valutata l'affidabilità delle imprese con l'accordo di Basilea*, 2010, https://bancaria.it/pozzo/Conoscere_il_rating.pdf.

- Costo della perdita inattesa (*Unexpected Loss* – UL): è una componente di rischio in quanto associata all'incertezza relativa al valore delle potenziali perdite rispetto alle previsioni effettuate; è noto anche come costo del capitale assorbito;
- Costi di gestione e costo del *funding*, ovvero l'insieme degli interessi corrisposti dalle banche ai titolari dei depositi come contropartita all'ottenimento di risorse monetarie da destinare ai finanziamenti.

Se l'impresa vuole ottenere un finanziamento a costi più contenuti, può cercare di migliorare la probabilità di insolvenza, e dunque il *rating*, attraverso una serie di interventi.

Innanzitutto il prestatore deve sviluppare una relazione costante e duratura con l'istituto di credito, fornendo dati e informazioni aggiornati e nel rispetto delle scadenze prefissate, nonché avere coscienza dei metodi di valutazione che sono stati utilizzati.

L'impresa può inoltre lavorare su quegli aspetti che più influiscono sull'assegnazione del *rating*, quali ad esempio:

- L'equilibrio economico e finanziario: attraverso il bilanciamento tra fonti e impieghi, la gestione dell'indebitamento, la valutazione della redditività e della liquidità;
- La gestione andamentale: mediante il controllo delle informazioni fornite alla banca e degli indicatori utilizzati dalla stessa per la stima della probabilità di insolvenza;
- La strategia d'impresa: con l'elaborazione di piani strategici efficaci e il costante monitoraggio dell'impiego efficiente delle risorse disponibili.

Un altro strumento di cui le aziende possono servirsi per alimentare la fiducia da parte delle banche sono le garanzie. L'Accordo di Basilea prevede un insieme di requisiti che le garanzie devono possedere affinché le stesse possano risultare valide ai fini del miglioramento del giudizio sul merito di credito del soggetto finanziato²¹.

La presenza di garanzie favorisce da un lato le banche, poiché minore sarà il requisito patrimoniale minimo, come conseguenza della riduzione della perdita attesa in caso di insolvenza (LGD), e dall'altro l'impresa, la quale potrà beneficiare di un più agevole accesso al credito e di un minor costo dell'indebitamento.

²¹ Cfr. Figura II.2

Il prestatore, inoltre, deve effettuare delle verifiche periodiche per accertare il valore delle garanzie fornite.

Attenuazione del rischio di credito	Metodo standard	Metodo IRB di base	Metodo IRB avanzato
Garanzie personali	Garanti idonei: <ul style="list-style-type: none"> • Stati sovrani • Banche centrali • Banche multilaterali di sviluppo • Banche • Confidi* con rating esterno almeno A- • Imprese con rating esterno almeno A- 	Garanti idonei: <ul style="list-style-type: none"> • Stati sovrani • Banche centrali • Banche multilaterali di sviluppo • Banche • Confidi* con una probabilità di default equivalente a quella di un soggetto con rating pari ad A- • Imprese con rating interno almeno A- 	Nessun limite al riconoscimento di garanzie personali
Garanzie reali	<ul style="list-style-type: none"> • garanzie reali finanziarie (ad esempio oro, depositi in contante) • accordi quadro di compensazione • compensazione delle poste in bilancio • altre forme di protezione di tipo reale (ad esempio polizze di assicurazione vita) 	Garanzie valide oltre a quelle del metodo Standard: <ul style="list-style-type: none"> • crediti commerciali al dettaglio e verso imprese • garanzie reali su altri beni materiali • garanzie immobiliari • operazioni di leasing 	Nessun limite al riconoscimento di garanzie reali

Figura II.2 – Fonte: ABI

Come si può notare nella figura II.2, fra coloro che possono offrire garanzie di tipo personale vi sono i Confidi. Si tratta di organismi aventi scopi mutualistici che supportano le piccole e medie imprese associate, facilitando loro l'accesso al credito grazie all'applicazione di condizioni più agevoli rispetto a quelle applicate alle altre imprese. I Confidi, inoltre, favoriscono una maggior trasparenza nel rapporto banca-impresa grazie alla loro conoscenza approfondita delle imprese associate²².

²² Cfr. L. GAI, *Prospettive per le garanzie dei confidi verso le PMI dopo la riforma del settore e Basilea 2*, Firenze, 04/2005, p. 1-2.

2.3 CRISI FINANZIARIA E BASILEA 3

La genesi della crisi finanziaria globale è da ricercare, fra le molteplici cause, nella progressiva riduzione dei tassi di interesse come conseguenza della diffusione di politiche economiche espansive in molti Stati, a partire dagli USA. Ciò ha spinto i privati a indebitarsi, dato il basso costo delle risorse monetarie, e le banche a concedere una quantità sempre maggiore di prestiti anche a profili caratterizzati da un elevato livello di rischio: si parla dei c.d. mutui *subprime*, ovvero finanziamenti erogati a soggetti con un reddito basso o instabile e incerte prospettive di rimborso²³.

Tale ricorrenza è stata inoltre favorita dalla diffusione delle cartolarizzazioni, ovvero operazioni che hanno consentito alle banche di trasferire il rischio a società terze (c.d. società veicolo) vendendo loro i mutui *subprime*, riuscendo così a ottenere nuova liquidità da poter reinvestire. La società veicolo emette poi, come garanzia, dei titoli obbligazionari legati ai mutui stessi e li rivendono sul mercato per recuperare l'esborso fatto alla banca.

Nel tempo quindi si è registrato un ricorso all'indebitamento sempre più elevato da parte degli istituti di credito a livello internazionale, favorito anche dalla fiducia trasmessa dalle agenzie di *rating* in merito alla sicurezza di tali investimenti.

Quando però i tassi di interesse hanno cominciato a salire, a seguito di appositi interventi da parte della FED (*Federal Reserve*), i soggetti che avevano contratto i mutui non furono più in grado di ripagarli. Si era interrotto, dunque, il meccanismo alla base della cartolarizzazione: da un lato le banche non riuscirono a recuperare gli investimenti, vista anche la svalutazione delle garanzie ipotecarie offerte dai clienti a causa del crollo dei prezzi nel mercato immobiliare, dall'altro le società veicolo non poterono più rimborsare le obbligazioni emesse e pagarne gli interessi, in quanto non avevano più entrate.

Il conseguente crollo del valore dei titoli, acquistati da banche e investitori in tutto il mondo, ha causato gravi perdite economiche e ha messo in luce i punti deboli di Basilea 2.

²³ Cfr. C. BIANCHI, *La crisi globale 2007-2009: cause e conseguenze*, Pavia, 2011.

Fra tutti, la mancanza di una regolamentazione uniforme a garanzia della stabilità finanziaria dei mercati, l'assenza di una limitazione allo sfruttamento della leva finanziaria da parte degli istituti di credito e l'inadeguatezza degli standard di liquidità vigenti²⁴.

Nel 2010, in risposta a queste problematiche, il Comitato di Basilea ha revisionato la regolamentazione sulla vigilanza bancaria avanzando delle proposte agli esponenti del G20.

Le regole sono entrate in vigore nel 2013 ma è stato disposto un periodo di transizione fino al 2019 per consentire alle banche di aggiornare adeguatamente i propri modelli di business, senza compromettere la loro operatività. Gli obiettivi di Basilea 3 sono i seguenti²⁵:

- Rinforzare il capitale delle banche: i requisiti patrimoniali sono ora più severi, poiché il *Common Equity* (azioni ordinarie + riserve di utili) passa dal 2% al 4,5%, il *Tier 1* (*Common Equity* + altri strumenti) aumenta dal 4% al 6%; il requisito generale dell'8% sul totale del capitale rimane invariato;
- Controllo dei rischi di liquidità: è stato introdotto un requisito di liquidità di breve periodo, il *Liquidity Coverage Ratio*, che prevede che le banche conservino quantità liquide tali da poter evitare di accendere finanziamenti per almeno 30 giorni, e un requisito di lungo periodo, il *Net Stable Funding Ratio*, che stabilisce un incremento del *funding* a medio e lungo termine;
- Riduzione della leva finanziaria (*leverage ratio*): per contenere l'indebitamento bancario, gli istituti dovranno avere un patrimonio di base (*Tier 1/Tot.Attività*) almeno pari al 3% del totale delle attività non ponderate per il rischio (in bilancio e fuori bilancio).

Con il nuovo Accordo di Basilea le banche dunque dovranno incrementare le loro riserve di capitale, producendo un impatto negativo sul costo dei finanziamenti.

Alle imprese, pertanto, spetterà il compito di dimostrare la propria affidabilità finanziaria attraverso l'implementazione di pianificazioni strategiche, dialoghi frequenti con l'istituto di credito e attente analisi sui possibili scenari futuri, ad esempio attraverso i c.d. stress test.

²⁴ Cfr. L. F. SIGNORINI, *Le banche italiane verso Basilea 3*, Roma, 2012, p. 2-3.

²⁵ Cfr. C. ORSINI, 2010, *op. cit.*

CAP.3 IL RATING ESTERNO

3.1 AGENZIE DI RATING: RUOLO E CRITICITÀ

Accanto al metodo dei *rating* interni, che prevede l'adozione da parte delle banche di appositi strumenti di valutazione, gli Accordi di Basilea hanno previsto una metodologia standard (*standard approach*) in base alla quale il merito di credito di una specifica entità viene analizzato da soggetti esterni: le agenzie di *rating*.

Un'agenzia di *rating*, definita come «una persona giuridica la cui attività include l'emissione di *rating* del credito a livello professionale»²⁶, svolge un'importante funzione di mediazione tra emittente e investitore con l'obiettivo di ridurre l'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto di credito.

Dato che l'emittente non riesce a diffondere a un costo contenuto i dati relativi alla rischiosità dell'operazione, l'investitore sarà meno disposto a concludere l'affare e questo spingerà il primo a uscire dal mercato, poiché non può ricevere un corrispettivo adatto alla propria offerta: si crea così un problema di selezione avversa (*adverse selection*).

Le agenzie di *rating* intervengono emettendo un giudizio sintetico che consente agli investitori di conoscere le informazioni nascoste, di sostenere costi di transazione minori e di prevenire eventuali comportamenti di *moral hazard* che potrebbero favorire l'emittente a discapito del rendimento dell'investitore²⁷.

Oggi il panorama dei *rating* è dominato dall'attività di alcune agenzie, le c.d. tre sorelle: *Standard & Poor's*, *Moody's Investor Service* e *Fitch Ratings*, le quali detengono nel complesso circa il 95% del mercato globale (40% per Moody's e S&P's, 16 % per Fitch)²⁸.

Ognuna di esse è strutturata al suo interno in dipartimenti composti da team di analisti specializzati nella valutazione delle diverse tipologie di emittenti di strumenti di debito, quali

²⁶ Regolamento (CE) n.1060/2009, art.3, comma 1, lett. b).

²⁷ Cfr. A. PERRONE, *Le società di rating*, 2007, p. 2-4.

²⁸ Cfr. G. PAOLUCCI, 2015, p. 211-213, *op. cit.*

ad esempio Stati sovrani, e in tal caso si parla di *country credit rating*, imprese quotate, compagnie assicurative ecc.

Le opinioni delle agenzie sono espresse sotto forma di indicatori alfanumerici che sintetizzano il rischio di insolvenza, come si può constatare nella figura seguente.

	S&P	Moody's	Fitch	Descrizione
Categoria di investimento	AAA	Aaa	AAA	Qualità massima
	AA+	Aa1	AA	Qualità alta
	AA	Aa2		
	AA-	Aa3		
	A+	A1	A	Qualità medio-alta
	A	A2		
	A-	A3		
	BBB+	Baa1	BBB	Qualità media
	BBB	Baa2		
	BBB-	Baa3		
BB+	Ba1	BB	Qualità medio-bassa	
BB	Ba2	B		
BB-	Ba3			
B+	B1			
B	B2			
B-	B3			
CCC+	Caa	CCC	Qualità bassa	
CCC		CC		
CC-				
C	Ca	C	Speculazione massima	
D	D	DDD	Emittente in stato di fallimento	
		DD		
		D		

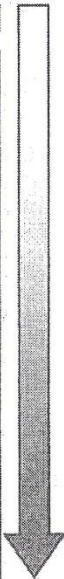


Figura III.1 - Da “Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative”

Le scale utilizzate presentano sottili differenze ma possono essere divise in due sezioni: i titoli valutati da AAA a BBB- (Baa3 per Moody's, BBB per Fitch) rientrano nel c.d. *investment grade*, con gli emittenti ritenuti capaci di ripagare adeguatamente i debiti contratti, mentre i titoli compresi nelle classi inferiori sono qualificati come *junk* (spazzatura) in quanto emessi da enti caratterizzati da elevati livelli di rischio e vulnerabilità²⁹.

L'efficacia del *rating*, inoltre, dipende dall'attività di monitoraggio che le agenzie devono realizzare: questo consente, nel caso in cui cambi la situazione economico-finanziaria del debitore, di attuare una modifica tempestiva del giudizio espresso in precedenza.

²⁹ Cfr. L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, Rivista di Diritto Civile, 2009, p. 714.

Ciò che si osserva, tuttavia, è che spesso le agenzie tendano a ritardare l'aggiornamento del valore degli strumenti finanziari analizzati. Questo fenomeno, che alimenta la sfiducia nei confronti delle stesse, è dovuto principalmente al fatto che un'eventuale modifica in negativo del rating (c.d. *downgrade*) può avere degli impatti piuttosto rilevanti sia sulle imprese, le quali non riuscirebbero a reperire i capitali sufficienti per svolgere la loro attività, sia per il mercato finanziario, in quanto gli investitori potrebbero essere sollecitati ad attivare quelle clausole contrattuali (c.d. *rating triggers*) che consentono loro di aumentare l'interesse richiesto o di recuperare più in fretta il capitale investito, alimentando così la possibilità che l'emittente fallisca.

La portata degli effetti del *downgrade*, dunque, spinge le agenzie a non abbassare nell'immediato la valutazione, ma in tal caso la loro qualifica di intermediari dell'informazione verrebbe compromessa, in quanto non darebbero il giusto contributo per garantire un efficiente funzionamento del mercato finanziario³⁰.

Il *rating* costituisce, inoltre, un fattore che incide fortemente sulla reputazione dell'impresa in quanto, se positivo, consente alla stessa di migliorare la propria visibilità e di attrarre investimenti a condizioni economiche nettamente più favorevoli.

Il peso del *rating* è però strettamente legato al capitale reputazionale (*reputational capital*) dell'agenzia che lo ha emesso: quest'ultima, infatti, sarà più motivata a formulare giudizi di alta qualità in quanto eventuali errori potrebbero pregiudicare la sua reputazione, con costi ben maggiori rispetto ai profitti che potrebbe ottenere in caso di certificazioni falsamente favorevoli³¹.

³⁰ Cfr. L. PICARDI, 2009, p. 750-751, *op. cit.*

³¹ Cfr. L. PIANESI, *Le agenzie di rating tra privatizzazione di funzioni pubbliche e opinioni private «geneticamente modificate»*, 2011, p. 193-194.

3.2 I MODELLI DI BUSINESS

Il *rating* rilasciato dalle agenzie oltre ad avere un elevato valore informativo possiede anche un valore economico, che si traduce nel pagamento di un compenso da parte del soggetto che lo richiede. A seconda di chi sostiene le spese del servizio, si possono distinguere due modelli di business a cui le agenzie fanno riferimento³².

Se il *rating* è commissionato direttamente dall'investitore, si fa riferimento al modello *investor-pay*, utilizzato specialmente dalle agenzie di piccole dimensioni.

Questo tipo di procedura prevede dunque che l'agenzia operi su richiesta di una banca, una compagnia assicurativa, un investitore istituzionale o privato; possono però emergere delle difficoltà in merito all'acquisizione dei dati utili per il calcolo e l'assegnazione del *rating*, in quanto le agenzie sfruttano unicamente quelli che sono già disponibili al pubblico, con il rischio che la valutazione complessiva possa non essere del tutto attendibile.

Nel caso in cui il *rating* sia richiesto dall'emittente si parla del modello *issuer-pay*, il più utilizzato dalle grandi agenzie. L'efficacia di tale metodo si basa principalmente sul dialogo che si instaura fra agenzia ed emittente finalizzato al reperimento delle informazioni qualitative e quantitative necessarie per l'elaborazione del giudizio.

Il modello *issuer-pay* presenta tuttavia alcune criticità, individuabili nella possibile manipolazione del risultato finale da parte dell'emittente, in quanto egli rappresenta la principale fonte di informazioni e potrebbe dunque omettere quelle che andrebbero a peggiorare la sua posizione debitoria, e nell'eventuale indulgenza da parte dell'agenzia, la quale potrebbe applicare criteri meno severi per non danneggiare il cliente che la paga.

Altri tipi di conflitti d'interesse si sono manifestati nell'ambito della valutazione delle transazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari strutturati, la cui costruzione risulta da una stretta collaborazione tra l'emittente e l'agenzia che successivamente emetterà un giudizio sugli stessi, col rischio di essere scarsamente obiettiva.

³² Cfr. L. BOSETTI, *La riforma delle agenzie di rating: le implicazioni per i sistemi di controllo esterno e interno*, 2010, p. 2-5.

Questa prassi favorisce il c.d. *rating shopping* in base al quale l'emittente, dopo essersi rivolto a una pluralità di analisti del *rating* per capire come impostare lo strumento in maniera ottimale, si rivolge all'agenzia che gli assegna il *rating* più elevato a un prezzo più vantaggioso.

Ad alimentare lo scetticismo nei confronti delle agenzie vi sono, inoltre, alcune procedure che evidenziano come le stesse possano influire sulla credibilità e stabilità del mercato finanziario e degli attori che vi operano³³.

Assai diffusa è la pratica di fornire, a fronte di un corrispettivo aggiuntivo, servizi ausiliari di consulenza agli emittenti (c.d. *ancillary services*), per consentire a questi ultimi di comprendere in quale misura determinate operazioni quali fusioni, smobilizzo di investimenti o acquisto di azioni possano influire sul valore del *rating*, in uno scenario del tutto ipotetico (si definiscono *pre-rating assesment*).

Spesso, inoltre, le agenzie tendono a rilasciare dei *rating* basati esclusivamente sulle informazioni reperibili pubblicamente e senza una previa richiesta da parte dell'emittente.

La presenza dei c.d. *unsolicited ratings*, che potrebbero essere di valore inferiore rispetto ai *rating* commissionati, spinge così gli emittenti a richiedere il *rating* e fornire tutti quei dati riservati suscettibili di avere un impatto positivo sull'importo dello stesso. Ciò che emerge dunque è che le agenzie siano più orientate all'ottenimento di benefici economici, prodotti dalle commissioni dei clienti "minacciati", piuttosto che alla riduzione delle asimmetrie informative che impediscono l'efficace funzionamento del mercato.

La questione relativa ai conflitti d'interesse è fortemente legata alla struttura oligopolistica del mercato, la quale disincentiva le agenzie esistenti a elevare la qualità dei *rating* emessi e ostacola l'ingresso di nuove agenzie che avrebbero non poche difficoltà a fronteggiare il potere di mercato e la reputazione delle "tre sorelle".

Da tempo si è aperto un dibattito relativo alla possibilità di attenuare l'influenza del meccanismo reputazionale, che di fatto costituisce una solida barriera all'entrata per i potenziali concorrenti.

³³ Cfr. L. PIANESI, 2011, p. 183-186, *op. cit.*

L'apertura del mercato ad altri operatori rappresenta, da un lato, un incentivo per le agenzie a operare in maniera più virtuosa, dato che eventuali prestazioni scadenti comporterebbero la perdita di clienti e la conseguente riduzione delle quote di mercato a beneficio della concorrenza; in un simile contesto, quindi, si riducono gli effetti negativi dei conflitti d'interesse.

Una maggiore pressione competitiva può però portare a un abbassamento della qualità dei *rating*, in quanto la clientela avrebbe un maggior potere contrattuale e le agenzie, pur di accontentarla, sarebbero disposte a emettere *rating* più favorevoli.

Un regime di concorrenza, dunque, favorisce il *rating shopping* e vanifica l'effetto positivo della reputazione delle agenzie, le quali in caso di valutazioni errate sarebbero danneggiate a livello economico e di immagine.

La soluzione a questo dilemma può essere offerta dai meccanismi di regolamento promossi dai legislatori nazionali, i quali si sono attivati negli ultimi anni per limitare la portata dei conflitti d'interesse e consolidare la trasparenza da parte delle agenzie.

3.3 REGOLAMENTAZIONE E RESPONSABILITÀ DELLE AGENZIE

Le problematiche del *rating* sinora illustrate sono il risultato di una tendenza che per molti anni ha visto delegare alle stesse agenzie la gestione e il controllo delle attività da esse realizzate, in una logica di autoregolamentazione che non ha affatto prodotto i risultati sperati e che, al contrario, ha ridotto la fiducia da parte degli investitori.

Negli Stati Uniti ci sono stati una serie di interventi in materia di *rating* a opera della *Security and Exchange Commission* (SEC), l'ente federale che vigila sulla borsa valori.

Agli inizi degli anni Settanta la SEC introduce la categoria di *Nationally Recognized Statistic Rating Organizations* (NRSRO), in base alla quale solo le agenzie in possesso di tale qualifica potevano rilasciare delle licenze regolamentari agli operatori finanziari, per consentire agli stessi l'accesso al mercato del credito.

Si tratta della c.d. *certification function*, la quale si aggiunge agli altri prodotti dell'attività di *rating* delle agenzie, ovvero il valore informativo e il valore reputazionale, e rappresenta il punto di riferimento dei regolatori, i quali la inseriscono alla base di quella che viene definita *rating-based regulation*³⁴.

Contestuale all'espansione delle valutazioni espresse dalle NRSROs vi è, inoltre, una mutazione del modello di business adottato dalle agenzie stesse: si passa progressivamente dal modello *investor-pay* a quello in cui sono gli emittenti a richiedere il *rating* e pagare le relative commissioni proporzionali al valore dell'emissione³⁵.

È necessario precisare, tuttavia, che l'attribuzione della qualifica di NRSRO è frutto di una procedura poco trasparente e caratterizzata dall'utilizzo di criteri piuttosto generici³⁶, quali l'indipendenza dalle pressioni economiche o dal controllo delle compagnie valutate, impiego di personale esperto e formato, utilizzo di sistemi di valutazione credibili e affidabili e la dotazione di procedure interne per prevenire l'uso improprio di informazioni non pubbliche.

³⁴ Cfr. L. PIANESI, 2011, p. 194, *op. cit.*

³⁵ Cfr. L. PICARDI, 2009, p. 727, *op. cit.*

³⁶ Cfr. Bank for International Settlements, *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, Basel Committee for Banking Supervision Working Paper n.3, 2000, p. 51.

Nonostante l'istituzione dello status di NRSRO, le agenzie non sono state in grado di esercitare efficacemente la funzione di regolatori del mercato: si pensi ad esempio ai casi di società come Enron, Worldcom e Parmalat, i titoli delle quali furono declassati al di sotto della soglia di investimento solo poche settimane, o persino giorni, prima che venisse dichiarato il loro fallimento³⁷.

Per correggere dunque il cattivo andamento del mercato dei *rating*, nel 2005 la SEC propone una nuova definizione di NRSRO dove si pone l'accento su tre questioni³⁸:

- Pubblicità dei *rating*: i giudizi espressi dall'agenzia devono essere accessibili al pubblico in maniera del tutto gratuita ed essere continuamente aggiornati;
- Affidabilità: l'agenzia deve provare la credibilità e l'attendibilità dei pareri che esprime attraverso strumenti statistici o certificazioni da parte degli operatori che utilizzano le sue valutazioni;
- *Governance* adeguata: le agenzie devono definire metodi e strumenti per la gestione ottimale dei conflitti di interesse e dell'utilizzo improprio di dati riservati, e garantire il rispetto di tali procedure attraverso un efficiente impiego di risorse finanziarie.

Nel 2006 è stata approvata una normativa, il *Credit Rating Agency Reform Act* (CRARA), con la quale sono riconosciute come NRSROs le agenzie che operano da almeno tre anni e che soddisfano specifici requisiti di pubblicità dei processi di assegnazione del *rating*, con l'obbligo di conservare registri e rapporti finanziari da fornire alla Commissione.

Nel CRARA, inoltre, viene attribuito alla SEC un potere di supervisione che tuttavia non si traduce nella possibilità da parte della stessa di porre dei vincoli su procedure e metodologie adottate dalle agenzie³⁹. Le criticità di questa disposizione si sono manifestate in occasione della crisi economica iniziata nel 2007, che ha evidenziato come le NRSROs abbiano continuato a operare nonostante i conflitti di interesse presenti al loro interno, i quali hanno

³⁷ Cfr. L. PICARDI, 2009, p. 728-730, *op. cit.*

³⁸ Cfr. SEC, Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization: Proposed Rule, 2005, <https://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf>.

³⁹ Cfr. L. BOSETTI, 2010, p. 13, *op. cit.*

portato a un ritardo nell'aggiornamento dei *rating* di numerosi strumenti di finanza strutturata, a danno del pubblico degli investitori.

Nel 2008 viene pubblicata la nuova versione del *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating* da parte della IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), un codice che disciplina la qualità e la revisione dei processi di *rating* delle agenzie, ma la cui adozione non è tuttavia obbligatoria⁴⁰. Nel caso in cui le agenzie decidano di non aderire al codice, dovranno comunque spiegare in che modo le sue disposizioni sono state assimilate: questo principio è noto come *comply or explain*.

Le norme più stringenti vennero introdotte nel 2010 con l'entrata in vigore del *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, con il quale furono stabilite le linee guida per le agenzie in merito alla struttura della *governance* e al contenimento dei conflitti di interesse⁴¹. I provvedimenti riguardano:

- Vigilanza esterna: la SEC può controllare i metodi impiegati per l'emissione dei *rating*, i codici di condotta interni dell'agenzia e la struttura della *governance*, fino a revocare la registrazione della stessa in qualità di NRSRO in caso di insufficienti risorse finanziarie o contrarietà al regolamento vigente;
- Controllo di corporate *governance*: i membri che compongono il consiglio di amministrazione delle agenzie devono essere almeno per metà amministratori indipendenti, dotati di autonomia giudiziale e mandato massimo di cinque anni non rinnovabile; a essi spetta il controllo della produzione dei *rating* e dell'efficacia dei controlli interni e la comunicazione e gestione dei potenziali conflitti di interesse;
- Controllo interno: le agenzie devono rendere note le responsabilità dei manager con cadenza annuale, prevenire l'abuso di informazioni private, aggiornare il pubblico degli investitori in merito ai criteri seguiti per il calcolo del *rating* e provvedere alla revisione del giudizio espresso nel caso in cui un analista abbia avuto rapporti continuativi con il soggetto valutato, con notifica alla SEC.

⁴⁰ Cfr. L. PIANESI, 2011, p. 191, *op. cit.*

⁴¹ Cfr. L. BOSETTI, 2010, p. 13-15, *op. cit.*

In Europa si è avvertita l'esigenza di regolamentare il *rating* solo a seguito della crisi economica del 2008, in quanto sino ad allora la Commissione Europea aveva fatto affidamento al codice IOSCO invitando le agenzie di *rating* ad aderirvi⁴².

Date le gravi conseguenze di tale approccio e la crescente perdita di credibilità da parte del sistema finanziario, le autorità europee capirono la necessità di introdurre delle norme volte alla prevenzione e cura dei conflitti d'interesse, alla diffusione di un orientamento alla trasparenza da parte delle agenzie e all'istituzione di un sistema di registrazione e vigilanza.

Con il Regolamento (CE) n.1060/2009 del Parlamento Europeo e del Consiglio viene costruito un sistema di controlli a più livelli: controlli esterni, controlli di *corporate governance* e controlli interni.

La vigilanza esterna si attua in maniera differente a seconda del luogo che ospita la sede legale dell'impresa, ovvero un Paese dell'UE o meno.

Nel primo caso i controlli spettano a un collegio permanente composto dalle autorità di vigilanza nazionali e dal CESR (*Committee of European Securities Regulators*), con quest'ultimo che raccoglie le domande di registrazione per l'ottenimento della qualifica di *External Credit Assessment Institution* (ECAI), ossia agenzie riconosciute come idonee al rilascio dei *rating* impiegabili dagli istituti bancari per il calcolo dei coefficienti di ponderazione usati per definire l'accantonamento patrimoniale.

Il collegio valuta il possesso da parte della domanda di requisiti minimi di natura informativa, organizzativa e operativa; nel caso in cui vengano riscontrate delle irregolarità, si richiedono le informazioni mancanti all'autorità di vigilanza dello Stato membro, il quale deve poi comunicarle al CESR che poi le diffonde agli altri componenti del collegio.

Se l'esito della valutazione è positivo, l'autorità lo comunica all'agenzia richiedente e alla Commissione Europea, la quale pubblica nella Gazzetta Ufficiale UE l'elenco delle agenzie registrate. La sorveglianza su queste ultime è continua: in caso di violazione del Regolamento, l'agenzia potrà subire una sanzione o, nei casi più gravi, la revoca della registrazione.

⁴² Cfr. L. BOSETTI, 2010, p. 6-12, *op. cit.*

Se il *rating* è emesso da agenzie aventi sede legale fuori dall'UE, il controllo è effettuato mediante due metodologie alternative: la certificazione e l'avallo.

La domanda di certificazione è in genere richiesta dalle agenzie minori ed è rivolta al CESR, il quale provvede alla nomina di un collegio in modalità simili a quelle previste per la registrazione delle ECAI. In tal caso, però, l'agenzia dovrà essere registrata nel Paese di origine e sarà autorizzata dalla Commissione Europea solo dopo che questa abbia accertato l'equivalenza giuridica fra i Paesi in materia di vigilanza, registrazione e emissione dei *rating*.

Mediante l'avallo invece il processo di verifica e controllo della conformità al Regolamento comunitario è effettuato da un'agenzia registrata nell'UE.

I controlli di *corporate governance* sono svolti da soggetti indipendenti, non coinvolti dunque nella gestione. Essi vengono remunerati senza tener conto dei risultati economici raggiunti dall'agenzia, in modo tale da preservare l'obiettività di giudizio, e devono necessariamente possedere competenze specifiche in materia finanziaria.

Per quanto riguarda i controlli interni, il Regolamento ne prevede tre tipologie:

- Controlli preventivi: si tratta di misure con cui l'agenzia intende verificare la qualità delle informazioni impiegate per il giudizio di solvibilità e accertare l'assenza di relazioni compromettenti tra il soggetto valutato e gli analisti; in tal senso è prevista una rotazione periodica nel team di analisti e sono vietate consulenze per la costruzione di strumenti di finanza strutturata poi valutati dalla stessa agenzia;
- Controlli di revisione: l'obiettivo è verificare l'adeguatezza delle procedure e dei modelli impiegati rispetto all'evoluzione degli strumenti finanziari; tale compito spetta a una funzione aziendale separata da quelle operative ai cui spetta il calcolo del *rating*;
- Controlli di *compliance*: ogni agenzia deve dotarsi di un'unità indipendente che valuti la conformità dell'organizzazione e dei processi alla normativa vigente.

La presente regolamentazione ha tuttavia subito alcune variazioni mirate ad accrescere l'efficienza del sistema finanziario e l'integrità dei processi di *rating*⁴³.

⁴³ Cfr. Standard & Poor's Ratings Services, *La regolamentazione europea delle agenzie di rating*, 2014.

Con il Regolamento (UE) n.513/2011, i poteri in materia di registrazione, ispezione e vigilanza vengono assegnati all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), il quale riceve le segnalazioni da parte delle autorità nazionali riguardanti le infrazioni commesse dalle agenzie. L'ESMA può inoltre delegare compiti specifici alle autorità nazionali, in modo tale da sfruttare la loro vicinanza al mercato da esse presidiato.

Nel 2013 è stato approvato il Regolamento (UE) n.462/2013⁴⁴, che modifica il Regolamento (CE) n.1060/2009 e introduce alcune importanti novità:

- Riduzione dell'affidamento ai *rating* nella regolamentazione finanziaria dell'UE, con il fine ultimo di eliminare qualunque riferimento agli stessi entro il 1° gennaio 2020, a condizione che siano state trovate alternative adeguate alla valutazione del rischio di credito;
- Responsabilità civile in capo alle agenzie (art.35 *bis*): se un'agenzia, con dolo o colpa grave, ha commesso una violazione connessa a conflitti d'interesse, disposizioni in materia di informativa od ostacoli alle attività di vigilanza, l'investitore o l'emittente possono chiedere il risarcimento dei danni subiti; l'investitore deve dimostrare di aver fatto affidamento sul *rating* per assumere la decisione di investire in un dato strumento finanziario, l'emittente invece deve provare che la violazione non sia stata causata da informazioni inesatte fornite dall'emittente stesso;
- Trasparenza del processo di *rating* con l'istituzione di requisiti specifici per i *rating* degli stati sovrani e del loro debito (c.d. *sovereign credit ratings*);
- Istituzione di una piattaforma di *rating* europea, per consentire alle agenzie più piccole o di recente costituzione di avere più visibilità e agevolare gli investitori nel confronto tra i *rating* riguardanti la medesima emissione o entità;
- Per garantire l'indipendenza delle agenzie di *rating*, è stabilito che nessun socio e/o azionista possa detenere una partecipazione uguale o superiore al 5% in più di un'agenzia, a meno che le agenzie facciano parte dello stesso gruppo.

⁴⁴ https://online.scuola.zanichelli.it/prestirescigno/files/2011/09/reg_2013_462_ue.pdf.

CONCLUSIONI

Alla luce delle tematiche esposte, è possibile affermare che il *rating* rappresenti, da un lato, uno strumento in grado di migliorare il funzionamento del sistema finanziario, in quanto consente di ridurre l'asimmetria informativa che ostacola l'efficienza dei rapporti tra i diversi attori del mercato, quali emittenti e investitori.

È tuttavia emerso quanto siano numerosi i profili critici di questo settore, caratterizzato da una struttura oligopolistica che disincentiva le agenzie di *rating* a formulare giudizi affidabili e di elevata qualità, in quanto manca la spinta competitiva prodotta dalla necessità di avere una quota di mercato maggiore rispetto a quella dei concorrenti.

La crisi economica del 2008 ha messo in luce le fragilità della struttura finanziaria globale, eccessivamente fiduciosa nei confronti dell'operato delle stesse agenzie le quali, in realtà, hanno spesso agito con poca trasparenza e con casi di conflitti d'interesse in capo ai propri analisti, determinando così l'emissione di *rating* non del tutto obiettivi.

Gli interventi normativi, sia a livello bancario con gli Accordi di Basilea sia in merito alla regolamentazione delle agenzie in territorio statunitense e comunitario, rappresentano un tentativo valido per la correzione delle tendenze negative sopra citate, tuttavia rimangono ancora alcune perplessità in merito alla responsabilità delle agenzie nel caso di valutazioni che si rivelano poi essere errate e alla capacità delle stesse di realizzare le proprie attività senza finalità speculative.

BIBLIOGRAFIA

G. PAOLUCCI, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, FrancoAngeli, Roma, 2015.

C. TEODORI, *L'analisi di bilancio*, Giappichelli Editore, 2009.

SITOGRAFIA

<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/rating.htm>

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=935027064086095014087098086093125100038012072004010029087016076093006070071116066067106096003126050111125095071092127017098080019022087003054117030097089118064112090029034043021072088020112026120094021000097082082111003006004094090027024124095083083113&EXT=pdf>

<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/404-basilea-2-e-l-accesso-al-credito-delle-pmi.html>

<https://www.modefinance.com/it/blog/2019-01-24-credit-rating-e-credit-score-quali-differenze->

<https://www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/centrale-rischi/index.html>

https://www.webeconomia.it/banche-stress-test-cose-come-funziona-quali-conseguenze/18345/#Stress_test_banche_cose

https://bancaria.it/pozzo/Conoscere_il_rating.pdf

<https://www.economiaoggi.it/economia-oggi/rating/>

http://www.treccani.it/enciclopedia/comitato-di-basilea_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

file:///C:/Users/Utente/Desktop/Tesi%20triennale/Da-Basilea-1-a-Basilea-3_Claudio-Orsini.pdf

<http://www.mc.camcom.it/uploaded/Allegati/Promozione/Doc/Doc-04-Basilea-2.pdf>

[http://aleasrv.cs.unitn.it/masterfidiWiki.nsf/Pages/Materiali/\\$file/Gai05_RivistaBancariaConfidi.pdf](http://aleasrv.cs.unitn.it/masterfidiWiki.nsf/Pages/Materiali/$file/Gai05_RivistaBancariaConfidi.pdf)

http://www.giuliotortello.it/articoli/crisi_2007.pdf

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2012/signorini-260612.pdf>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009R1060&from=LV>

https://www.academia.edu/37782202/Le_societ%C3%A0_di_rating

<https://core.ac.uk/download/pdf/55031794.pdf>

https://www.academia.edu/1228035/Le_agenzie_di_rating_tra_privatizzazione_di_funzioni_publiche_e_opinioni_private_geneticamente_modificate

https://www.researchgate.net/profile/Luisa_Bosetti/publication/279202653_La_riforma_delle_agenzie_di_rating_le_implicazioni_per_i_sistemi_di_controllo_esterno_e_interno/links/559000a008ae7a3490ebcf6.pdf

https://www.bis.org/publ/bcbs_wp03.pdf

<https://www.sec.gov/rules/proposed/33-8570.pdf>

<https://www.spratings.com/documents/20184/86990/La%2BRegolamentazione%2BEuropea%2BDelle%2BAgenzie%2BDi%2BRating/a1a816ba-3e36-4d3d-9005-a94ad9f14e03>

https://online.scuola.zanichelli.it/prestirescigno/files/2011/09/reg_2013_462_ue.pdf