



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**Il Giudizio di Rating**

**The Rating Opinion**

Relatore:

Chiar.mo Prof. Guido Paolucci

Candidato:

Nicolò Morsucci

Anno Accademico 2021/2022

## **INDICE**

INTRODUZIONE .....	3
1. IL RATING: STORIA E METODI DI ELABORAZIONE .....	5
1.1. COME SONO NATE LE AGENZIE DI RATING.....	5
1.2 LE AGENZIE DI RATING.....	7
1.3. EVOLUZIONE E ACCORDI DI BASILEA E IL GIUDIZIO DI RATING .....	9
1.4. PROCEDURA DI ASSEGNAZIONE DEL RATING.....	11
1.5 IL RATING DELLE BANCHE .....	17
2. LE CRITICITA' CORRELATE AL GIUDIZIO DI RATING .....	19
2.2. LA GENESI DELLA CRISI.....	20
2.3. IL CASO LEHMAN BROTHERS .....	23
3. CONCLUSIONI.....	27
<i>Bibliografia</i> .....	30
<i>Sitografia</i> .....	30

## INTRODUZIONE

Quanto è importante avere un obiettivo per realizzarsi? Indispensabile. Frequentando corsi di formazione e ascoltando i pareri autorevoli di “persone di successo” ho ritrovato spesso il concetto di fissare un obiettivo ben definito, misurabile e concreto per poter arrivare alla realizzazione.

Tuttavia, spesso, nella fretta di fissare l’obiettivo più ambizioso oppure più importante per noi ci si dimentica di valutare dove siamo oggi prima di capire dove si vuole arrivare domani.

Sarebbe impossibile per il nostro navigatore gps indicarci la strada per raggiungere il ristorante dove dobbiamo cenare senza un numero sufficiente di informazioni su dove ci troviamo ora.

Facendo un volo pindarico, ma tenendo bene stretto il concetto espresso poco sopra, possiamo iniziare a parlare dell’importanza di saper esprimere un giudizio o comunque una valutazione sugli asset presenti sul mercato in un dato momento.

Lo sviluppo industriale, nel tempo, ha creato l’esigenza sempre più forte di creare o trovare strumenti utili a valutare le attività e le rispettive risorse al fine di regolamentare il mercato e di facilitare le scelte strategiche dei soggetti economici. La necessità è quella di poter fare delle valutazioni uniformi e di poter dare giudizi quanto più possibile univoci per aggregare tra loro titoli di pari rischiosità, rendendo possibile il confronto tra il rendimento di titoli diversi.

Il rating viene definito come un giudizio di sintesi in merito alla capacità di un dato soggetto di far fronte alle obbligazioni assunte nei confronti dei propri finanziatori attuali o potenziali, che vien formulato sulla base di una valutazione approfondita e periodica relativamente ai fattori di rischio riguardanti l’attività e le caratteristiche del soggetto preso in considerazione.

Il rating può essere pronunciato nei confronti di un operatore emittente di titoli di debito oppure nei confronti di uno specifico titolo; avremo quindi rispettivamente un rating del debitore o un rating del debito.

La definizione concreta e l’enunciazione del rating vengono prevalentemente dalle agenzie specializzate (agenzie di rating), oppure in via residuale può essere pronunciato dalle banche. Questi giudizi hanno una notevole rilevanza dal

momento che contribuiscono a far sì che ci sia una maggiore trasparenza all'interno del mercato e soprattutto concorrono alla riduzione delle asimmetrie che si hanno tra l'impresa e gli stakeholders, cioè tutti quei soggetti terzi per varie ragioni interessati all'azienda.

Possiamo pertanto affermare che la valutazione avviene stimando la probabilità di default del soggetto che deve essere giudicato.

Come abbiamo detto, il valore assegnato corrisponde a un giudizio cristallizzato ad un dato momento; pertanto, si rendono necessarie revisioni periodiche e quanto più continui aggiornamenti al fine di avere contezza dell'andamento dell'asset economico considerato.

Altro obiettivo del giudizio è quello di essere sintetico e di facile comprensione per consentire di riassumere una enorme quantità di informazioni sia quantitative che qualitative riferite all'azienda oggetto di valutazione attraverso un simbolo alfanumerico, che rappresenta la naturale conclusione del processo dell'analisi di bilancio.

Negli ultimi anni le agenzie di rating hanno assunto un ruolo di primo piano all'interno dell'economia globale, considerando che con "poche letterine", sono in grado di spostare i mercati e influenzare le sorti di interi Paesi.

L'intento di questa relazione è quello di mettere in luce le principali caratteristiche del rating, i suoi punti di forza e i suoi punti di debolezza, ed evidenziare il contributo che queste agenzie hanno portato nella determinazione della crisi finanziaria che ha investito le principali economie mondiali.

# 1. IL RATING: STORIA E METODI DI ELABORAZIONE

## 1.1. COME SONO NATE LE AGENZIE DI RATING

La nascita delle agenzie di rating costituisce una rilevante innovazione finanziaria del '900. Queste hanno cominciato a svilupparsi a partire dagli inizi del XX secolo e, in particolare, il primo rating che venne pubblicato fu quello di John Moody nel 1909 negli Stati Uniti d'America.

Tuttavia, in quegli anni la maggior parte, se non la totalità, delle obbligazioni che venivano emesse erano garantite dagli Stati e per questo erano considerate come pienamente esigibili.

Pertanto, questo strumento non venne molto utilizzato in quanto possiamo affermare che il bisogno non si era ancora completamente formato.

Nel momento in cui si è registrato un maggiore sviluppo industriale, si è cominciata a sentire la forte esigenza di determinare un giudizio sulla solvibilità delle obbligazioni che venivano emesse da parte di soggetti privati. È proprio a partire da questo momento che le imprese hanno cominciato a sentire sempre più la necessità di ottenere maggiori finanziamenti che a volte non potevano essere concessi dalle banche a causa delle ingenti quantità di liquidità necessaria. Per questa ragione le imprese hanno cominciato a rivolgersi direttamente al mercato dei capitali che consentiva loro di soddisfare al meglio le loro esigenze. Tutto ciò ha comportato la necessità di definire dei giudizi sui titoli di debito emessi dal momento che un titolo che non viene ritenuto affidabile in termini di solvibilità non sarà considerato appetibile dagli investitori.

Questa sorgente esigenza era soddisfatta da alcuni soggetti che possono essere considerati come predecessori delle attuali agenzie di rating<sup>1</sup>, ossia le credit reporting agencies, la stampa specializzata in ambito economico-finanziario e infine le banche di investimento.

---

<sup>1</sup> Sulle agenzie di rating, si vedano: Alessandrini P., *Economia e politica della moneta. Il labirinto della finanza*, Il Mulino, 2021; Banfi A., Biasin M., Oriani M., Raggetti G., *Economia degli intermediari finanziari*, Isedi, 2017; Ferri G., Lacitignola P., *Le agenzie di rating*, Il Mulino, 2009; Paolucci, G., 2015, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*, Franco Angeli, 2019; Sylos Labini, S., Di Biase, P., *I rating delle banche. Criteri di valutazione e variabili discriminanti*, Cedam, 2018.

Per quanto riguarda le “credit reporting agencies”, esse avevano il compito di raccogliere e fornire le informazioni specifiche di tipo commerciale, mentre le banche di investimento svolgevano un ruolo molto importante nel persuadere i propri clienti ad investire i propri capitali in determinati strumenti piuttosto che in altri. Facendo questo esse tutelavano i loro interessi dato che un investimento sbagliato avrebbe comportato una cattiva pubblicità per la banca stessa e quindi la possibilità di veder diminuire i propri clienti.

Perciò possiamo dire che questi soggetti “antenati” delle moderne agenzie hanno trovato uno sviluppo verso la fine degli anni '20 a seguito dell'instabilità economica che ha caratterizzato quegli anni per poi vedere una fase di declino e tornare svilupparsi negli anni '70-'80.

Quanto detto finora è accaduto inizialmente negli Usa dal momento che quello era a quel tempo il mercato finanziariamente più evoluto, che anche grazie ad una crescente deregolamentazione e liberalizzazione dei mercati ha fatto sì che ci fosse un numero sempre più crescente di investitori ed emittenti pronti ad intervenire all'interno di essi e a negoziare.

Possiamo affermarne che la determinazione del rating è stata avviata a causa del fatto che in questo modo è possibile ridurre il rischio di credito, ossia il rischio derivante dal fatto che la controparte può non essere in grado di onorare le obbligazioni contratte nei confronti di un altro soggetto.

Possiamo affermare che le agenzie di rating hanno come attività principale la valutazione del “merito di credito” delle aziende che emettono titoli, delle agenzie, degli Stati o di un particolare strumento finanziario.

Il giudizio discende da una analisi periodica dei bilanci dell'emittente: tenendo conto di spese, ricavi, flussi di cassa e patrimonio.

Questo non identifica solo la possibilità che il debitore sia inadempiente ma fa riferimento anche alla possibilità che il debitore risulti più rischioso ex post rispetto a quanto era stato stimato ex ante alla fase di erogazione effettiva del credito. Un deterioramento del merito creditizio di un determinato soggetto, infatti, non solo aumenta la probabilità di insolvenza ma provoca anche un aumento del premio al rischio richiesto dal soggetto creditore alla controparte, ossia determina un

rendimento aggiuntivo richiesto dall'investitore a fronte del maggiore rischio che questo si assume.

Inizialmente questo giudizio veniva impiegato solitamente e prevalentemente nell'ambito delle aziende di maggiori dimensioni, in genere quotate nei mercati di borsa o che comunque emettono strumenti di debito presso il pubblico.

## 1.2 LE AGENZIE DI RATING

Abbiamo finora parlato della definizione di rating e di come sono nate le agenzie, occorre però soffermarci anche ad analizzare in cosa consistono effettivamente le agenzie di rating.

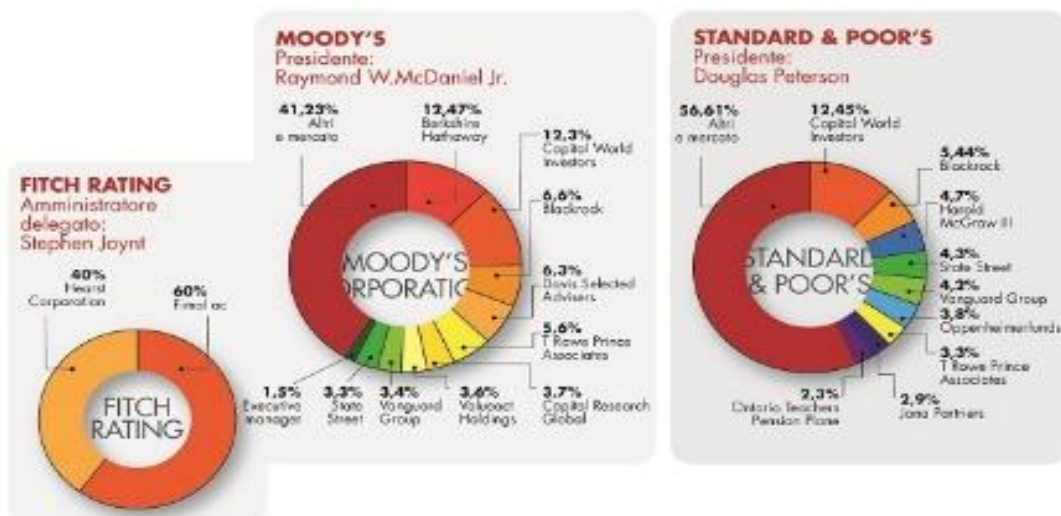


Tabella 1 – Agenzie di rating

Con il termine “agenzie di rating” si considerano quelle società indipendenti specializzate nella valutazione del merito creditizio di un determinato operatore oppure di uno specifico titolo di debito.

Ad oggi nel mercato sono presenti numerose agenzie sia nazionali sia internazionali; di certo le agenzie di riferimento a livello internazionale sono tre e vengono anche definite “le tre sorelle”, ossia Standard & Poor’s, Moody’s Investor Service e Fitch Ratings. Da sole le prime due coprono una quota di mercato dell’80% circa mentre Fitch copre il 14% circa. Si può perciò ben comprendere che la loro operatività è globale e la loro copertura è molto ampia anche all’esterno degli Usa grazie alla detenzione da parte di queste di partecipazioni nel capitale di molte agenzie di carattere nazionale ed è proprio per questo motivo che vengono

considerate quasi monopolistiche. È possibile individuare tre categorie di agenzie: le agenzie di rating globali, la cui attività si svolge su scala mondiale, le agenzie di rating nazionali e infine le agenzie di rating regionali, la cui operatività si basa in modo specifico su una singola regione considerata.

Per quanto riguarda le agenzie di rating nazionali, queste operano prevalentemente in nicchie di mercato o, come detto in precedenza, sono controllate dalle agenzie di maggiori dimensioni; queste sono quelle agenzie che vengono molto apprezzate dalle piccole e medie imprese dal momento che presentano il vantaggio che il giudizio di rating viene espresso non soltanto sulla base dei dati contenuti all'interno del bilancio, come avviene all'interno delle agenzie globali, ma tendono ad attribuire un peso maggiore alle informazioni di tipo privato che derivano proprio dall'interazione nei confronti della quale verrà determinato il giudizio.

La Tabella 1 illustra la composizione delle società nei confronti delle quali le maggiori agenzie pronunciano i propri giudizi.

Secondo le indagini di mercato è stato infatti dimostrato che proprio a causa di questo fatto le agenzie nazionali emettono un rating che in genere è più alto di circa 3.5 punti rispetto a quello pronunciato dalle agenzie di maggiori dimensioni o globali.

Oltre a ciò, le agenzie nazionali impongono nei confronti delle società clienti delle commissioni più basse e proprio per questo vengono predilette dalle piccole e medie imprese.

Relativamente alla struttura, le agenzie di rating principali sono articolate in dipartimenti e divisioni, con sezioni che prevedono la presenza di analisti specializzati per settore e tipologia di emittente da valutare. Bisogna infatti tenere in considerazione che i destinatari del rating che viene espresso dall'agenzia sono molto diversi tra loro, tra essi possiamo annoverare Istituti finanziari, compagnie assicurative, società quotate, enti vari e persino gli Stati Sovrani.

Le agenzie di rating per poter svolgere la propria funzione devono possedere dei requisiti specifici, cioè:

- Credibilità dell'agenzia, cioè l'agenzia deve essere dotata di risorse adeguate che le consentano di svolgere la sua attività tipica;



- Obiettività della metodologia di valutazione che viene utilizzata;
- Pubblicità della metodologia, ossia la procedura utilizzata per l'assegnazione del rating deve essere resa pubblica o per lo meno devono esserlo i principi fondamentali;
- Tutela della riservatezza delle informazioni raccolte nei confronti delle società clienti.

Infine, ultimo ma più importante requisito che le agenzie devono rispettare, è l'indipendenza, esse devono infatti garantire che nello svolgimento della propria attività si pongano in modo imparziale nei confronti delle aziende di cui vanno a stabilire lo stato di salute. Negli ultimi anni le agenzie sono state accusate proprio di non rispettare questa fondamentale caratteristica e quindi di essersi pronunciate favorendo in alcuni casi determinate società e dando così vita al rating shopping, di cui si parlerà più avanti, al centro di numerose discussioni.

### 1.3. EVOLUZIONE E ACCORDI DI BASILEA E IL GIUDIZIO DI RATING

Il giudizio di rating può essere emesso non solo da parte delle agenzie di rating ma anche dalle banche ai fini dell'erogazione dei prestiti. In epoca recente l'utilizzo del rating ha subito un nuovo impulso e una sempre maggiore diffusione determinata dall'introduzione di alcune normative che hanno imposto l'obbligo di utilizzo del rating alle banche. Ciò è accaduto a causa dell'introduzione dell'Accordo di Basilea 2 prima e successivamente dell'accordo di Basilea 3.

Basilea 2 è il nome con cui è conosciuto il documento "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards" (Nuovo Accordo sui requisiti minimi di capitale) firmato proprio a Basilea nel 2004.

Con questo accordo, maturato nell'ambito del Comitato di Basilea, sono stati ridefiniti i requisiti di capitalizzazione minima delle banche ai fini della vigilanza in rapporto alla singola impresa che viene finanziata.

Il testo dell'accordo redatto nella versione definitiva nel giugno del 2004, è entrato in vigore nel gennaio 2007, con una proroga di un anno concessa alle banche che hanno adottato il metodo advanced nelle rilevazioni di rischio.

Lo scopo di Basilea II è assicurare una stabilità del sistema bancario e di modificare il rapporto tra banca e impresa, fondandolo su fiducia reciproca, informazioni reali, da aggiornarsi continuamente, vincolate alla effettiva capacità di produrre reddito in prospettiva di una crescita futura e non solo degli obiettivi a breve termine.

Tuttavia, a seguito della crisi finanziaria che ha colpito alcuni importanti istituti di credito, una nuova versione dell'accordo è stata emanata con il nome di Basilea III nel dicembre del 2010, definendo nuovi standard internazionali per l'adeguatezza patrimoniale delle banche e nuovi vincoli di liquidità.

Il Comitato di Basilea ha infatti emanato nel 2010 una serie di provvedimenti di riforma volti a rafforzare la regolamentazione, la vigilanza e la gestione del rischio all'interno del settore bancario. Questo insieme di norme sono articolate sulla base di tre pilastri: il Primo Pilastro si occupa di migliorare la capacità del settore bancario di assorbire shock derivanti da tensioni economiche e finanziarie, il Secondo Pilastro punta a migliorare la gestione del rischio e la governance e infine il Terzo Pilastro cerca di rafforzare la trasparenza e l'informativa delle banche.

Queste disposizioni hanno comportato anche un ulteriore utilizzo del giudizio di rating relativamente alle piccole e medie imprese. Come abbiamo già detto sin dall'inizio questo veniva quasi esclusivamente utilizzato per determinare lo stato di salute di grandi imprese o aziende quotate nei mercati borsistici. Per le piccole e medie imprese, infatti, non vi era tendenzialmente la necessità di esprimere questo giudizio a causa del fatto che queste sono solite reperire le proprie fonti di finanziamento quasi esclusivamente rivolgendosi al Sistema bancario. Oltre a ciò, la sua scarsa diffusione deriva anche da motivazioni di natura culturale. A seguito dell'emanazione di queste direttive da parte del comitato è stato disposto per gli istituti bancari dell'uso obbligatorio del rating ai fini dell'erogazione dei prestiti e ciò, ha fatto sì che ci fosse un notevole aumento dell'utilizzo del rating.

#### 1.4. PROCEDURA DI ASSEGNAZIONE DEL RATING

Abbiamo ricordato in precedenza che il rating si presenta come la naturale conclusione del procedimento di analisi di bilancio, per cui il processo di assegnazione del rating si basa sull'utilizzo dei dati desunti proprio dal bilancio.

La formulazione del giudizio di rating si basa su metodologie che combinano sia dati di natura qualitativa sia dati di natura quantitativa, ottenibili dall'analisi del bilancio dell'azienda considerata ma anche grazie a informazioni provenienti da fonti diverse dal bilancio.

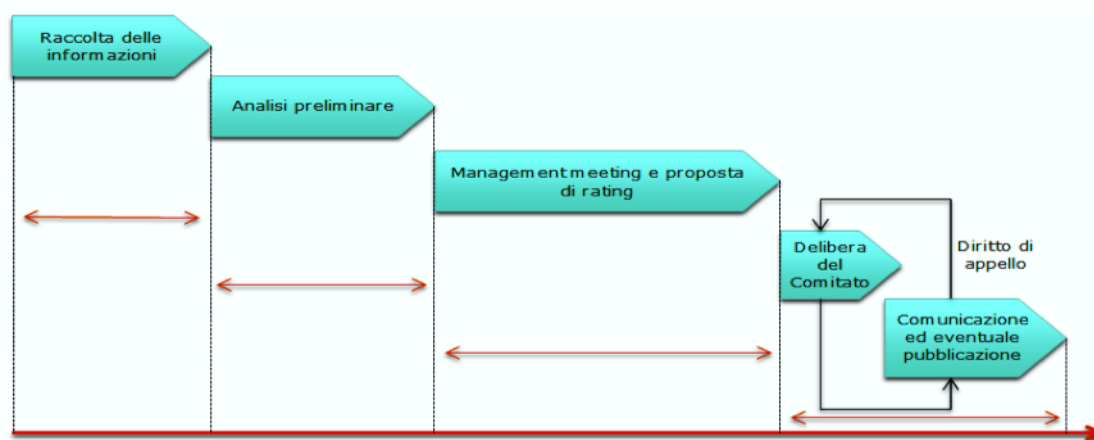
Possiamo quindi definire come sistema di rating quell'insieme di metodologie impiegabili per il raggiungimento e la formulazione del giudizio di rating. In particolare, possiamo individuare delle fasi specifiche del processo di assegnazione del rating.

- Per prima cosa si procede ad effettuare un'analisi macroeconomica ambientale, volta a studiare la situazione economica, politica e sociale del paese in cui l'azienda oggetto di analisi ha sede.
- Analisi delle caratteristiche e del rischio di settore e di regolamentazione, in cui viene svolta una analisi relativamente al settore in cui l'azienda che si sta considerando opera (ad esempio si valuta se il settore in questione è competitivo, se ci sono barriere all'entrata, ecc.).
- Analisi della posizione concorrenziale e della quota di mercato, attraverso la quale si valuta la capacità dell'azienda di resistere a cicli economici o fasi negative.
- Analisi quantitativa, questa è la fase in cui si procede ad analizzare in modo vero e proprio i dati contenuti nel bilancio e in altre informazioni messe a disposizione da parte dell'azienda stessa. Questa analisi viene svolta con l'utilizzo degli indici e del rendiconto finanziario relativamente alla gestione finanziaria, alla gestione economica e infine alla gestione patrimoniale.
- Analisi andamentali, in cui si valutano la capacità passata dell'azienda di ripagare in tempo i debiti contratti.

- Analisi della flessibilità finanziaria sulla base di diversi scenari economici, che consiste nel sottoporre l'azienda a stress test per valutare la sua capacità di mantenere un livello di stabilità adeguato anche in condizioni avverse di mercato.
- Analisi qualitativa, che consiste nel valutare ulteriori informazioni di natura strettamente qualitativa (ad esempio la presenza di piani strategici di medio-lungo termine, l'attitudine al rischio, ecc.).
- Elaborazione e formulazione del giudizio di rating.
- Periodica revisione del giudizio di rating espresso precedentemente.

Quest'ultima fase ha una notevole importanza dal momento che il sistema di rating è rilevante non solo nel momento in cui quest'ultimo viene emesso ma durante tutta la durata del rapporto che si instaura tra il soggetto sottoposto a valutazione e il finanziatore.

Tabella 2 - Procedimento per l'assegnazione del rating



Per questo motivo, quindi, è necessario che l'agenzia provveda periodicamente a rivedere ed eventualmente rettificare il giudizio nel caso in cui si siano verificati degli eventi tali che abbiano comportato il mutamento dello stato di salute del soggetto considerato. Nel caso in cui si determini un deterioramento della posizione del debitore si provvederà al suo *downgrading*, mentre nel caso di un miglioramento della sua posizione si procederà ad un *upgrading*.

Esistono inoltre due differenti tipologie di sistemi di assegnazione del rating; si può infatti optare per un sistema incentrato sulla componente automatica, in cui è escluso qualsiasi intervento da parte dell'analista. In questo modo si cerca di evitare che ci siano degli scostamenti discrezionali messi in atto da parte del soggetto incaricato di svolgere la valutazione che possano determinare una stima non veritiera. Diametralmente opposto a questo vi è il sistema incentrato sulla componente discrezionale, in cui la valutazione viene effettuata essenzialmente grazie all'esperienza e alle competenze dell'analista incaricato. Queste due soluzioni sono però situazioni in genere non presenti nella realtà, per cui la maggior parte delle volte si opta per una soluzione intermedia, ossia per sistemi bilanciati in cui il giudizio espresso dal sistema automatico può essere soggetto a modificazioni

in modo da considerare tutte quelle specificità riferite all'ente oggetto di valutazione che i meccanismi automatici non riescono a considerare.

Soffermiamoci ora ad analizzare la fase conclusiva del processo di assegnazione del rating se si esclude l'attività di monitoraggio e revisione periodica. Sappiamo che il rating viene pronunciato attraverso un voto espresso in forma di lettere a cui è associata una breve descrizione sullo stato di salute e sull'affidabilità del soggetto valutato.

Ciascuna agenzia è proprietaria di una scala per il calcolo e l'assegnazione del rating. Questa scala per essere impiegata dall'agenzia deve inoltre essere sottoposta a un processo di validazione da parte degli organi competenti che provvedono quindi a dichiararne l'utilizzabilità. Nonostante ci siano delle lievi differenze tra le varie serie, possiamo affermare che, a grandi linee, il processo è lo stesso per tutti. Possiamo osservare nella tabella sottostante proprio quanto detto sopra, relativamente alle differenze che intercorrono tra le varie scale di giudizio.

In particolare, possiamo osservare come, a partire dal grado di giudizio B, i titoli oggetto di valutazione vengono stimati come investimenti di tipo speculativo dal momento che presentando un rischio di default medio - alto o elevato e vengono immessi sul mercato offrendo un tasso di interesse mediamente alto rispetto agli altri, per incentivare i sottoscrittori all'acquisto.

Per quanto riguarda gli strumenti che vengono classificati con un grado di rischio "A", questi sono gli strumenti che presentano il minor rischio di insolvenza; ciò non significa che le emittenti dei titoli in oggetto non potranno andare incontro al rischio di fallimento ma sta soltanto ad indicare che la probabilità che questo accada è estremamente bassa. In riferimento a questo possiamo infatti ricordare il caso della celebre banca statunitense Lehman Brothers, caso che tratteremo più avanti, che fino al giorno prima del suo fallimento presentava un rating molto elevato.

Come abbiamo accennato all'inizio della trattazione, la grande diffusione che il rating ha avuto negli ultimi anni è stata causata non soltanto dai maggiori timori relativi alla possibilità di insolvenza delle emittenti di titoli di debito che si sono manifestati sempre più a seguito della grande crisi finanziaria del 2007, ma anche per il motivo che è interesse delle aziende stesse detenere un grado di valutazione

elevato nel momento in cui queste si trovano a dover ricorrere all'indebitamento in varie forme. Le aziende che si trovano infatti ad un livello elevato della scala possono beneficiare del fatto che saranno tenute a pagare tassi di interesse inferiori nei confronti del soggetto finanziatore, a differenza degli altri.

A dimostrazione di questo possiamo ricordare come anche lo stato italiano nel momento in cui si trova a emettere dei titoli pubblici di debito (ad esempio Bot, Btp e altri titoli), sarà costretto a offrire sul mercato dei tassi di interesse di remunerazione per l'acquirente che saranno maggiori rispetto ai titoli pubblici tedeschi. Ciò avviene perché l'Italia, in questo momento, detiene un rating di BBB+ per Fitch Ratings, BBB- secondo Standard e Poor's e infine Baa2 secondo Moody's, a differenza della Germania che detiene attualmente il grado AAA per tutte e tre le agenzie.

Per finire possiamo poi ricordare che il giudizio di rating può essere espresso sia in termini qualitativi che in termini quantitativi. In particolare, nel primo caso avremo un voto espresso da una combinazione di numeri e lettere, come abbiamo finora indicato, che si colloca lungo una scala numerica graduata. Nel secondo caso, invece, il rating viene indicato attraverso un valore percentuale che indica la probabilità di inadempienza (Probability of default), ossia la probabilità che il soggetto finanziato non sia in grado per varie ragioni di far fronte integralmente ed entro un periodo di tempo stabilito all'obbligo di restituire le somme che gli sono state erogate dall'investitore.

Se il giudizio del primo tipo presenta il vantaggio dell'immediatezza con cui l'informazione viene trasmessa, il giudizio espresso in termini percentuali presenta due vantaggi: da un lato questo consente una più agevole comparazione tra i giudizi espressi da valutatori diversi, dall'altro lato può costituire la base per successive elaborazioni. In particolare, questo permette il calcolo della perdita attesa (Expected Loss) da parte dell'investitore per l'impiego di capitali a cui è soggetto.

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

Tabella 3 - Scale di rating relative alle maggiori agenzie mondiali.

La perdita attesa è data dal prodotto tra la perdita in caso di insolvenza (Loss Given Default), che indica la percentuale di perdita che si presume l'investitore dovrà subire in caso di insolvenza e l'esposizione al momento dell'inadempienza (Exposure at Default).

$$EAD \times PD \times LGD = EL \text{ (Perdita attesa)}$$

dove:



EAD: exposure at default (rischio di esposizione)

PD: probability of default (probabilità di default)

LGD: loss given default (stima del tasso di perdita in caso di insolvenza)

EL: expected loss (perdita attesa)

## 1.5 IL RATING DELLE BANCHE

Finora abbiamo detto che il rating può essere emesso dalle agenzie di rating ma anche dalle banche. Ciò non è del tutto vero dal momento che, più precisamente, le banche più che emettere un vero e proprio rating che si ottiene alla fine di una lunga serie di fasi, effettuano tendenzialmente una analisi sullo stato di salute di una azienda o in generale del soggetto considerato impiegando una analisi di tipo quantitativa. Questa analisi consiste semplicemente nell'analizzare il bilancio sotto l'aspetto patrimoniale, economico e finanziario.

Ciò avviene attraverso la riclassificazione dei prospetti e il calcolo degli indici. Questo comporta che il giudizio che viene espresso facendo uso di queste metodologie non possa essere equiparato a quello che viene pronunciato dalle agenzie di rating vere e proprie e per questo motivo viene in genere identificato con il nome di scoring.

Lo scoring di bilancio è una metodologia automatizzata di trattamento dei dati di bilancio di un'impresa. In particolare, questo è un punteggio numerico che gli istituti bancari assegnano alle imprese solamente sulla base dell'analisi di bilancio. Per arrivare alla determinazione di questo punteggio numerico è necessario che vengano calcolati gli indici di bilancio che l'istituto ritiene più significativi per determinare la probabilità di default del soggetto considerato. Bisogna però tenere in considerazione le relazioni esistenti tra i vari indici, determinare il coefficiente di ponderazione da applicare a ciascun indice e successivamente si confronteranno i valori ottenuti con quelli relativi ad un campione statistico preso a riferimento. Infine, il risultato che è stato ottenuto dalla differenza esistente tra il valore

raggiunto del soggetto considerato e il campione rappresenterà lo scoring di bilancio.

In genere le banche utilizzano metodologie simili fra loro per il calcolo del punteggio di scoring anche se è possibile che ci siano lievi differenze relativamente al mix tra questi elementi. Inoltre, è importante tenere presente che la determinazione dello scoring sarà maggiormente attendibile se si considerano i dati relativi a più esercizi, ossia se si prende in esame una media dei valori assunti dall'azienda nel corso dei suoi anni.

Probab. Default	Range Riferimento	2011	Valutazione Azienda
D - Alta	$Z < 1,23$	0,588	La probabilità di default è molto Alta
C - Medio/Alta	$1,23 \leq Z \leq 2,7$		
B - Media	$2,7 < Z \leq 2,90$		
A - Bassa	$Z > 2,90$		

Tab. 2.5. Esempio di scala utilizzata per l'assegnazione della valutazione sullo stato di salute dell'azienda associato allo scoring di bilancio.

Questo modello per quanto presenti una facilità di applicazione, vede dei vantaggi e degli svantaggi.

Per quanto riguarda i vantaggi possiamo vedere come questo punteggio venga determinato attraverso una procedura automatizzata di facile e veloce applicazione che consente una valutazione sintetica del soggetto considerato. Dall'altro lato abbiamo però degli svantaggi dati dal fatto che una procedura automatizzata presenta il rischio che venga assegnato lo stesso punteggio ad aziende che presentano una situazione molto differente tra loro.

In pratica, occorre non approssimare in eccesso per non finire per generalizzare.

## 2. LE CRITICITA' CORRELATE AL GIUDIZIO DI RATING

### 2.1. UNSOLICITED RATINGS E RATING SHOPPING

Come abbiamo detto, le agenzie di rating sono soggetti terzi indipendenti che vengono interrogati nel momento in cui un determinato soggetto prevede di mettere in atto un'operazione di mercato. Le agenzie intervengono così per superare le asimmetrie informative che si vengono a creare tra le parti grazie ad una valutazione del merito creditizio. Questo giudizio può essere considerato come un vero e proprio biglietto da visita con cui il soggetto in questione si presenta sul mercato e quindi si può ritenere come un elemento di fondamentale importanza per gli operatori all'interno del mercato stesso.

Spesso però ci si dimentica che questa valutazione, per quanto basata su dati oggettivi e sull'analisi di bilancio, costituisce pur sempre un parere soggettivo che l'agenzia elabora e che quindi può anche essere errata o inesatta e perciò determinare innumerevoli danni all'interno del mercato. Non esistono infatti dei meccanismi giuridici per valutare se il giudizio espresso sia corretto o meno e ciò porta a far sì che la qualità di essi dipende interamente dall'interesse della società di rating stessa a mantenere un elevato grado di reputazione all'interno del mondo finanziario.

Proprio relativamente a queste problematiche e al fatto che questo giudizio non sia sempre attendibile, si sono generate innumerevoli polemiche e queste agenzie sono state coinvolte da parte degli istituti finanziari danneggiati all'interno di cause milionarie che hanno comportato innumerevoli danni di immagine nei loro confronti.

In particolare, una delle problematiche insorte e più rilevanti è di certo quella dell'unsolicited ratings.

Questa patologia nasce dal fatto che negli ultimi anni si è andati incontro alla pratica di emettere rating in assenza di una specifica richiesta da parte dell'emittente. Gli unsolicited ratings hanno un ruolo molto importante in quei mercati in cui non si hanno ulteriori informazioni sugli strumenti negoziati. Tuttavia, il fatto che il rating venga pubblicato senza che ci fosse una specifica richiesta da parte dell'emittente degli strumenti negoziati, fa sì che insorgano numerosi dubbi sull'integrità del

processo che ha portato all'attribuzione del rating stesso e sul fatto che ci possano essere anche dei conflitti di interesse insiti in questa pratica.

Gli unsolicited ratings vengono emanati sulla base delle sole informazioni pubbliche a disposizione, senza che vengano richieste ulteriori informazioni di carattere confidenziale alla società considerata e per questo motivo essi possono essere distorti. Proprio in relazione a questo aspetto è accaduto anche che alcune agenzie siano state accusate e successivamente citate in giudizio per aver emesso consapevolmente dei rating ostili nei confronti di determinati soggetti; perciò, è dubbio se questi giudizi siano effettivamente in grado di aumentare il grado di efficienza del mercato.

Si può notare infatti come, in genere, i rating sollecitati (solicited ratings) da parte dell'emittente siano tendenzialmente più elevati rispetto a quelli non sollecitati, dal momento che l'agenzia chiamata a indicare un giudizio avrà accesso anche a quelle informazioni non pubbliche e più riservate.

Oltre a questa problematica bisogna ricordare anche un altro fattore di rischio per il mercato, ossia il rating shopping che letteralmente sta a significare "fare spesa per il rating".

Si definisce rating shopping il fenomeno in base al quale le società quotate o in procinto di quotarsi ricercano l'agenzia di rating che garantisca loro il rating più alto al prezzo più vantaggioso. Le agenzie, di conseguenza, si esporranno a potenziali conflitti di interesse nel momento in cui sono chiamate ad emettere un giudizio su una determinata emittente.

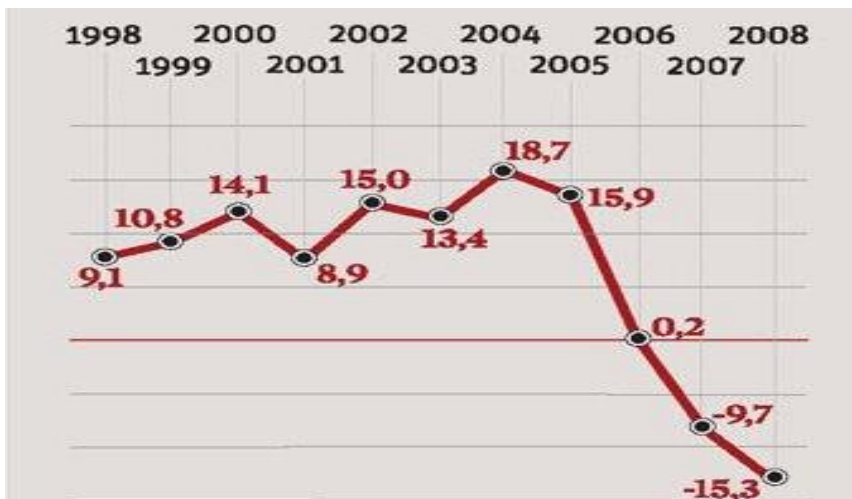
Per questo motivo possiamo dire che un aumento della concorrenza nel settore del rating non porta ad aver una maggiore efficienza ma al contrario comporterà un aumento della pratica di shopping che viene messa in atto. Perciò l'unica soluzione sembrerebbe essere quella di dare meno importanza al rating dato che anche questo giudizio non è infallibile.

## 2.2. LA GENESI DELLA CRISI

La recente crisi che ha colpito prima il settore dei mutui subprime, per poi estendersi ai diversi ambiti dell'economia mondiale non ha fatto altro che favorire lo sviluppo

di studi di settore volti a capire in che modo queste agenzie abbiano contribuito a far sì che tutto ciò accadesse e come hanno compromesso il loro ruolo e le proprie funzioni, non “avvertendo” i clienti di quanto si stava prospettando per l’economia globale. Le tre sorelle, ossia Moody’s, Standard & Poor’s e Fitch Rating, infatti sono state tra i protagonisti principali degli eventi che si sono verificati a partire dal 2007.

Tutto è infatti cominciato con la concessione di mutui a clienti che presentavano forti rischi di insolvenza, con grande facilità e in grande quantità, senza considerare minimamente che questi soggetti molto probabilmente ad un certo punto si sarebbero trovati nell’impossibilità di rimborsare questi mutui. Questa forte richiesta di mutui si era venuta creare in quegli anni negli Stati Uniti a seguito di una concentrazione di interessi da parte di famiglie e speculatori verso gli investimenti in immobili per ottenere una casa di proprietà, nel primo caso, e per ottenere un investimento sicuro nel secondo caso. Ciò ha provocato un progressivo aumento del prezzo di queste attività, dato dal fatto che un aumento della concessione dei mutui aveva prodotto ancor più un aumento della domanda di questi investimenti. Si è così venuta a creare e a svilupparsi una enorme bolla speculativa che alla fine è scoppiata, creando una dissociazione tra il valore reale di questi immobili e il loro prezzo di mercato senza alcuna giustificazione.



Tab. 3.2. La tabella mostra l'andamento dei prezzi degli immobili dagli anni precrisi fino allo scoppio della bolla. A questi dati si deve accompagnare il dato sulla crescita dei mutui avvenuta negli anni in esame.



Tab. 3.2.1. Il grafico presenta la crescita del volume dei mutui subprime.

Questa crisi ha avuto un grosso impatto sull'economia mondiale favorendo il peggioramento delle aspettative degli agenti di mercato e innescando una lunga fase recessiva.

All'interno di questo contesto, un ruolo decisivo lo hanno avuto i rating, inizialmente favorevoli, espressi dalle tre maggiori agenzie. Questi hanno avuto un ruolo cruciale, infatti, nel processo di vendita delle obbligazioni ottenute dalla cartolarizzazione dei mutui subprime da cui poi è scaturita la bolla. Questo perché la reputazione positiva attribuita dalle agenzie a queste società ed ai titoli da essi emessi ha fatto sì che molti investitori, professionali e no, si fidassero ciecamente dei giudizi che erano stati espressi.

Possiamo quindi affermare ancora che la crisi ha portato allo scoperto le carenze dei metodi e dei modelli utilizzati dalle agenzie di rating, mancanze che sono in gran parte attribuibili al fatto che queste operano in un mercato prettamente oligopolistico e alla mancanza di incentivi a competere tra loro per garantire una maggiore affidabilità e qualità dei giudizi prodotti.

Proprio per questo motivo le agenzie sono state poste sotto accusa, non solo perché le cartolarizzazioni dei mutui sono, nella maggioranza dei casi, state giudicate con rating troppo elevati, ma anche per il ritardo con cui hanno provveduto a rivedere e

adeguare i giudizi alla realtà. In questo modo è tornata alla ribalta il dibattito relativo ai conflitti di interesse relativi alle agenzie in questione dal momento che ciò non consente loro di esprimere in molti casi un giudizio veritiero sull'emittente che si sta giudicando. Ciò è accaduto soprattutto dopo alcuni scandali noti come, ad esempio, il caso Parmalat e Lehman Brothers.

Le obbligazioni Parmalat fino a pochi giorni prima del default erano valutate come investimento non speculativo con una BBB-, ben presto il fallimento fece però andare in fumo i risparmi di 50 mila risparmiatori.

### 2.3. IL CASO LEHMAN BROTHERS

Il caso sicuramente più eclatante rimane però quello del fallimento della Lehman Brothers, avvenuto il 15 settembre 2008.

L'attività della Lehman Brothers non era diversa da quello delle altre maggiori banche d'affari americane, non faceva altro che offrire consulenza ad altre società, aiutava queste nel collocamento di azioni e obbligazioni in borsa e investiva il proprio denaro e il denaro altrui. L'unica differenza era che questa, a differenza delle altre banche di Wall Street, aveva una storia più breve come banca d'affari aggressiva e per questo veniva giudicata talvolta di valore inferiore rispetto alle altre.

Alcuni studiosi analizzando la situazione che si è poi venuta a creare hanno cercato di individuare le cause di ciò che è accaduto e hanno trovato tre principali motivazioni, indissolubilmente legate:

- Le politiche monetarie messe in atto dalla FED, che a partire dagli anni '80 circa ha stabilito una politica monetaria espansiva. Ciò significa che all'interno del sistema circola molto denaro e perciò i tassi di interesse praticati dalle banche saranno necessariamente bassi con la conseguenza che i guadagni delle banche si riducono. Questo ha portato alla seconda causa:
- La deregolamentazione di Wall Street, avvenuta a partire dal 2000 che ha concesso alle banche di mettere in atto delle azioni molto più azzardate e indebitarsi nei confronti della clientela molto più di quanto potessero fare

in precedenza anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari rischiosi. Questo ha portato alla crisi dei mutui subprime di cui abbiamo detto sopra.

- Le scelte di Richard Fuld, CEO della Lehman Brothers che proprio per la sua condotta aggressiva nei confronti del mercato veniva chiamato il “gorilla”.

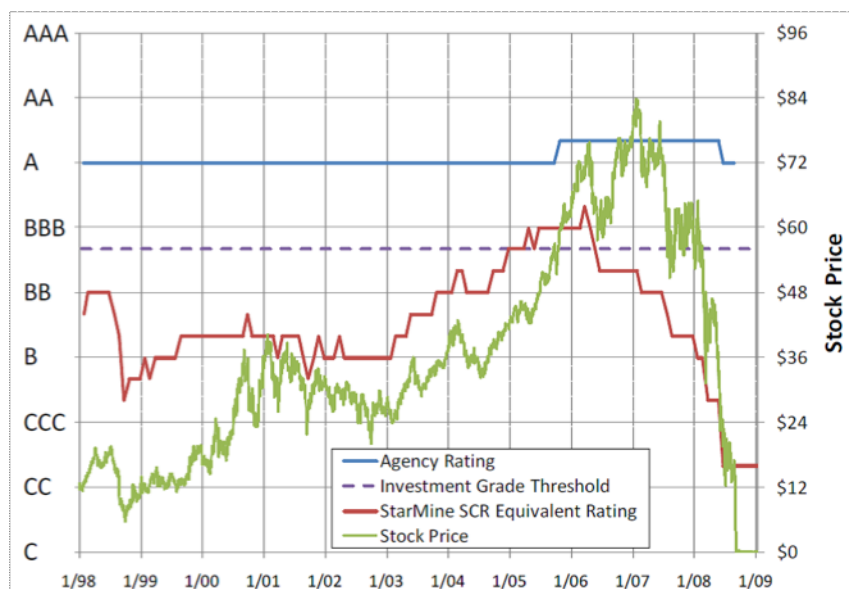
In particolare, vogliamo ora soffermarci su questo ultimo punto. Una delle cause determinanti che hanno portato al default della banca è infatti dovuto all'atteggiamento che Fuld ha deciso di tenere nei confronti del mercato, basandosi troppo sulla convinzione del “too big to fail” ossia sulla falsa certezza che le autorità governative non avrebbero mai permesso che una banca di tali dimensioni ed importanza potesse fallire. Agendo così egli non ha fatto altro che mettere in atto una condotta di moral hazard, cioè di azzardo morale. La prospettiva che di certo ci sarebbe stato un salvataggio nel caso in cui ci si avvicinasse al fallimento ha determinato la realizzazione di azioni rischiose che hanno portato ad una forte crisi all'interno dell'istituto. Questo è stato inoltre dimostrato e ammesso da lui stesso nella sua dichiarazione giurata davanti al congresso americano, avvenuta dopo il default: “We believed we were protected to withstand even the most difficult markets”.

Il 15 settembre è quindi avvenuto quello che è stato definito come il default più grande della storia con un debito pari a 613 miliardi di dollari. Lehman si è trovata costretta ad annunciare il default dopo che diversi istituti di credito come Bank of America e Barclays si erano tirati indietro di fronte alla possibilità di salvataggio. Questi giganti bancari hanno infatti ritenuto opportuno evitare questa azione dal momento che qualsiasi intervento sarebbe stato inutile in mancanza di aiuto da parte del governo. La bancarotta a questo punto si è resa inevitabile nonostante già dai primi istanti successivi alla dichiarazione ci fossero stati notevoli conseguenze sui mercati.

Gli analisti finanziari fino a questo momento ritenevano impossibile che una banca potesse fallire e per di più che ciò potesse accadere proprio alla Lehman. Proprio a



conferma del fatto che spesso i rating si sono rivelati ingannevoli, si può vedere come fino al giorno prima questo istituto fosse valutato in modo molto positivo dalle grandi agenzie. Tutte e tre le “sorelle” del rating assegnavano una tripla A giudicando così la banca come solida fino a pochi giorni prima, il fallimento era perciò una possibilità molto remota se non impossibile.



Tab.3.3. Andamento del rating di Lehman Brothers nel periodo precedente al default.

Le conseguenze di quanto accaduto sono state innumerevoli e di notevole gravità. Nell'immediato i mercati hanno cominciato a crollare, è stata sospesa l'autorizzazione come operatore di borsa a Piazza Affari e di Wall Street e infine licenziamenti immediati per buona parte dei dipendenti. La mattina di lunedì 15 settembre il Wall Street Journal titolava: "Lehman in bilico." Durante quella giornata il Dow Jones, ossia il principale indice di borsa di New York, perdeva più di 504 punti, limite toccato il 17 settembre 2008, il primo giorno di scambi dopo l'attentato delle Torri gemelle e ricordato come il più alto crollo nella storia dei mercati statunitensi. Questo era però solo l'inizio di quella che sarebbe stata una crisi finanziaria globale che avrebbe investito Usa ed Europa per diversi anni e di cui ancora oggi si portano le conseguenze.

In seguito al fallimento sono state aperte numerose cause legali nei confronti della Lehman. La circostanza che fino al giorno prima del dissesto i suoi titoli hanno goduto di rassicuranti giudizi di merito da parte delle agenzie, potrebbe indurre a mutare il bersaglio dei processi nelle agenzie di rating troppo indulgenti nei giudizi espressi nei confronti degli strumenti finanziari emessi. Sta di fatto che ad oggi la procedura di bancarotta è ancora aperta ed è in corso il rimborso, anche se parziale, dei creditori.

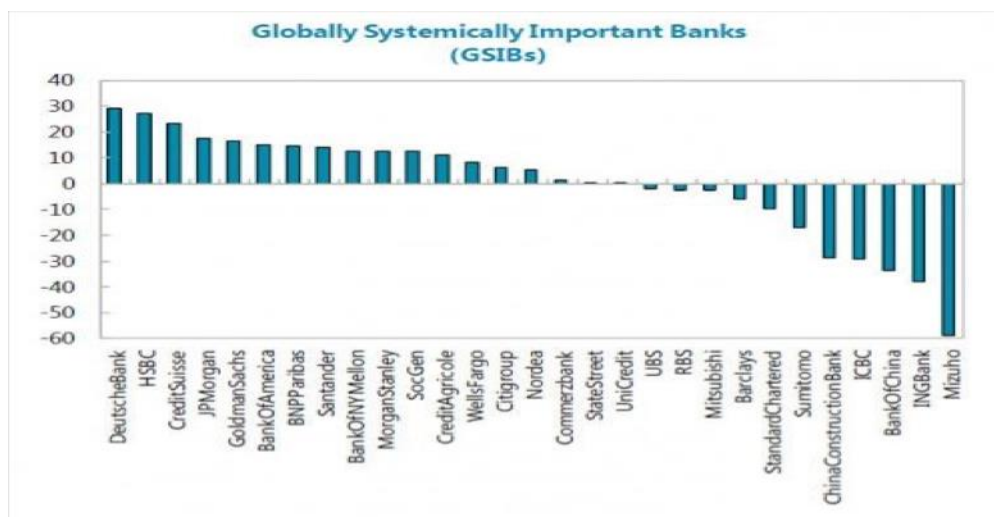
### 3. CONCLUSIONI

Questo ennesimo failure market conferma quanto sia fragile il sistema dei controlli e quanto numerose siano le variabili da tenere in equilibrio per garantire la stabilità del mercato imponendo al contempo continui interventi legislativi. Oltre ai controlli, infatti, risulta evidente la necessità di azioni preventive volte ad intercettare in tempo casistiche di fallimenti di mercato.

Sommare controlli su controlli, infatti, equivale al tentativo di rimarginare una ferita infetta sovrapponendo cerotti.

Ad oggi sono state avanzate delle ipotesi che lo spettro della Lehman possa accadere di nuovo in altri contesti. In particolare, alcuni analisti vedono nella Deutsche Bank una nuova fonte di instabilità e pericolo. Le azioni sono in forte calo negli ultimi anni, come accaduto anche ai titoli dell'istituto italiano Monte dei Paschi di Siena. A questo si aggiunge poi un calo della quotazione di mercato della banca stessa a cui non sono stati associati degli interventi volti a rassicurare i clienti dell'istituto tedesco e i mercati stessi. L'unica azione messa in atto finora è stata quella di avviare un processo di ristrutturazione volto a tagliare buona parte degli asset giudicati più rischiosi. Tutti questi elementi non hanno fatto altro che aumentare e confermare i timori che si sono diffusi nel mondo della finanza negli ultimi tempi e che, se si realizzassero, vedrebbero la diffusione di una crisi economica ancora maggiore rispetto a quanto accaduto nel 2008 dal momento che in questo caso i paesi asiatici non sarebbero in grado di trainare la crescita a causa del rallentamento della loro economia.

Per di più recentemente la Deutsche è stata sottoposta, insieme ad altri grandi gruppi bancari europei, a degli stress test per valutare la tenuta della banca in caso di situazione di forte instabilità. La sua filiale statunitense ha fallito questo test e per questa ragione è stata definita dal Fondo Monetario Internazionale come una delle banche più rischiose a livello globale.



Tab.4.1. Il grafico evidenzia quali sono le banche più rischiose a livello sistemico. In testa la Deutsche Bank seguita da HSBC e Credit Suisse.



Tab.4.2. Caduta del valore delle azioni di Deutsche Bank nell'ultimo anno.

In conclusione, possiamo quindi affermare che il ruolo centrale che il rating ha giocato nella crisi dei mutui sub prime ha fatto nascere una notevole attenzione nei confronti di queste agenzie e delle pratiche che queste adottano. Sarebbe stato più opportuno che questo interesse si fosse manifestato prima che la crisi scoppiasse e a quel punto queste avrebbero sentito una maggiore responsabilità tanto che avrebbero esitato a produrre dei giudizi eccessivamente azzardati. In questo modo si sarebbero di certo evitate conseguenze disastrose e si sarebbe mantenuta una maggiore credibilità all'interno di questo settore.

Perciò arrivati a questo punto, fidarsi di questi giudizi si può ma non fidarsi è meglio e anzi è sempre più doveroso, poiché in queste agenzie apparentemente oneste e leali talvolta si sviluppano molte speculazioni e conflitti di interesse, che si traducono poi in veri e propri disastri per l'economia mondiale.

Ad oggi è fondamentale quindi che venga messo in atto un complesso processo di regolamentazione che corregga tutte le problematiche che affliggono l'industria del rating, come abbiamo finora detto, e che abbiano come scopo quello di ripristinare l'efficienza del mercato e la fiducia degli investitori stessi.

D'altro canto, però la crisi che si è avuta non è stata causata solamente dalle agenzie di rating e dai giudizi da loro emessi ma anche da altre e numerose ragioni, perciò queste seppur in parte colpevoli non possono essere coloro sulle quali vengono scaricate tutte le colpe.

È necessario quindi che le autorità politiche ed economiche abbiano l'obiettivo di comprendere più a fondo quelle che sono state le cause che hanno portato ad avere una situazione di crisi quale quella che si è verificata a partire dal 2008 e mettano in atto degli accorgimenti volti ad evitare che crisi di tale entità si ripetano in futuro.

### ***Bibliografia***

Alessandrini P., *Economia e politica della moneta. Il labirinto della finanza*, Il Mulino, 2021

Banfi A., Biasin M., Oriani M., Raggetti G., *Economia degli intermediari finanziari*. Isedi, 2017.

Ferri G., Lacitignola P., *Le agenzie di rating*. Il Mulino, 2009.

Paolucci, G., 2015, *Analisi di bilancio. Logica, finalità e modalità applicative*.

Franco Angeli, 2019. Sylos Labini, S., Di Biase, P., *I rating delle banche. Criteri di valutazione e variabili discriminanti*, Cedam, 2018.

### ***Sitografia***

*Il sole 24 ore*, <http://www.ilsole24ore.com>

*Bank for international settlements*: <http://www.bis.org>

*Il sole 24 ore*: <http://www.ilsole24ore.com/>

*Credit rating agency*: <http://www.creditrating.crif.com/>

*Lettera 43*: <http://www.lettera43.it/>

*Finanza Online*: <http://www.finanzaonline.com/>

*Analisi aziendale*: <http://www.analisiaziendale.it>

*Consob*: <http://www.consob.it/>

*New Welfare*: <http://www.newwelfare.org/>

*Il post* : <http://www.ilpost.it/>

*La Repubblica*: <http://www.repubblica.it/>

*Forexinfo*: [www.forexinfo.it](http://www.forexinfo.it)

*CNBC*: [www.cnbc.com](http://www.cnbc.com)

*Panorama*: <http://www.panorama.it/>