



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETA' E LA BORSA

**QUADERNI
DI
FINANZA**

STUDI E RICERCHE

L'IMPATTO SUI PREZZI AZIONARI
DELLE REVISIONI DEI GIUDIZI DELLE AGENZIE DI RATING.
EVIDENZA PER IL CASO ITALIANO

N. LINCIANO

N. 57 – GIUGNO 2004

I *Quaderni di Finanza* hanno lo scopo di promuovere la diffusione dell'informazione e della riflessione economica sui temi relativi ai mercati mobiliari ed alla loro regolamentazione.

Nella collana "Studi e Ricerche" vengono pubblicati i lavori di ricerca prodotti o promossi dalla Consob; nella collana "Documenti" trovano spazio gli interventi istituzionali e gli atti di convegni.

Direttore Responsabile: Alberto Aghemo
Comitato di Redazione: Marcello Bianchi, Giuseppe D'Agostino, Salvatore Providenti, Adriana Rossetti, Claudio Salini, Giovanni Siciliano.
Segreteria di Redazione: Eugenia Della Libera e Francesca Tempestini.

Quaderni di Finanza

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 432 del 4-7-1990

Consob : Via G.B. Martini, 3 - 00198 Roma

Tel.: 06.8477462 - Fax: 06.8477612

e-mail: quaderni_finanza@consob.it

L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano

Nadia Linciano^(*)

Abstract

Il ricorso al rating costituisce per gli emittenti italiani un fenomeno relativamente recente e circoscritto. Esso è tuttavia destinato a crescere su impulso di fattori sia istituzionali che congiunturali. Tali verosimili sviluppi rendono opportuna la disamina di alcuni temi cruciali ai fini della valutazione del ruolo del rating nei mercati finanziari: tra questi, spicca l'efficienza informativa del giudizio, ossia la relativa capacità di riflettere tempestivamente nuove informazioni sul merito di credito dell'emittente cui si riferisce. Sebbene questo aspetto abbia ricevuto notevole attenzione in ambito internazionale, nessuna indagine è stata condotta, sinora, con specifico riferimento al mercato italiano. Il presente lavoro si propone di colmare questa lacuna, analizzando un campione di 299 revisioni del rating effettuate da Fitch/Ibca, Moody's e Standard&Poor's nei confronti di società italiane dal 1° gennaio 1991 al 31 agosto 2003. Il campione utilizzato permette di classificare e confrontare le reazioni dei prezzi azionari a cambiamenti del rating a seconda, tra l'altro, della natura della revisione (upgrade versus downgrade), della eventuale anticipazione tramite inserimento nella lista di sorveglianza (rating watch), della circostanza in virtù della quale la revisione si riferisce a un evento già noto al mercato, del motivo della revisione, della tipologia di watch (negativa versus positiva). I risultati indicano che l'impatto degli interventi delle agenzie sui prezzi dei titoli azionari è in media modesto e statisticamente significativo solo per i downgrade e i watch negativi. Inoltre, l'effetto sui prezzi delle revisioni è maggiore nel caso in cui esse siano state precedute da watch ovvero dalla pubblicazione della notizia che ha determinato l'intervento delle agenzie. Il motivo della revisione sembra rilevare solo nell'ambito dei declassamenti: in particolare, solo i downgrade che fanno seguito a operazioni di fusione e/o acquisizione si connotano per un impatto significativo. I risultati sembrerebbero dunque accreditare la tesi, già sostenuta dalla letteratura con riferimento ad altri mercati, in base alla quale gli interventi delle agenzie hanno un contenuto informativo limitato. L'evidenza relativa ai declassamenti e ai watch negativi suggerisce, tuttavia, che il rating può avere, in talune circostanze, un contenuto segnaletico. Non si può trascurare, inoltre, il fatto che le revisioni sono precedute nella maggior parte dei casi dalla divulgazione della notizia relativa all'evento che ha motivato l'intervento delle agenzie: risulta quindi difficile isolare l'effetto legato all'annuncio della revisione di rating dall'impatto dovuto alla precedente divulgazione della notizia.

^(*) Consob, Divisione Mercati e Consulenza Economica; e-mail: n.linciano@consob.it. Si ringraziano A. Resti e G. Siciliano per suggerimenti e commenti a una prima versione del lavoro; Eugenia Della Libera e Lucia Pierantoni per l'assistenza all'attività di raccolta dati. Eventuali errori e imprecisioni sono da attribuire esclusivamente all'Autrice. Le opinioni espresse sono personali e non impegnano in alcun modo l'Istituzione di appartenenza.

INDICE

1. INTRODUZIONE E PRINCIPALI CONCLUSIONI	3
2. ASSEGNAZIONE, DEFINIZIONE E REVISIONE DEL RATING NELLA PRASSI DELLE PRINCIPALI AGENZIE	6
2.1 IL PROCESSO DI ASSEGNAZIONE DEL RATING	7
2.2 TIPOLOGIE DI RATING	11
2.3 LE REVISIONI DEL RATING	13
3. L'EFFICIENZA INFORMATIVA DEL RATING: LE INDAGINI EMPIRICHE	14
4. ANALISI DELLE REVISIONI DEL RATING PER IL CASO ITALIANO: LE IPOTESI DA VERIFICARE	18
5. LA METODOLOGIA	20
6. IL CAMPIONE	21
7. I RISULTATI	25
7.1 DECLASSAMENTI E REVISIONI AL RIALZO	25
7.2 INSERIMENTI NELLE LISTE DI SORVEGLIANZA	29
8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	30
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	32
APPENDICE	35

1. INTRODUZIONE E PRINCIPALI CONCLUSIONI

Il ricorso al rating costituisce per gli emittenti italiani un fenomeno relativamente recente e circoscritto. Esso è tuttavia destinato a crescere su impulso di fattori sia istituzionali che congiunturali: si pensi, rispettivamente, agli effetti del Nuovo Accordo di Basilea e al fatto che un numero sempre maggiore di emittenti potrebbe essere incline a segnalare la propria qualità attraverso il rating anche per alimentare la fiducia dei risparmiatori, indebolita dalle note vicende di insolvenze societarie.

Tali verosimili sviluppi rendono opportuna la disamina di alcuni temi cruciali ai fini della valutazione del ruolo del rating nei mercati finanziari: ci si riferisce, in particolare, all'efficienza informativa e all'efficacia del giudizio sul merito di credito e, più in generale, ai meccanismi di scrutinio delle agenzie di rating. Alla discussione di questi aspetti è stato dedicato, recentemente, ampio spazio in ambito internazionale, anche allo scopo di vagliare l'opportunità di assoggettare le agenzie a un controllo più pregnante di quello attuale. La situazione comune a molte legislazioni, in virtù della quale all'impiego del rating per finalità di vigilanza non corrisponde alcuna disciplina dell'operato delle agenzie (a meno di un riconoscimento fondato sulla verifica di generici requisiti organizzativi e di professionalità) è oramai sempre più diffusamente percepita come un'anomalia.

Queste valutazioni hanno stimolato varie iniziative: si ricordano, tra le altre, la ricognizione avviata dalla Sec nel 2002 e la successiva consultazione pubblica del 2003; i principi guida della Iosco, del settembre 2003, in materia di formulazione del rating, di indipendenza delle agenzie e di divulgazione dei giudizi; il Rapporto del *Committee of Economic and Monetary Affairs* del Parlamento Europeo, del novembre 2003, che richiede la registrazione e la supervisione dell'attività delle agenzie a livello europeo.

Le iniziative regolamentari sono state precedute, da tempo, da un'intensa disputa in ambito accademico, che ha prodotto sia studi teorici sia analisi empiriche. Tali contributi hanno riguardato prevalentemente il mercato statunitense e, solo recentemente, alcuni paesi europei. Nessuna indagine è stata condotta, sinora, con specifico riferimento al mercato italiano, probabilmente anche a causa delle contenute dimensioni del fenomeno.

Il presente lavoro si propone di colmare parzialmente questa lacuna, affrontando i temi della valenza segnaletica del rating e del relativo contenuto informativo per il caso italiano. In particolare, la prima parte dello studio passa in rassegna gli elementi che caratterizzano, nella prassi delle maggiori agenzie, l'assegnazione e la revisione del rating. Dal raffronto delle prassi e delle tipologie di giudizi esistenti emergono talune eterogeneità che possono indebolire il contenuto segnaletico del rating. Ci si

riferisce, in particolare, alle difformità, rilevate anche da un filone della letteratura, che talvolta connotano i processi di valutazione seguiti dalle varie agenzie e, nell'ambito di una stessa agenzia, i processi relativi a intervalli temporali o ad aree geografiche o di attività differenti.

La seconda parte affronta il tema dell'efficienza informativa del rating, ossia della capacità di riflettere tempestivamente gli eventi nuovi che modificano il merito di credito di un emittente. In particolare, si procede all'analisi dell'impatto delle revisioni dei rating sui prezzi dei titoli azionari delle società alle quali il rating è riferito: un impatto significativo segnalerebbe, infatti, che la revisione contiene elementi di novità per il mercato e, dunque, che il rating è efficiente.

Il data set impiegato include 299 revisioni effettuate da Fitch/Ibca, Moody's e Standard&Poor's nei confronti di società italiane dal 1° gennaio 1991 al 31 agosto 2003, e comprende variazioni al ribasso (*downgrade*), al rialzo (*upgrade*), ovvero inserimenti nella lista di sorveglianza con implicazioni positive o negative (rispettivamente *watch* positivi e *watch* negativi). L'analisi prende in considerazione l'impatto sui prezzi dei titoli azionari anziché su quelli dei titoli obbligazionari per due motivi: anzitutto, nella maggioranza dei casi le agenzie hanno rilasciato un rating solo con riferimento all'emittente (piuttosto che con riferimento alle singole emissioni obbligazionarie, laddove queste ultime esistano); in secondo luogo, anche a prescindere da considerazioni afferenti alla dimensione del campione, la scarsa variabilità dei prezzi dei titoli obbligazionari avrebbe potuto compromettere la significatività dei risultati.

L'analisi empirica si propone di verificare se:

- 1) esista una differenza significativa nella reazione dei prezzi conseguente a un upgrade e la reazione dei prezzi conseguente a un downgrade;
- 2) esista una differenza significativa nelle reazioni dei prezzi alle revisioni di rating anticipate, ossia precedute da un rating watch o da un outlook concordanti, rispetto alle reazioni a revisioni non anticipate;
- 3) sia rilevante la circostanza in virtù della quale la revisione si riferisce a un evento già noto al mercato;
- 4) sia rilevante la natura (finanziaria o meno) dell'emittente;
- 5) sia rilevante il motivo della revisione, avendo distinto tra fatti che hanno determinato un peggioramento delle prospettive reddituali dell'emittente e fenomeni che incidono sulla leva finanziaria e sul livello di rischiosità dell'emittente (prevalentemente acquisizioni e fusioni);
- 6) esista una differenza significativa nella reazione dei prezzi conseguente a watch negativi e a watch positivi, anche con riferimento ai casi nei quali l'intervento dell'agenzia è stato preceduto dalla divulgazione della notizia relativa all'evento

che ha motivato il watch. L'indagine consente anche di esaminare se l'effetto sui prezzi associato all'inserimento nella lista di sorveglianza è significativamente differente da quello conseguente alle variazioni effettive del rating.

Le principali conclusioni possono essere sintetizzate come segue.

- 1) L'impatto degli interventi delle agenzie sui prezzi dei titoli azionari sembrerebbe modesto. In particolare, nel periodo immediatamente precedente e successivo alla revisione (ossia nella finestra [-1, +1]) solo i declassamenti sembrerebbero produrre un effetto statisticamente significativo (- 0,6%). Per quanto riguarda i cambiamenti al rialzo, si rileva talvolta un impatto statisticamente significativo nel periodo successivo all'annuncio della revisione: ciò potrebbe segnalare un ritardo di reazione da parte del mercato. Le stime relative all'intervallo temporale che precede la revisione (ossia la finestra [-20, -2]) indicano talvolta la presenza di rendimenti anomali significativi. Ciò segnala che i prezzi di mercato anticipano l'informazione relativa all'evento che motiva il *rating action*; tale anticipazione può essere legata al precedente inserimento nella lista di sorveglianza (si veda il successivo punto 2), oppure alla precedente divulgazione dell'informazione (si veda il successivo punto 3).
- 2) L'effetto sui prezzi delle revisioni di rating anticipate, ossia precedute da un rating watch o da un outlook concordanti, è maggiore (sebbene comunque modesto) rispetto alle reazioni a revisioni non anticipate.
- 3) Sia per i downgrade (e watch negativi) che per gli upgrade, inoltre, l'impatto è statisticamente significativo e generalmente maggiore solo nel caso dei *rating actions* preceduti dalla pubblicazione della notizia che ha motivato l'intervento delle agenzie. Ciò sembrerebbe confermare la tesi secondo la quale le reazioni dei prezzi registrate in corrispondenza dei *rating actions* sono dovute prevalentemente alla precedente divulgazione delle notizie.
- 4) La natura finanziaria dell'emittente sembra essere importante solo per i downgrade. In particolare, solo il downgrade relativo a banche e assicurazioni produce un impatto statisticamente significativo sui corsi azionari. Gli upgrade hanno invece sempre un effetto modesto e non significativo per tutti gli emittenti. Tale risultato potrebbe derivare tuttavia dalla composizione del campione, caratterizzato dalla prevalenza di revisioni di rating relativi a banche.
- 5) Il motivo della revisione sembra rilevare solo nell'ambito dei declassamenti: in particolare, solo i downgrade che fanno seguito a operazioni di fusione e/o acquisizione si connotano per un impatto sui prezzi azionari significativo; in tutti gli altri casi (sia che si tratti di declassamenti legati ad altre ragioni, sia che si

tratti di revisioni al rialzo) l'effetto non è significativo. Questo risultato va interpretato tenendo conto del fatto che il sottogruppo di annunci per i quali le revisioni di rating producono un effetto sui prezzi è anche quello delle revisioni precedute dalla divulgazione di notizie relative all'operazione (fusione e/o acquisizione) che ha motivato l'intervento delle agenzie. È quindi difficile isolare la reazione legata all'annuncio del *rating action* da quella dovuta alla precedente divulgazione della notizia concernente l'evento societario.

- 6) I risultati relativi ai rating watch replicano quelli concernenti il campione di declassamenti e revisioni al rialzo: nel periodo immediatamente precedente e successivo al watch, infatti, solo i rating watch negativi sembrerebbero produrre un impatto statisticamente significativo (-1,3% circa); per i rating watch positivi, invece, si rileva un impatto statisticamente significativo nel periodo successivo all'annuncio della revisione. Con riferimento al sottocampione dei watch negativi, l'effetto è più pronunciato nel caso in cui l'intervento dell'agenzia è preceduto da una notizia pubblica (-2,7% circa); tuttavia esso è statisticamente significativo anche per il gruppo di watch non preceduti da alcuna notizia (-1,5% circa): sembrerebbe pertanto che il mercato riconosca comunque un contenuto informativo innovativo all'inserimento nella lista di sorveglianza.

In punto di *policy*, l'evidenza raccolta suggerisce cautela nell'accettare talune posizioni che attribuiscono al rating un ruolo rilevante ai fini della tutela del piccolo risparmiatore. Pur riconoscendo la valenza segnaletica di un indicatore sintetico e immediato quale il rating, non si può trascurare infatti che il suo contenuto informativo può essere talvolta inficiato da vari fattori, riconducibili anche alla contenuta reattività a fatti nuovi.

2. ASSEGNAZIONE, DEFINIZIONE E REVISIONE DEL RATING NELLA PRASSI DELLE PRINCIPALI AGENZIE

Il rating costituisce una valutazione dell'idoneità di un emittente di provvedere in modo esatto e tempestivo sia al rimborso del capitale, sia al pagamento degli interessi relativi a una o più emissioni di titoli di debito. La valutazione del merito di credito avviene secondo una tempistica e fasi apparentemente omogenee nell'ambito delle principali agenzie; le tipologie di giudizio rilasciate si articolano in varie categorie, a seconda che la valutazione del merito di credito si riferisca all'emittente o alla singola emissione e/o a specifici aspetti di questi; le revisioni del giudizio possono poi aver luogo in corrispondenza di ricognizioni periodiche, ovvero di eventi nuovi.

Al fine di valutare il contenuto segnaletico del rating è di un certo interesse esaminare gli elementi che caratterizzano ciascuno degli aspetti citati (ossia, processo

di assegnazione, tipologie e revisioni del giudizio). Come si vedrà più dettagliatamente nei prossimi paragrafi, sussistono talune criticità che suggeriscono cautela nel ritenere che il rating sia un indicatore del merito di credito di immediata comprensione e comparabilità, soprattutto per gli investitori inesperti.

2.1 IL PROCESSO DI ASSEGNAZIONE DEL RATING¹

Il processo di rating dovrebbe essere articolato in maniera tale da garantire, con riferimento alle valutazioni di una stessa agenzia, l'assegnazione di giudizi comparabili nel tempo, nello spazio e tra aree di attività; l'opportunità di una certa uniformità nei criteri di giudizio applicati da agenzie diverse è evidente, soprattutto nel caso di emittenti assistiti da rating multipli. In realtà, come ha evidenziato un filone della letteratura, queste condizioni non sono sempre soddisfatte; talune agenzie ne sono conscie e si sono adoperate per smussare alcune delle criticità che possono limitare la valenza segnaletica del rating.

L'assegnazione del rating avviene, generalmente, su impulso dell'emittente. Ogni società richiedente viene seguita da un apposito gruppo di lavoro tenuto a svolgere attività di ricerca e analisi (cosiddetto *analytical team*); le risultanze vengono poi esaminate dal cosiddetto *rating committee*, che raccomanda un determinato giudizio². Il giudizio viene infine divulgato mediante i principali canali di informazione finanziaria, insieme a un comunicato che ne riporta le motivazioni; prima della pubblicazione, tuttavia, l'emittente può chiederne una revisione purché fornisca nuova informazione. La durata del processo oscilla tra 4 e 6 settimane. Il rating può essere ritirato quando l'agenzia reputa inadeguato l'ammontare di informazione disponibile, ovvero quando l'emissione giunge a scadenza o viene rimborsata dalla società.

Il giudizio si fonda su informazioni riguardanti sia il contesto economico e istituzionale nel quale opera l'emittente, che lo stesso emittente. In particolare, le informazioni sulla società (ed eventualmente sulle caratteristiche del prestito cui si riferisce il rating) sono di tipo quantitativo e qualitativo e includono dati storici e prospettici; esse vengono acquisite sia da documenti pubblici (incluso quelli inviati alle Autorità di vigilanza), sia da materiale privato fornito dal management³. Le agenzie si impegnano a rispettare le esigenze di riservatezza degli emittenti: a tale

¹ Maggiori dettagli sono disponibili sui siti Internet delle agenzie di rating. Per un interessante confronto tra i sistemi di rating interni alle banche e le procedure seguite da Moody's, Standard&Poor's e Fitch si vedano Crouhy et al. (2001).

² I due gruppi sono generalmente collegati: Fitch, ad esempio, evidenzia che 2 dei 5 membri del *rating committee* partecipano anche all'*analytical team*.

³ Standard&Poor's indica se il rating si fonda solo su informazione pubblicamente disponibile, ovvero anche su notizie acquisite attraverso incontri con il management della società.

scopo, i rapporti da esse rilasciati vengono preventivamente sottoposti al vaglio della società cliente.

Alcuni ricercatori hanno valutato l'omogeneità dei processi di assegnazione del rating sia per una stessa agenzia che tra agenzie diverse. Tali aspetti sono stati indagati, prevalentemente nell'ambito del mercato statunitense, con riferimento alle cosiddette matrici di transizione, ossia alle matrici con le quali le agenzie rappresentano, in corrispondenza di orizzonti temporali di diversa durata (ad esempio, 1, 2, 5 e 10 anni) e per ogni classe di rating, le variazioni nella distribuzione dei rating⁴. L'evidenza raccolta suggerisce cautela nell'interpretazione delle matrici di transizione, che di fatto esibirebbero una maggiore instabilità di quella rilevata dalle agenzie: in particolare, i tassi di migrazione da una classe all'altra sarebbero più elevati; inoltre discordanze emergerebbero tra matrici relative a intervalli temporali e ad aree geografiche differenti⁵.

Tali discordanze potrebbero sottendere all'applicazione di standard di valutazione del merito di credito difformi, per una stessa agenzia, nel tempo e nello spazio. Con riferimento al primo aspetto, Blume *et al.* (1998) analizzano la distribuzione dei downgrade registrati nel periodo 1978-1995 per emittenti statunitensi e concludono che la severità dei giudizi delle agenzie è aumentata nel corso del tempo. Benché non conclusiva, è stata raccolta evidenza di difformità anche con riferimento alla distribuzione dei rating per area geografica (cosiddetto *home bias effect*): le maggiori agenzie (in particolare, Moody's e Standard&Poor's) sarebbero inclini a una valutazione più benevola degli emittenti nazionali rispetto a quelli stranieri⁶. Dubbi sull'omogeneità dei criteri di valutazione del merito di credito emergono altresì con riferimento ai rating per settore: la distribuzione dei tassi di insolvenza rilevati tra il 1983 e il 1998 per le banche e le società non finanziarie statunitensi assistite dai rating di Moody's sembrerebbe compatibile con criteri di valutazione meno rigidi per gli emittenti bancari.

Alcune agenzie hanno avviato iniziative volte a garantire una certa uniformità dei giudizi tra settori e tra regioni diverse. Moody's, ad esempio, ha riconosciuto le

⁴ Da esse si evince dunque la percentuale di società che alla fine di un periodo hanno conservato il giudizio che era stato assegnato loro all'inizio del periodo e la percentuale di società che hanno subito una revisione (si veda, ad esempio, Moody's 2002c).

⁵ In generale, le divergenze tra le matrici di transizione pubblicate dalle agenzie e le matrici costruite da studiosi accademici sono dovute anzitutto alla diversa metodologia seguita nell'individuazione del campione di riferimento (emittenti *versus* singole emissioni; inclusione o meno delle società per le quali è stato ritirato il rating); in secondo luogo, l'intervallo temporale di riferimento è in genere non coincidente. Tra i primi lavori che hanno studiato questo fenomeno si ricorda Altman e Kao (1992); per una buona rassegna dei principali contributi si rimanda a Basel Committee (2000).

⁶ Si vedano in particolare Ammer e Packer (2000) per una rassegna degli scritti che affrontano questo tema.

possibili difformità riconducendole a due fattori (Moody's, 1999). Il primo riguarda la molteplicità di elementi riassunti nel giudizio di rating, ossia: la probabilità di insolvenza, la perdita attesa data l'insolvenza, la solidità finanziaria di un emittente e il rischio di una variazione nel tempo del merito di credito. Emissioni obbligazionarie con lo stesso rating possono dunque risultare confrontabili sul piano del merito di credito complessivo, ma eterogenee con riferimento ai singoli componenti. Il secondo fattore di difformità è legato alla originaria articolazione dei mercati obbligazionari in vari segmenti, disomogenei rispetto agli elementi riassunti nel rating⁷. La progressiva riduzione della segmentazione, dovuta a evoluzioni sia nello scenario istituzionale sia nella ricomposizione dell'offerta e della domanda, hanno dato impulso a un processo di omogeneizzazione dei rating⁸. In particolare, tra i fattori sottesi al giudizio viene attribuita maggiore enfasi alla perdita attesa; inoltre, sebbene Moody's ritenga opportuno privilegiare la stabilità dei giudizi (soprattutto di quelli *investment grade*), viene riconosciuto un peso maggiore ai fattori congiunturali. L'agenzia ha predisposto procedure interne volte a garantire l'uniformità dei criteri di valutazione tra le varie "filiali" (demandando tra l'altro a uno specifico comitato – il *Chief Credit Officer* – l'approvazione delle procedure di rating); ha definito *best practices* (istituendo un apposito Comitato, *The Symbols and Definitions Standing Committee*) e attua programmi di rotazione interna degli analisti e dei responsabili dei *Rating Committees*.

Alle indagini riguardanti le difformità nei criteri di giudizio all'interno di una data agenzia si affiancano le analisi relative a eventuali disomogeneità nei criteri di valutazione impiegati da agenzie diverse. Come si è già rilevato, le informazioni e le metodologie impiegate dalle varie agenzie appaiono molto simili; tuttavia, i giudizi emessi da diverse agenzie nei riguardi di uno stesso emittente divergono con una certa frequenza (*split ratings*). Tra i primi lavori a segnalare questo fenomeno, si ricorda lo studio di Cantor e Packer (1994), condotto su un campione di 1168 società analizzate da Moody's e Standard&Poor's nel 1993, che ha registrato una discordanza tra i relativi giudizi crescente al decrescere del merito di credito⁹; le agenzie di minore dimensione (Fitch e Duff&Phelps), inoltre, sembrerebbero

⁷ Nel caso statunitense, i segmenti ai quali fa riferimento Moody's sono 4: *corporate*, enti pubblici territoriali – *municipals* –, *public utilities* e finanza strutturata; a titolo di esempio di fattori di eterogeneità si consideri l'insolvenza: per le *public utilities* è un evento relativamente raro a causa del sostegno del settore pubblico.

⁸ Moody's (1999) cita la deregolamentazione delle *public utilities*; l'uso dei rating nella regolamentazione dei mercati finanziari quale parametro di riferimento applicato in modo uniforme tra settori; l'uso di tecniche di gestione del portafoglio che richiedono l'impiego di parametri di riferimento oggettivi.

⁹ In particolare, la discordanza emerge nel 47% dei casi per le emissioni classificate nelle prime due classi della categoria *investment grade* e nel 64% dei casi per le emissioni appartenenti alle altre classi; il dato si attesta al 59% dei casi per le emissioni *speculative* (Cantor e Packer, 1994).

assegnare un rating più elevato o in linea con quello rilasciato dalle maggiori agenzie nella gran parte dei casi.

Tale evidenza induce a due considerazioni: anzitutto, è verosimile che le valutazioni soggettive dell'analista rivestano un ruolo molto importante ai fini della formulazione del rating; in secondo luogo, le divergenze potrebbero segnalare comportamenti distortivi da parte delle agenzie; infine, il fenomeno potrebbe essere l'effetto di una selezione campionaria (*selection bias*).

L'importanza dell'elemento soggettivo emerge da un nutrito filone della letteratura che ha indagato il rapporto tra rating e informazioni finanziarie¹⁰. Una ricerca relativa a un campione di 184 rating emessi da Standard&Poor's nel triennio 1997-1999 nei confronti di società europee mostra che modelli statistici basati sui principali indicatori di bilancio (redditività, capitalizzazione, ciclo di cassa, dimensione, variabilità dei profitti e controllo pubblico), pur permettendo di ottenere risultati statisticamente significativi, non consentono di replicare il lavoro dei *raters* (Resti e Omacini, 2001). Estrella *et al.* (1999) confermano il ruolo delle valutazioni soggettive con riferimento a un campione di banche statunitensi¹¹. Alcune indagini rilevano, infine, una relazione tra il contenuto informativo del rating e le dimensioni delle società: è quanto emerge, ad esempio, con riferimento a un campione di giudizi rilasciati nel periodo 1978-1995, per i quali la correlazione tra dati contabili e rating è più elevata per le società e i gruppi di maggiori dimensioni, mentre la componente di valutazione soggettiva sembrerebbe essere più rilevante per gli emittenti minori (Blume *et al.*, 1998).

Gli *split ratings* potrebbero segnalare anche fenomeni distortivi: basti pensare, ad esempio, al cosiddetto *rating shopping*, in virtù del quale gli emittenti/committenti si rivolgono all'agenzia più benevola nella valutazione del merito di credito.

Alternativamente, discordanze nei giudizi possono emergere per effetto del cosiddetto *selection bias*: le varie agenzie rilasciano il rating per campioni diversi di società, non necessariamente rappresentativi dell'intera popolazione. Se si corregge, tramite opportuni modelli econometrici, il *selection bias* emerge una certa omogeneità dei giudizi: è quanto mostra Ederington (1986) che, sulla base

¹⁰ Si veda Resti e Omacini (2001) per un'indicazione bibliografica dei principali studi sul tema.

¹¹ Gli autori indagano la correlazione tra i rating rilasciati dalle agenzie e il livello di patrimonializzazione di un campione di 84 banche statunitensi nel periodo 1986-1994. Sebbene nel 68% dei casi si registri una correlazione positiva (a rating elevati corrispondono livelli di capitalizzazione elevati e viceversa), per 27 banche con emissioni obbligazionarie classificate *investment grade* il livello di patrimonializzazione è troppo basso. In generale, il giudizio migliora al crescere delle dimensioni della banca: ciò potrebbe riflettere quelle caratteristiche delle banche maggiori (ad esempio la diversificazione delle attività) che incidono positivamente sul relativo merito di credito o/e una bassa probabilità di fallimento, dovuta al fatto che esse sono *too big to fail*.

dell'analisi di un campione di 500 rating sulle emissioni, rileva discordanze tra i giudizi di Moody's e Standard&Poor's casuali, ossia non riconducibili a differenze sistematiche nei criteri di valutazione impiegati dalle agenzie. Tuttavia tali differenze diventano significative e sembrano motivate prevalentemente da differenze negli standard di valutazione se il confronto si estende a più di due agenzie: è questa la conclusione di Cantor e Packer (1997), i quali analizzano un campione di 871 imprese che hanno richiesto, nel corso del 1993, un rating ad almeno due agenzie tra Moody's, Standard&Poor's, Duff&Phelps e Fitch.

2.2 TIPOLOGIE DI RATING

Le tipologie di giudizi rilasciati dalle agenzie sono molteplici, differenziate per natura dell'emittente e per tipologia di passività. Le definizioni, riportate dalle agenzie anche sui rispettivi siti internet, spesso non consentono di risalire in modo immediato alla natura delle informazioni impiegate per la valutazione del merito di credito; un'ulteriore complicazione deriva dal fatto che ciascuna tipologia di rating è caratterizzata da una specifica simbologia. Ne discende una certa difficoltà, soprattutto per gli investitori meno sofisticati, a interpretare e comparare diversi rating.

Le tipologie di giudizi possono essere distinte in due macro gruppi: *credit ratings*, relativi alla valutazione del merito di credito, e *non credit ratings*, relativi alla valutazione di altre componenti di rischio (si veda la tavola A.1 per maggiori dettagli). I primi si articolano, a loro volta, in varie categorie a seconda dell'oggetto del rating (emittente ovvero singola esposizione), dell'orizzonte temporale (lungo termine *versus* breve termine), della valuta di riferimento (domestica ovvero estera; si vedano le tavole A.2 e A.3 per maggiori dettagli).

Alcune agenzie rilasciano giudizi sia sulla solvibilità di una società, valutata nel complesso e dunque senza aver riguardo a uno specifico prestito obbligazionario (*issuer credit ratings*), sia sulla solvibilità relativa a una specifica emissione (*issue-specific credit ratings*)¹². Sembrerebbe dunque che le agenzie tengano conto del fatto che i due concetti divergono concettualmente, in quanto il primo si riferisce alla nozione di probabilità di insolvenza dell'emittente, mentre il secondo fa riferimento alla nozione di perdita attesa (pari al prodotto tra la probabilità di insolvenza e la

¹² Tale distinzione viene esplicitamente sottolineata da Standard&Poor's e da Moody's; Fitch, per contro, definisce il proprio giudizio con riferimento a "*entity or (...) a security issue*" (si vedano, rispettivamente, i siti internet <http://www.ratingsdirect.com>, <http://www.moodys.com>, <http://www.fitchratings.com>).

perdita data l'insolvenza)¹³. Nella prassi tuttavia, come si evince dalle stesse definizioni riportate dalle agenzie, la distinzione tra *issue* e *issuer rating* non appare così netta, visto che il merito di credito di un emittente può essere valutato anche con riferimento a emissioni *senior* (talvolta le nozioni di *issuer credit rating* e *senior implied issuer rating* coincidono)¹⁴.

L'*issuer rating* può riguardare il lungo o il breve periodo (rispettivamente *long-term* e *short-term issuer credit rating*) e può essere rilasciato anche con riferimento alla valuta di denominazione del prestito (*local currency* e *foreign currency risk*) in modo da incorporare il rischio paese (se tale fattore di rischio è significativo, la capacità di una società di onorare le obbligazioni in valuta domestica può divergere da quella relativa a prestiti in valuta estera).

Sempre con riferimento alla valutazione del merito di credito dell'emittente, all'*issuer rating* così come è stato definito sinora si aggiungono ulteriori tipologie di giudizio nel caso di società bancarie e compagnie di assicurazione. In particolare, con riferimento alle banche le agenzie rilasciano anche un giudizio che sconta la probabilità che sia necessario un intervento esterno (sia pubblico che privato) finalizzato a sanare situazioni di crisi. Alcune agenzie rilasciano inoltre anche una valutazione della solidità della banca rispetto alle passività costituite dai depositi: tale giudizio tiene generalmente conto solo dei fattori di forza e di debolezza interni e specifici della società¹⁵.

Per ciascuna delle tipologie di rating menzionate, la valutazione del merito di credito ricade in una delle due macro categorie note come *investment grade* e *speculative grade*; queste ultime si suddividono in micro categorie, indicate con un codice

¹³ Il concetto di insolvenza viene qualificato in maniera differente dalle varie agenzie: ad esempio, Standard&Poor's definisce l'insolvenza con riferimento alla prima scadenza in cui l'emittente omette il dovuto pagamento degli interessi ovvero la restituzione del capitale relativi a un prestito assistito o meno da rating; Moody's definisce l'insolvenza con riferimento a qualsiasi omissione o ritardo di pagamento, ovvero accordo che riduce l'esposizione debitoria o risulta finalizzato ad evitare il *default*.

¹⁴ Standard&Poor's definisce soltanto la nozione di *issuer credit rating* (“(...) *opinion of an obligor's overall financial capacity (its creditworthiness) to pay its financial obligations*”). Moody's raggruppa sotto la nozione di *issuer rating* diverse definizioni, distinguendo esplicitamente tra *Senior Unsecured Issuer Ratings* (“(...) *opinion on the ability of entities to honor senior unsecured financial obligations and contract*”) e *Senior Implied Ratings* (“(...) *opinion of an issuer's ability to honor senior its financial obligations and is assigned as if it had a singles class of debt and a single consolidated legal entity structure*”). Fitch, nel definire la categoria degli International Credit Ratings afferma che “*when applied to an entity, these (...) ratings assess its general creditworthiness on a senior basis*” (definizioni tratte dai rispettivi siti internet).

¹⁵ La riconciliazione di questi giudizi con il rating delle obbligazioni non è immediata. Moody's, ad esempio, assume che il sostegno pubblico a una banca possa variare a seconda della tipologia di debito: di conseguenza, la corrispondenza tra il rating dell'emittente e quello dell'emissione obbligazionaria non è monotona.

alfabetico o alfanumerico a volte differente tra agenzie; per alcune tipologie di giudizi, infine, esiste un'ulteriore suddivisione in *notches*, effettuata utilizzando i suffissi “+” e “-” (Standard&Poor’s e Fitch), ovvero i numeri da 1 a 3 (Moody’s; si veda la Tav. A.4 per maggiori dettagli).

I giudizi sono talvolta accompagnati dal cosiddetto *outlook*, ossia da una valutazione circa il segno più probabile di una variazione del rating nel breve/medio termine (da 6 mesi a 2 anni, per Standard&Poor’s; da 1 a 2 anni per Fitch); esso può essere positivo, negativo o stabile¹⁶.

2.3 LE REVISIONI DEL RATING

Il contenuto informativo e conseguentemente l'utilità del rating dipendono in modo cruciale dalla tempestività delle revisioni, ossia dalla capacità di riflettere in tempi rapidi gli eventi nuovi che si riflettono in variazioni del merito di credito. L'analisi empirica dell'impatto dei *rating actions* sui prezzi fornisce, come si è detto, elementi di valutazione utili al proposito. In via preliminare risulta altresì interessante ricordare la prassi seguita dalle agenzie per l'aggiornamento dei giudizi: è evidente che le difformità nei criteri di valutazione che possono connotare l'assegnazione del rating non possono non riflettersi nei processi di revisione del rating stesso.

In assenza di cambiamenti rilevanti ai fini della valutazione del merito di credito di un emittente, le agenzie di rating diffondono con cadenza periodica (variabile da 6 mesi a un anno) un comunicato nel quale aggiornano il rating rilasciato, anche alla luce di eventuali mutamenti dello scenario istituzionale e di mercato. *Review* interne vengono, inoltre, effettuate anche in corrispondenza della diffusione dell'informativa contabile periodica.

Qualora sopraggiungano notizie nuove, quali mutamenti degli assetti proprietari, ricapitalizzazioni, azioni regolamentari etc., le agenzie adeguano il giudizio tramite il cosiddetto *rating action*. L'azione di adeguamento può condurre alla messa sotto osservazione della società (inserimento nella *watch list* – secondo la terminologia di Standard&Poor’s e di Fitch – ossia avvio di una *formal rating review* – secondo la terminologia di Moody’s) che prelude a un successivo intervento con il quale l'agenzia specificherà l'eventuale revisione del rating. Con l'inserimento nella *watch list* l'agenzia comunica anche la possibile direzione di modifica del rating, a seconda che il *watch* sia positivo, negativo o in evoluzione (*developing*). La revisione può condurre a un miglioramento positivo (*upgrade*), negativo (*downgrade*), ovvero a nessun cambiamento (*rating affirmed* secondo l'espressione di Standard&Poor’s e di

¹⁶ Standard&Poor’s usa anche la sigla N.M. (*not meaningful*); Moody’s usa anche l'espressione *under review*, equivalente al *watch* delle altre agenzie.

Fitch, ossia rating *confirmed* secondo la terminologia di Moody's¹⁷); generalmente, ma non necessariamente, si accompagna alla rimozione della società dalla *watch list*. La revisione del rating può intervenire anche senza alcun preavviso; talvolta in occasione del *rating action* l'agenzia rilascia anche l'*outlook*.

La revisione, a seconda dell'evento che le ha dato impulso, può riguardare solo uno dei vari (eventuali) giudizi, non essendo necessariamente monotona la relazione tra i diversi rating¹⁸.

3. L'EFFICIENZA INFORMATIVA DEL RATING: LE INDAGINI EMPIRICHE

Il filone di ricerche volto a verificare il contenuto informativo del rating annovera contributi che hanno analizzato sia la relazione tra i rendimenti di mercato delle obbligazioni societarie e i relativi rating, sia l'impatto delle revisioni dei rating sui prezzi di mercato dei titoli azionari e/o obbligazionari. Le ipotesi di fondo sono, rispettivamente, le seguenti: se il rating ha un contenuto informativo innovativo rispetto alle informazioni pubblicamente disponibili, allora la correlazione tra i rendimenti di mercato delle obbligazioni societarie e i relativi rating deve essere significativa; inoltre, se il rating è efficiente, le revisioni del giudizio devono avere un impatto significativo sui prezzi di mercato. D'altro canto, se il rating è basato, come ritiene un filone della letteratura, soprattutto su informazioni pubbliche e se i relativi aggiornamenti giungono con ritardo, allora gli interventi delle agenzie non

¹⁷ Moody's distingue tra *rating confirmation*, così come definita nel testo, e *rating affirmation*, che non conclude una *formal review* occasionale e può seguire: a una *review* annuale, all'annuncio di nuova informazione da parte della società, a un evento istituzionale o di mercato rilevante.

¹⁸ Può essere utile riprendere una tavola sulle corrispondenze dei rating a lungo termine e dei rating a breve termine rilasciati da Fitch con riferimento alle società non finanziarie, dalla quale emerge come non necessariamente a una variazione dei primi debba corrispondere una variazione dei secondi:

RATING A LUNGO TERMINE	RATING A BREVE TERMINE		
AAA	F1+		
AA+			
AA			
AA-			
A+		F1	
A			
A-		F2	
BBB+			
BBB			
BBB-			F3

Fonte: FitchRatings, Corporate Rating Methodology, 2001; www.fitchratings.com

dovrebbero produrre alcun effetto sui prezzi se il mercato è efficiente in forma semi-forte.

L'evidenza empirica disponibile riguarda prevalentemente la realtà statunitense. Con riferimento alla relazione tra rendimenti e rating delle obbligazioni, essa sembrerebbe confermare l'esistenza di una correlazione significativa, sebbene più contenuta in assenza di revisioni frequenti da parte delle agenzie (Ederington *et al.*, 1984).

Per quanto concerne la tempestività delle revisioni del rating e il relativo impatto sui prezzi di mercato, le analisi disponibili si differenziano a seconda che utilizzino dati mensili o giornalieri, che individuino le revisioni di rating annunciate (attraverso l'inserimento in una *watch list*) o meno, che valutino l'impatto della revisione con riferimento al prezzo dei soli titoli obbligazionari ovvero anche dei titoli azionari, che tengano conto del motivo della revisione, che differenzino gli emittenti per tipologia (banche *versus* società non finanziarie).

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

Il comportamento adattivo delle agenzie e, dunque, l'assenza di reazioni a variazioni dei rating viene rilevata anche da alcuni studi successivi¹⁹. Studi più recenti, invece, smentiscono parzialmente queste conclusioni. Hand *et al.* (1992) prendono in esame sia le revisioni di rating che l'inclusione nella lista di sorveglianza di Moody's e Standard&Poor's, distinguendo tra le revisioni precedute da *rumors* e notizie di stampa relative all'evento che ha motivato l'intervento dell'agenzia e revisioni "non contaminate". Con riferimento al campione dei watch, gli autori osservano variazioni significative dei prezzi dei titoli azionari solo nel caso di possibili downgrade²⁰, mentre invece i rendimenti delle obbligazioni sembrano reagire in maniera statisticamente significativa in ogni caso; le reazioni sono più accentuate nel sottocampione "non contaminato". Con riferimento alle variazioni effettive di rating, in linea di massima solo i declassamenti sembrano incidere in maniera significativa

¹⁹ Si vedano, in particolare, Pinches e Singleton (1978) e Wakeman (1978) che stimano l'impatto sui prezzi dei titoli obbligazionari e azionari.

²⁰ Questo risultato è conforme all'evidenza raccolta da Holthausen e Leftwich (1986), che stimano l'impatto sui prezzi dei titoli azionari di annunci relativi alla inclusione nella lista di sorveglianza ovvero alla revisione dei rating dei titoli obbligazionari.

sul corso di entrambe le categorie di titoli; le variazioni al rialzo, invece, producono un impatto significativo solo sui corsi delle obbligazioni.

Goh e Ederington (1993) osservano che non necessariamente un declassamento si traduce in una variazione concorde dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni di un emittente: si potrebbe registrare un effetto positivo per le prime e negativo per le seconde se, ad esempio, il motivo del *rating action* è legato a un'operazione che comporta un trasferimento di ricchezza dagli obbligazionisti agli azionisti. Per verificare questa ipotesi, gli annunci delle agenzie sono classificati in tre gruppi corrispondenti ad altrettante motivazioni: variazioni delle prospettive reddituali e/o finanziarie; variazioni nel livello di indebitamento; variazioni non riconducibili a nessuna delle motivazioni precedenti. Gli autori verificano che il mercato reagisce solo ai declassamenti dovuti alla prima motivazione, mentre nessuna reazione viene rilevata nel caso degli altri downgrade; per le variazioni al rialzo non si registra alcun effetto in nessun caso. La motivazione sembra dunque essere rilevante; si osservi, comunque, che gli annunci relativi a variazioni nel livello di indebitamento attengono generalmente a notizie già note al pubblico (ad esempio, fusioni e acquisizioni finanziate con debito): sorge quindi il dubbio che la reazione del mercato sia dovuta soprattutto all'annuncio dello specifico evento piuttosto che al *rating action*.

Indicazioni più robuste emergono dallo studio di Dichev e Piotroski (2001) che prendono in esame un campione di revisioni effettuate da Moody's dal 1970 al 1997. Gli autori conducono l'analisi distinguendo tra downgrade e upgrade e tra revisioni relative a società capogruppo e revisioni relative a società controllate. I risultati confermano la presenza di un impatto sui prezzi statisticamente significativo solo nel caso dei declassamenti, con un effetto più pronunciato nei mesi immediatamente successivi all'annuncio e statisticamente significativo fino al primo anno successivo alla revisione; l'effetto è inoltre più marcato per le capogruppo. Gli autori verificano, inoltre, che le reazioni ai downgrade sono ascrivibili all'inefficienza del mercato: l'impatto è infatti più pronunciato nel caso di emittenti di minori dimensioni o con merito di credito peggiore (i due fattori sono, comunque, correlati) poiché le relative variazioni del rating si traducono in consistenti revisioni del rischio di insolvenza. Per queste imprese, inoltre, i declassamenti anticipano un deterioramento della solidità dell'emittente, come rivelano le evidenze sui risultati di periodo e le revisioni di rating successivi.

Tra gli studi recenti che analizzano l'impatto delle revisioni del rating per i soli emittenti bancari, sono di un certo interesse Schweitzer *et al.* (1992) e Gropp e Richards (2001)²¹. Schweitzer *et al.* (1992) verificano l'ipotesi che gli aggiornamenti

²¹ Si ricordano anche Billet *et al.* (1998), che per un campione di holding bancarie statunitensi rilevano un impatto negativo e statisticamente significativo solo per i declassamenti, e Richards e Deddouche

dei giudizi delle agenzie possano produrre un effetto differente per le banche rispetto alle società non finanziarie in ragione dell'elevato grado di regolamentazione cui esse sono sottoposte e, dunque, della maggiore disponibilità di informazione al mercato. Se tale ipotesi fosse corretta, l'impatto medio per le banche dovrebbe essere inferiore a quello rilevato per altri settori di attività. L'evidenza per un gruppo di holding bancarie statunitensi mostra, tuttavia, che per i downgrade l'impatto è maggiore di quello mediamente registrato per le società non finanziarie: secondo gli autori, ciò deriverebbe dal fatto che le autorità di vigilanza prevenivano la completa diffusione dell'informazione negativa, che verrebbe invece incorporata e diffusa tramite i giudizi delle agenzie.

Gropp e Richards (2001) analizzano l'impatto di revisioni del rating ad opera di Moody's, Standard&Poor's e Fitch/IBCA sui titoli azionari e obbligazionari di 32 banche europee per il periodo 1989-2000. Gli autori, oltre a distinguere tra *rating actions* anticipati e no (tramite inserimento nella *watch list* ovvero cambiamento di outlook), tengono conto anche della motivazione della revisione e della eventuale discordanza tra i giudizi delle agenzie²². I risultati mostrano un impatto nullo sui prezzi dei titoli obbligazionari e un impatto statisticamente significativo ma modesto sui prezzi delle azioni; inoltre, la motivazione sembra essere rilevante, in quanto un declassamento legato al deterioramento delle prospettive reddituali si traduce in un calo dei prezzi, mentre quello motivato da un aumento del rischio induce la reazione opposta. L'analisi dei rendimenti anomali nei due mesi precedenti la revisione rivela l'assenza di variazioni significative dei prezzi: ciò induce gli autori a concludere che le revisioni hanno un contenuto informativo innovativo rispetto alle notizie già note al pubblico. Solo i cambiamenti di rating non anticipati, infine, producono un effetto sui prezzi; tale effetto sembrerebbe più consistente nel caso di revisioni concordanti con gli orientamenti delle altre agenzie.

Gli studi analizzati sinora concordano nell'evidenziare un'asimmetria nelle reazioni dei prezzi ai declassamenti e alle revisioni al rialzo dei rating: solo ai declassamenti, infatti, sembrerebbe corrispondere un impatto consistente e statisticamente significativo. Vassalou e Xing (2003) forniscono al proposito una spiegazione interessante. Con riferimento allo stesso campione di Dichev e Piotroski (2001), gli

(1999) che, con riferimento a un campione di banche dei paesi in via di sviluppo, non rilevano alcuna reazione dei prezzi ovvero rilevano reazioni contrarie al segno atteso.

²² Un'ulteriore classificazione distingue tra le revisioni precedute da *rumors* e notizie di stampa, nel giorno immediatamente precedente il *rating action*, relative a un evento che ha motivato l'intervento dell'agenzia e revisioni "non contaminate". Gli autori osservano correttamente che l'esclusione delle notizie contaminate può determinare una sottostima dell'impatto delle revisioni nella misura in cui la divulgazione di notizie da parte dell'emittente è stata stimolata dall'aspettativa dell'intervento dell'agenzia. In ogni caso, l'evidenza mostra un impatto significativo dei cambiamenti di rating anche nel caso di notizie "contaminate"; ciò segnalerebbe che per il mercato le revisioni hanno comunque un contenuto informativo.

autori calcolano un indicatore di probabilità di insolvenza e verificano che la reazione asimmetrica alle revisioni di rating al rialzo e al ribasso è dovuta a variazioni asimmetriche dell'indicatore di insolvenza. Tali variazioni, inoltre, sono di entità tale e si verificano con una frequenza tale da far supporre che il contenuto informativo del rating sia povero: la classificazione degli emittenti sulla base dei rating delle agenzie è replicabile da una classificazione fondata sulle dimensioni degli emittenti o su indicatori finanziari, quale ad esempio il *book to market value*. Ciò nonostante, le revisioni di rating e in particolar modo i downgrade avrebbero comunque un ruolo importante in quanto aggregano informazione e agiscono come un meccanismo di disciplina delle società.

Sebbene l'evidenza empirica non sia conclusiva, ci sono dunque elementi per ritenere che il rating abbia un contenuto informativo innovativo per il mercato, anche se in talune circostanze le revisioni possono non essere tempestive²³. Tra le ragioni alla base del ritardo, si annovera l'attitudine delle agenzie a rinviare interventi che potrebbero far precipitare situazioni di dissesto solo temporaneo in uno stato di crisi definitivo. L'esempio più frequentemente citato riguarda i cosiddetti *triggers*, ossia le clausole che subordinano al declassamento al grado di *speculative investment* l'obbligo di rimborso anticipato del prestito: in queste circostanze, le agenzie potrebbero rinviare il declassamento proprio per impedire l'applicazione del *trigger* (Johnson, 2003).

4. ANALISI DELLE REVISIONI DEL RATING PER IL CASO ITALIANO: LE IPOTESI DA VERIFICARE

Il ricorso al rating costituisce per gli emittenti italiani un fenomeno relativamente recente. Le banche sono i soggetti più attivi e interessati alla "certificazione" del proprio merito di credito da parte di soggetti esterni. Tra le agenzie, Standard&Poor's sembra essere in posizione dominante, per lo meno con riferimento al numero di rating emessi per soggetto (Tav.1):

²³ Le polemiche sulla mancanza di tempestività dei *rating actions* sono divampate negli Stati Uniti a seguito dei casi Enron e WorldCom, in occasione dei quali le maggiori agenzie sono state accusate di aver declassato il rating solo pochi giorni prima della dichiarazione di insolvenza degli emittenti. Johnson (2003) ha confrontato il percorso temporale delle revisioni di rating effettuate rispettivamente da Standard&Poor's e da Egan-Jones Ratings e ha rilevato come queste ultime abbiano anticipato le prime in maniera sistematica di almeno 21 giorni. In Italia, le polemiche si sono accese in occasione della crisi del Gruppo Parmalat, assistito dal rating di Standard&Poor's.

EMITTENTI ITALIANI ASSISTITI DA RATING
 QUOTATI O APPARTENENTI A GRUPPI QUOTATI
 (SITUAZIONE AL 7 AGOSTO 2003)

EMITTENTE	AGENZIA			
	CON ALMENO UN RATING ²	FITCH/IBCA	MOODY'S	S&P's
BANCHE	71	32	33	41
ASSICURAZIONI	13	4	1	10
SOCIETÀ NON FINANZIARIE	21	7	5	18
<i>TOTALE</i>	105	43	39	69

Fonte: www.borsaitaliana.it.

Il fenomeno è tuttavia destinato a crescere sotto la spinta di diversi fattori, di carattere sia istituzionale che congiunturale: si pensi, rispettivamente, agli effetti del Nuovo Accordo di Basilea e al fatto che la crisi di fiducia nel funzionamento dei mercati finanziari e nella correttezza dei comportamenti dei principali operatori potrebbe indurre un numero sempre maggiore di emittenti a segnalare la propria qualità sottoponendosi al giudizio delle agenzie.

Alla luce di tali verosimili sviluppi, i temi afferenti al contenuto informativo del rating sono destinati a divenire importanti anche per il mercato italiano. Il valore segnaletico del rating assume, infatti, rilievo in punto di *policy*, nell'ambito del dibattito riguardante la definizione di meccanismi di disciplina delle agenzie e l'impiego del rating nella regolamentazione finanziaria.

L'evidenza relativa ad altri paesi suggerisce l'opportunità di analizzare l'impatto delle revisioni dei rating sui prezzi azionari distinguendo tra quelle al rialzo, al ribasso e gli inserimenti nelle liste di sorveglianza. Questi ultimi, precedendo il cambiamento vero e proprio del giudizio, potrebbero produrre una variazione dei prezzi più consistente di quella determinata dalla successiva revisione. L'effetto sui prezzi dovrebbe poi essere più contenuto nel caso in cui l'evento che ha indotto l'agenzia a modificare il giudizio sia già noto al mercato. Risulta di un certo interesse verificare anche se la tipologia di emittente (finanziario e no) possa determinare differenze significative nelle reazioni del mercato ai *rating actions*: si potrebbe ipotizzare, ad esempio, che a parità di condizioni un downgrade riferito a una banca produca un impatto minore rispetto a quello relativo a una società non finanziaria se alla prima risulta applicabile il paradigma "*too big too fail*"; un altro motivo per il quale l'impatto per le banche potrebbe essere mediamente inferiore a quello rilevato per altri settori di attività consiste, secondo alcuni autori, nell'elevato grado di regolamentazione cui esse sono sottoposte e, dunque, nella maggiore disponibilità di informazione al mercato. Il motivo della revisione del rating potrebbe essere un

ulteriore elemento in grado di spiegare reazioni del mercato disomogenee: se un downgrade è dovuto a un peggioramento delle prospettive reddituali della società ci si può attendere, ad esempio, un effetto sui prezzi dei titoli azionari maggiore di quello ascrivibile a un declassamento legato a un aumento della leva finanziaria, visto che quest'ultimo evento corrisponderebbe a un trasferimento di rischio dagli azionisti agli obbligazionisti.

Alla luce di queste riflessioni, le ipotesi che si intende verificare con riferimento ai prezzi dei titoli azionari sono, pertanto, le seguenti:

- 1) esiste una differenza significativa tra la reazione dei prezzi conseguente a un upgrade e la reazione dei prezzi conseguente a un downgrade?
- 2) esiste una differenza significativa tra la reazione dei prezzi alle revisioni di rating anticipate, ossia precedute da un inserimento nella lista di sorveglianza o da un outlook concordanti, rispetto alla reazione a revisioni non anticipate?
- 3) è rilevante la circostanza in virtù della quale la revisione si riferisce a un evento già noto al mercato (cosiddetto *rating action* "contaminato")?
- 4) è rilevante la natura (finanziaria o meno) dell'emittente?
- 5) è rilevante il motivo della revisione?

Le domande 1) e 2) verranno esplorate con riferimento al campione dei watch, considerati nell'analisi anche come eventi autonomi, oltrechè indicatori utili a distinguere tra le revisioni anticipate e quelle non anticipate.

5. LA METODOLOGIA

La verifica della reazione dei prezzi di mercato alle variazioni del rating è stata effettuata utilizzando la nota metodologia dell'Event Study. Posto $t=0$ il giorno corrispondente alla revisione del rating, per ogni titolo incluso nel campione è stato stimato un modello di mercato con riferimento all'intervallo temporale definito dalla finestra $[-260, -21]$. Le stime sono state effettuate regredendo, per ogni titolo i , le variazioni giornaliere dei corsi (R_{it}) sulle variazioni dell'indice di mercato R_M ²⁴:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_M + u_{it}$$

²⁴ Le regressioni sono state effettuate utilizzando anche il rendimento dell'indice settoriale del titolo; i risultati non si discostano significativamente da quelli riportati nel testo.

I parametri così ottenuti sono stati utilizzati per calcolare gli extrarendimenti:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{Mt}$$

I rendimenti cumulati (Car) nella finestra $[t, T]$ sono definiti secondo la seguente espressione:

$$CAR_i(t, T) = \sum_{j=t}^T AR_{ij}$$

I Car relativi all'intero campione (di dimensioni pari a n) sono pari al valore medio dei Car dei singoli eventi:

$$CAR(t, T) = (1/n) \sum_{i=t}^n CAR_i(t, T)$$

Le tavole di cui al paragrafo 7 ne rappresentano l'evoluzione riportandone i valori per le finestre $[-20, -11]$, $[-10, -2]$, $[-1, +1]$, $[+2, +10]$ e $[-20, +1]$; in alcuni casi si riportano soltanto i valori relativi alla finestra $[-1, +1]$. Seguendo la letteratura, si è inoltre controllata la significatività statistica dei Car utilizzando diverse statistiche, in modo da verificare che i risultati ottenuti fossero robusti rispetto a ipotesi alternative circa la correlazione tra i diversi eventi²⁵.

6. IL CAMPIONE

Il campione comprende 299 revisioni di rating effettuate nel periodo 1° gennaio 1991 – 31 agosto 2003 da Fitch/IBCA, Moody's e Standard&Poor's. Tale campione è stato definito attingendo agli archivi di Bloomberg e delle agenzie di rating; per ogni *rating action*, inoltre, è stato consultato, ove disponibile, il comunicato rilasciato dalle agenzie per individuare il motivo della revisione; quale fonte integrativa è stato consultato l'archivio delle agenzie di stampa di Bloomberg.

I giudizi presi in esame sono riconducibili, dopo aver riconciliato le differenze terminologiche tra le varie agenzie, al rating sull'emittente, ossia al giudizio sul merito di credito complessivo della società.

²⁵ In particolare, sono stati impiegati i seguenti test: il sign-test, la statistica t di Patell (1976), la statistica t cross-sectional, la statistica t di Boehmer et al. (1991).

Le revisioni sono state classificate in upgrade, declassamenti e inserimenti nella lista di watch; questi ultimi, inoltre, sono stati suddivisi in 4 categorie come risulta dalla tabella seguente:

TAV. 2

REVISIONI DI RATING PER AGENZIA E TIPOLOGIA DI GIUDIZIO
(1° GENNAIO 1991 – 31 AGOSTO 2003)

AGENZIA	TIPOLOGIA DI GIUDIZIO						TOTALE
	DOWNGRADE	UPGRADE	WATCH NEGATIVO	WATCH POSITIVO	WATCH EVOLVING	WATCH RIMOSSO	
FITCH	36	10	13	8	2	7	76
MOODY'S	31	22	23	14		6	96
S&P	41	18	36	7	5	20	127
<i>TOTALE</i>	108	50	72	29	7	33	299

FONTE: Fitchratings, Ratings Interactive (Moody's), Ratings Direct (Standard & Poor's), Bloomberg.

Con riferimento alla composizione per agenzie, il campione delle revisioni di giudizio si presenta “sbilanciato” a favore di Standard&Poor's: ciò riflette il maggior grado di penetrazione di questa agenzia nel mercato italiano, come si è già avuto modo di verificare (Tav. 1).

Tra i *rating actions* prevalgono i declassamenti: in 7 casi essi hanno comportato il passaggio dalla categoria *investment grade* alla categoria *speculative*; tra gli upgrade, invece, il cambio di categoria è avvenuto solo in una circostanza. In 57 casi (corrispondenti a 26 revisioni di rating), due o più agenzie hanno modificato o messo sotto osservazione il giudizio rilasciato nei confronti di uno stesso emittente nella stessa giornata o in un arco temporale non superiore alla settimana: salvo un solo caso, le revisioni sono state sempre concordanti (perlomeno nella direzione). Infine, i declassamenti e le revisioni al rialzo si sono tradotti nella quasi totalità dei casi in variazioni contenute del rating (ossia di uno o due *notch*).

La prevalenza dei declassamenti trova corrispondenza nella maggiore frequenza dei watch negativi. Ai fini dell'analisi, la tipologia “watch rimosso” è stata inclusa nella classe degli upgrade o dei downgrade a seconda che il watch precedente fosse rispettivamente negativo o positivo; la tipologia “*watch evolving*” non è stata considerata un evento da analizzare singolarmente bensì un'indicazione utile per valutare se una data revisione di giudizio dovesse essere considerata anticipata (ossia annunciata dall'agenzia) o meno.

La maggior parte delle revisioni riguarda le banche (200 *versus* i 30 cambiamenti relativi a compagnie di assicurazione e i 69 riguardanti società non finanziarie; Tav. 3); ciò riflette la già ricordata distribuzione dei rating per tipologia di emittente. È opportuno osservare, tuttavia, che gli emittenti *corporate* considerati costituiscono un

campione rappresentativo delle società non finanziarie italiane che hanno emesso obbligazioni sul mercato italiano ed estero.

TAV. 3

REVISIONI DI RATING PER TIPOLOGIA DI EMITTENTE (1° GENNAIO 1991 – 31 AGOSTO 2003)				
TIPOLOGIA REVISIONE	EMITTENTE			TOT.
	BANCHE	ASSICURAZIONI	SOCIETÀ NON FINANZIARIA	
DOWNGRADE	64	14	30	108
UPGRADE	44	4	2	50
WATCH NEGATIVO	41	8	23	72
WATCH POSITIVO	25	1	3	29
WATCH EVOLVING	3	2	2	7
WATCH RIMOSSO	23	1	9	33
<i>TOTALE</i>	200	30	69	299

La ripartizione dei *rating actions* per anno riflette la crescente penetrazione delle agenzie di rating nel mercato finanziario italiano: in particolare, a partire dal 1998 si registra un incremento significativo della frequenza degli interventi delle agenzie per tutte le tipologie di revisione del giudizio (Tav. 4). È opportuno notare che più del 60% delle revisioni risulta successivo al 2000: ciò dovrebbe ridurre il rischio che i risultati dell'analisi possano essere inficiati da eventuali cambiamenti nei criteri di valutazione del merito di credito intervenuti nell'intervallo temporale considerato.

TAV. 4

REVISIONI DI RATING PER AGENZIA E TIPOLOGIA DI GIUDIZIO (1° GENNAIO 1991 – 31 AGOSTO 2003)							
ANNO	TIPOLOGIA DI GIUDIZIO						TOTALE
	DOWNGRADE	UPGRADE	WATCH NEGATIVO	WATCH POSITIVO	WATCH EVOLVING	WATCH RIMOSSO	
1991	1						1
1992	2		2				4
1993	8		4				12
1994	7		1				8
1995	9	1	3				13
1996	4	1	1	3		1	10
1997	1	4	1				6
1998	5	8	3	6	2	3	27
1999	3	8	9	5		8	33
2000	9	15	9	6	1	3	43
2001	14	3	9	2	4	7	39
2002	28	5	22	5		8	68
2003 (GEN-AG)	17	5	8	2		3	35
<i>TOTALE</i>	108	50	72	29	7	33	299

È opportuno distinguere tra le revisioni che sono state anticipate (ossia precedute dall'inclusione nell'apposita *watch list* ovvero da un outlook concordante) e quelle che sono state effettuate senza alcun preavviso. Dalla Tav. 5 emerge che i downgrade risultano anticipati nel 70% dei casi circa, mentre la percentuale si abbassa al 48% per gli upgrade; con riferimento ai watch, a parte l'ovvio riscontro di anticipazione per tutti i watch rimossi, la revisione del giudizio è preannunciata dall'agenzia solo in pochi casi:

TAV. 5

REVISIONI DI RATING ANTICIPATE DA WATCH O OUTLOOK (1° GENNAIO 1991 – 31 AGOSTO 2003)			
TIPOLOGIA	REVISIONE DI GIUDIZIO ANTICIPATA		TOTALE
	SÌ	NO	
DOWNGRADE	75	33	108
UPGRADE	24	26	50
WATCH NEGATIVO	9	63	72
WATCH POSITIVO	2	27	29
WATCH EVOLVING	--	7	7
WATCH RIMOSSO	33	--	33
<i>TOTALE</i>	143	156	299

In 188 casi, inoltre, le revisioni di rating sono state precedute e/o accompagnate dalla pubblicazione di una notizia sull'emittente o da un annuncio da parte dell'emittente stesso concernente l'evento che ha motivato l'intervento delle agenzie (campione "contaminato"). Ignorare questo fenomeno potrebbe condurre a risultati fuorvianti, ossia a una sovrastima dell'impatto del *rating action* sui prezzi di mercato. D'altro canto, non sarebbe corretto escludere dall'analisi i casi preceduti da notizie stampa: se gli annunci da parte degli emittenti fossero stati sollecitati anche dall'aspettativa di un *rating action*, l'esclusione di questi casi potrebbe indurre una distorsione delle stime verso il basso. Risulta opportuno, dunque, includere anche queste osservazioni, pur verificando se e in quale misura l'impatto sui prezzi è differente rispetto a quello rilevato per il campione "non contaminato".

Un'ultima classificazione concerne, infine, le motivazioni che hanno indotto le agenzie a rivedere il giudizio. La letteratura ha messo in evidenza che l'effetto dei *rating actions* può essere differente a seconda della tipologia di evento che lo ha determinato. Nel presente lavoro, seguendo Goh e Ederington (1993) sono state individuate 3 tipologie di motivazioni. La prima è riconducibile a fatti che hanno determinato un peggioramento delle prospettive reddituali dell'emittente e può essere dovuta a fenomeni congiunturali e/o istituzionali, a variazioni della posizione competitiva della società, a ristrutturazioni; la seconda è legata a fenomeni che

incidono sulla leva finanziaria e sul livello di rischiosità dell'emittente, ossia prevalentemente ad acquisizioni e fusioni; la terza è di tipo residuale²⁶. La distribuzione delle revisioni per motivazione è riportata di seguito:

TAV. 6

REVISIONI DI RATING PER MOTIVAZIONE (1° GENNAIO 1991 – 31 AGOSTO 2003)				
TIPOLOGIA REVISIONE	MOTIVAZIONE			TOT.
	PROSPETTIVE REDDITUALI	FUSIONI/ ACQUISIZIONI	ALTRO	
DOWNGRADE	53	30	25	108
UPGRADE	19	24	7	50
WATCH NEG.	22	37	13	72
WATCH POS.	2	24	3	29
WATCH EV.	2	5	--	7
WATCH RIM.	12	19	2	33
<i>TOTALE</i>	<i>110</i>	<i>139</i>	<i>50</i>	<i>299</i>

7. I RISULTATI

7.1 DECLASSAMENTI E REVISIONI AL RIALZO

I risultati riportati nella Tav. 7 permettono di confrontare l'impatto degli upgrade con quello dei downgrade (in neretto i valori che risultano significativi a un livello pari ad almeno il 10%) e dunque di rispondere alla prima domanda riportata nel paragrafo 4:

- 1) *Esiste una differenza significativa tra la reazione dei prezzi conseguente a un upgrade e la reazione dei prezzi conseguente a un downgrade?*

²⁶ Questa classificazione ha inoltre permesso di verificare se l'intervento dell'agenzia fosse determinato da un evento già noto al mercato (ad esempio, annuncio di fusioni, acquisizioni, opa etc.): in tal caso, l'impatto sui prezzi di mercato potrebbe essere contenuto o nullo in corrispondenza dell'annuncio della revisione e dovrebbe invece essere significativo nei giorni precedenti (quando la notizia relativa all'evento viene divulgata).

TAV. 7

CAR DELLE REVISIONI DI RATING:
UPGRADE VERSUS DOWNGRADE¹

FINESTRA	TIPOLOGIA DI REVISIONE	
	DOWNGRADE	UPGRADE
[- 20, -11]	-1,013	1,161
[-10, -2]	0,092	0,519
[-1, +1]	-0,619	0,582
[+ 2, +10]	-0,122	1,843
[+11, +20]	0,122	0,941
<i>N</i>	108	62

¹Valori percentuali.

Sul piano qualitativo, i risultati non si discostano dall'evidenza rilevata per altri paesi: nella finestra temporale [- 1, +1] solo i Car corrispondenti ai declassamenti sono statisticamente significativi; l'impatto è tuttavia modesto (-0,6 punti percentuali). Per quanto riguarda gli upgrade, si rileva un impatto statisticamente significativo nel periodo successivo all'annuncio della revisione (+1,8 e +0,9 punti percentuali rispettivamente nelle finestre [+2 +10] e [+11 +20]): tale risultato potrebbe segnalare un fenomeno di *underreaction* da parte del mercato.

Con riferimento al periodo precedente l'annuncio, si registrano Car statisticamente significativi e del segno atteso solo nella finestra [-20, - 11]: ciò potrebbe essere legato alla presenza di revisioni anticipate da *watch*. I risultati di cui alla Tav. 8 offrono sostegno a questa ipotesi e forniscono una risposta affermativa alla seconda domanda che ci si è posti:

- 2) *Esiste una differenza significativa tra la reazione dei prezzi alle revisioni di rating anticipate, ossia precedute da un rating watch o da un outlook concordanti, rispetto alla reazione a revisioni non anticipate?*

TAV. 8

CAR DELLE REVISIONI DI RATING PRECEDUTE DA WATCH¹

FINESTRA	TIPOLOGIA DI REVISIONE			
	DOWNGRADE		UPGRADE	
	ATTESI	NON ATTESI	ATTESI	NON ATTESI
[-20, -11]	-1,223	-0,563	1,353	0,728
[-10, -2]	-0,068	0,438	0,616	0,297
[-1, +1]	-0,717	-0,409	0,820	0,043
[+ 2, +10]	-0,649	1,010	1,173	3,357
[+11, +20]	-0,021	0,430	1,043	0,711
<i>N</i>	73	34	43	19

¹Valori percentuali.

I Car [-20, -11] sono statisticamente significativi solo per il sottocampione delle revisioni (sia al ribasso che al rialzo) attese; solo per questo sottocampione, inoltre, l'effetto sui prezzi risulta statisticamente significativo (salvo l'eccezione relativa al Car [+2 +10] stimato per gli upgrade)²⁷. Il risultato non concorda con quanto rilevato nella letteratura relativa al mercato statunitense, che mostra una reazione dei prezzi sistematicamente più accentuata in corrispondenza degli interventi delle agenzie non preannunciati. Si è cercato pertanto di verificare quali circostanze possono spiegare l'evidenza per il campione in esame. Seguendo Gropp e Richards (2001), si è proceduto a stimare gli extrarendimenti anomali per sottogruppi di osservazioni, ottenuti estraendo gli eventi a seconda che siano stati o meno preceduti da watch e a seconda delle motivazioni del *rating action*. Premesso che le dimensioni dei sottocampioni così ottenuti sono troppo piccole per l'inferenza statistica, è opportuno rilevare che per il sottocampione dei downgrade la motivazione sembrerebbe essere importante, essendo i Car statisticamente significativi e maggiori nel caso di revisioni inattese se la ragione dell'intervento dell'agenzia è costituita da un peggioramento delle prospettive reddituali dell'emittente. Un'ulteriore verifica è stata effettuata con riferimento alla distribuzione dei *rating actions* rispetto al fatto che fossero stati preceduti dalla divulgazione del motivo che ha indotto la revisione. Ciò si è verificato nel 70% circa dei casi per il sottocampione delle revisioni attese e solo nel 20% dei casi per il sottocampione delle revisioni inattese. Risulterebbe plausibile, dunque, ritenere che la significatività dei rendimenti anomali stimati per il campione dei cambiamenti di rating preannunciati da un watch sia guidata soprattutto dalla diffusione dell'evento che ha motivato l'intervento delle agenzie.

La tavola che segue conferma questa ipotesi e risponde alla terza domanda:

- 3) *È rilevante la circostanza in virtù della quale la revisione si riferisce a un evento già noto al mercato (cosiddetto rating action "contaminato")?*

²⁷ Il valore mediano del numero di giorni che intercorrono tra il watch e l'effettiva revisione del rating è pari a 121 giorni per il sottocampione dei downgrade e a 170 giorni per il sottocampione degli upgrade.

CAR DELLE REVISIONI DI RATING
PRECEDUTE DA NOTIZIE PUBBLICHE¹

FINESTRA	TIPOLOGIA DI REVISIONE			
	DOWNGRADE		UPGRADE	
	SÌ	NO	SÌ	NO
[- 20, -11]	-0,292	-1,742	0,745	1,666
[- 10, -2]	-0,082	0,473	0,608	0,410
[- 1, +1]	-0,943	-0,186	0,772	0,351
[+ 2, +10]	-1,223	1,018	1,331	2,463
[+11, +20]	-0,835	1,233	1,221	0,602
<i>N</i>	58	49	34	28

¹Valori percentuali.

I Car della Tav. 9 sembrerebbero suggerire una risposta positiva. Sia per i downgrade che per gli upgrade (sebbene con riferimento a finestre temporali differenti) i Car sono statisticamente significativi e generalmente maggiori solo nel caso di *rating action* preceduti dalla pubblicazione della notizia che ha motivato l'intervento delle agenzie. Ciò sembrerebbe confermare la tesi secondo la quale le reazioni dei prezzi registrate in corrispondenza dei *rating actions* sono dovute alla divulgazione di notizie precedenti più che al *rating action* in sé.

Le ultime questioni sollevate nel paragrafo 4 sono le seguenti:

4) *È rilevante la natura (finanziaria o meno) dell'emittente?*

5) *È rilevante il motivo della revisione?*

La natura finanziaria dell'emittente sembra essere importante solo per i downgrade: per questo gruppo di rating action solo il Car [-1 +1] delle società finanziarie è statisticamente significativo (benché inferiore rispetto a quello rilevato per le società non finanziarie): questo risultato, tuttavia, potrebbe essere determinato dallo squilibrio tra i due sottogruppi, essendo quello relativo alle banche più numeroso.

CAR DELLE REVISIONI DI RATING PER TIPOLOGIA
DELL'EMITTENTE E PER MOTIVO NELLA FINESTRA [-1 +1]¹

TIPOLOGIA DI REVISIONE		
	DOWNGRADE	UPGRADE
CAR PER TIPOLOGIA DI EMITTENTE		
FINANZIARIO ²	-0,482	0,553
<i>N</i>	78	53
NON FINANZIARIO	-0,986	0,750
<i>N</i>	29	9
CAR PER MOTIVO DELLA REVISIONE		
PROSP. REDD.	-0,384	0,191
<i>N</i>	49	27
FUS./ACQUIS.	-1,068	0,814
<i>N</i>	31	29
ALTRO	-0,529	1,219
<i>N</i>	27	6

¹Valori percentuali. ²Include banche e assicurazioni.

Anche il motivo della revisione sembra rilevare solo nell'ambito dei declassamenti: il mutamento degli assetti proprietari e del conseguente livello di indebitamento dell'emittente comporta un impatto sui prezzi maggiore e statisticamente significativo: è opportuno sottolineare, comunque, che questo sottocampione riguarda soprattutto revisioni precedute da un annuncio dell'emittente. Il sottocampione degli upgrade esibisce sempre Car non significativi.

7.2 INSERIMENTI NELLE LISTE DI SORVEGLIANZA

L'analisi di cui sopra è stata replicata in parte per il sottocampione dei *rating actions* consistenti nei watch. I risultati sono concordi con l'evidenza rilevata con riferimento ad altri mercati.

In particolare, nella finestra [-1, +1] solo i rating watch negativi esibiscono un Car statisticamente significativo e pari a -1,3% circa; la suddivisione del sottocampione dei watch negativi in due gruppi a seconda che l'evento alla base dell'intervento dell'agenzia fosse già stato divulgato al mercato o meno rivela, inoltre, che l'impatto sui prezzi nella finestra [-1, +1] è maggiore per i watch preceduti da notizie pubbliche (-2,7% *versus* -1,5% rilevato per i watch non preceduti da notizie). Questo risultato potrebbe fornire sostegno all'ipotesi secondo la quale è la pubblicazione in sé di un determinato evento societario piuttosto che l'inclusione nella lista di sorveglianza a produrre una significativa variazione dei prezzi: tale conclusione non può tuttavia ritenersi robusta visto l'esiguo numero di eventi (pari a 19) incluso nel sottocampione dei watch negativi preceduti da notizia pubblica;

inoltre, il fatto che anche per l'altro gruppo (watch negativi non preceduti da notizia pubblica) si registri un Car[-1, +1] statisticamente significativo indica che il mercato assegna comunque un peso agli interventi delle agenzie.

TAV. 11

CAR DEI RATING WATCH ¹		
TIPOLOGIA DI REVISIONE		
FINESTRA	NEGATIVO	POSITIVO
<i>INTERO CAMPIONE</i>		
[- 20, -11]	-0,574	0,988
[- 10, -2]	0,023	1,311
[- 1, +1]	-1,345	0,616
[+ 2 +10]	-0,253	-2,047
[+11, +20]	-0,308	-0,812
<i>N</i>	65	17
<i>SOTTOCAMPIONE DEI RATING WATCH NEGATIVI</i>		
	PRECEDUTI DA	NON PRECEDUTI DA
	NOTIZIE PUBBLICHE	NOTIZIE PUBBLICHE
[- 20, -11]	0,959	-1,207
[- 10, -2]	-0,459	0,223
[- 1, +1]	-2,693	-1,474
[+ 2, +10]	-5,818	0,292
[+11, +20]	-5,819	0,262
	19	46

¹Valori percentuali.

8. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

I risultati dell'analisi empirica sembrerebbero fornire sostegno alla tesi più accreditata in letteratura in base alla quale gli interventi delle agenzie hanno, generalmente, un contenuto informativo modesto per il mercato. Con riferimento al campione considerato, l'impatto sui prezzi azionari è più accentuato per le revisioni che seguono la divulgazione della notizia che motiva il *rating actions*: risulta quindi difficile isolare l'effetto sui prezzi dovuto alla revisione da quello dovuto all'annuncio dell'evento societario.

È opportuno sottolineare, comunque, che l'evidenza di un contenuto informativo basso o nullo non è generalizzata: l'inserimento nelle liste di sorveglianza (soprattutto se con implicazioni negative) sembrerebbe essere associato a un effetto sui prezzi maggiore di quello ascrivibile ai cambiamenti effettivi del giudizio.

La contenuta tempestività dei rating potrebbe, inoltre, essere spiegata anche alla luce del fatto che l'orizzonte temporale rispetto al quale le agenzie di rating valutano la probabilità di insolvenza di un emittente è più lungo di quello incorporato nei prezzi

azionari. Questi ultimi, infatti, riflettono gli scambi posti in essere da operatori che mirano a conseguire un profitto di breve termine e sono più reattivi e volatili dei giudizi delle agenzie, che viceversa discendono da un metodo di valutazione di medio/lungo termine. La maggior parte delle agenzie, infatti, adottano il cosiddetto approccio *through the cycle*, che mira a quantificare la resistenza dell'emittente “al punto di minimo del ciclo economico”, oppure “ad un intero ciclo economico”²⁸: di conseguenza, solo le notizie suscettibili di modificare le prospettive di medio-lungo termine dell'emittente si traducono in un *rating action*.

I risultati ottenuti e le evidenze raccolte offrono interessanti spunti di riflessione afferenti taluni aspetti di *policy*. Si tratta rispettivamente della trasparenza dei processi di valutazione del merito di credito e dell'utilizzo del rating quale strumento di tutela del piccolo investitore.

Quanto al primo aspetto, l'evidenza circa le difformità dei criteri di giudizio, talvolta anche all'interno di una stessa agenzia per settori, intervalli temporali e aree geografiche diverse, rende opportune iniziative regolamentari volte a sancire principi di obiettività, rigore e trasparenza dei processi di rating, nonché di tempestività della divulgazione del giudizio. In tal senso si muovono i già ricordati principi Iosco del settembre 2003, i requisiti stabiliti dalla proposta del Nuovo Accordo di Basilea per il riconoscimento delle agenzie e le iniziative avviate dalla Sec²⁹.

Quanto al secondo aspetto, sebbene i risultati circa l'efficienza informativa del rating non siano univoci, non si può negare il valore segnaletico di tale indicatore sintetico del merito di credito dell'emittente. Il rating potrebbe, dunque, costituire uno strumento informativo per il piccolo investitore, anche nel caso in cui l'agenzia si limita a valutare gli effetti di un evento societario già noto al mercato. L'evidenza raccolta circa la diversità di definizione e la molteplicità dei giudizi rilasciati dalle agenzie suggerisce, tuttavia, che in talune circostanze il rating potrebbe non essere di agevole e immediata comprensione per il piccolo investitore.

Alla luce di queste considerazioni, le argomentazioni di quanti hanno indicato nel rating uno degli strumenti prioritari di tutela degli investitori meritano un'attenta riflessione. A prescindere da valutazioni sull'opportunità di utilizzare il rating nella regolamentazione dei mercati finanziari non si può trascurare, infine, il fatto che tale utilizzo renderebbe opportuno l'assoggettamento delle agenzie di rating a una regolamentazione più stringente di quella attuale secondo gradi e modalità che solo un'approfondita analisi costi-benefici possono aiutare a determinare.

²⁸ Per maggiori dettagli sui diversi orizzonti temporali che possono sottendere l'emissione dei rating si veda Treacy e Carey (1998).

²⁹ Si vedano, rispettivamente, Iosco (2003), Basel Committee (2003), Sec (2003).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Altman, E. e Kao, D.L. (1992), "The Implications of Corporate Bond Ratings Drift", *Financial Analyst Journal*, (May/June), pp. 64-75.

Ammer, J. e F. Packer (2000), "How Consistent Are Credit Ratings? A Geographic and Sectoral Analysis of Default Risk", Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper No. 668, disponibile al sito <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstractid=232909>.

Basel Committee on Banking Supervision (2000), *Credit Ratings and Complementary Sources of Credit Quality Information*, WP n. 3, August.

_____ (2003), *The New Basel Capital Accord, The Second Consultative Document*, April.

Billet, M., Garfinkel J. e O'Neal E. (1998), "The Cost of Market Versus Regulatory Discipline in Banking", *Journal of Financial Economics* 48, pp. 333-358.

Blume, M.E., F. Lim e A.C. MacKinlay (1998), "The Declining Credit Quality of US Corporate Debt: Myth or Reality", *Journal of Finance*, 53, n. 4, 1389-1413.

Boehmer, E., A. Poulsen and J. Musumeci (1991), "Event Study Methodology under Conditions of Event-Induced Variance", *Journal of Financial Economics*, 30, 253-272.

Cantor R. e F. Packer (1994), "The Credit Rating Industry", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 19, n. 2.

_____ (1997), "Multiple Ratings and Credit Standards: Differences of Opinion in the Credit Rating Industry", *Journal of Banking and Finance*, 52, n. 4, 1395-1417.

Crouhy M., D. Galai e R. Mark (2001), "Prototipe Risk Rating System", *Journal of Banking and Finance*, 25, n.1, 47-95.

Dichev I.D. e J.D. Piotroski (2001), "The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes", *The Journal of Finance*, vol. 56, n. 1, 173-203.

- Ederington, L.H. (1986), "Why Split Rating Occurr", *Financial Management*, Spring, 37-47.
- Ederington, L.H., J.B. Yawitz e B.E. Roberts (1984), "The Informational Content of Bond Ratings", NBER Working Paper No. 1323, April.
- Estrella A., S. Park, S. Peristiani (1999), "Capital Ratios and Credit Ratings as Predictors of Bank Failures", Working Paper, Federal Reserve Bank of New York.
- Goh, J.C. e L.H. Ederington (1993), "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?", *Journal of Finance*, 48, 2001-2008.
- Gropp, R. e A.J.Richards (2001), "Rating Agencies Actions and the Pricing of Debt and Equity of European Banks: What Can We Infer about Private Sector Monitoring of Bank Soundness?", Working Paper n. 76, European Central Bank.
- Hand J.R.M., R.W. Holthausen e R.W. Leftwich (1992), "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices", *The Journal of Finance*, 47, n. 2, 733-752.
- Holthausen, R. e R. Leftwich (1986), "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, 17, 57-89.
- Iosco (2003), *Iosco Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, www.iosco.org/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf, 25 settembre.
- Johnson R. (2003), "An Examination of Rating Agencies' Actions Around the Investment-Grade Boundary", *Federal Reserve of Kansas City*, RWP 03-01.
- Moody's (1999), *Rating Methodology. The Evolving Meaning of Moody's Bond Ratings*. Moody's Investor Service, August, <http://www.moodys.com>.
- _____ (2002), "Default & Recovery Rates of European Corporate Bond Issuers, 1985-2001", Special Comment (July).
- Patell, J. (1976), "Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behaviour: Empirical Tests", *Journal of Accounting Research*, 14, 246-76.
- Pinches, G. e J. Singleton, (1978), "The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes", *Journal of Finance*, 33, n. 1, 29-44.

Resti A. e C. Omacini (2001), “Che cosa determina i rating creditizi delle aziende europee? Un’analisi econometria”, *Banche e Banchieri*, 28, n. 3, 197-216

Richards, A. e Deddouche D. (1999), “Bank Rating Changes and Bank Stock Returns – Puzzling Evidence from the Emerging Markets”, IMF Working Paper No WP/99/151, November.

Schweitzer, R., Szewczyk S. e Varma R. (1992), “Bond Rating Agencies and Their Role in Bank Market Discipline”, *Journal of Financial Services Research* 6, pp. 249-263.

Sec (2003), “Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets”, 24 January, disponibile al sito www.sec.gov.

Treacy, F. e M.S. Carey (1998), “Credit Risk Rating at Large U.S. Banks”, *Federal Reserve Bulletin*, 1999, 897-921.

Vassalou, M. e Y. Xing (2003), “Equity returns following changes in default risk: New insights into the informational content of credit ratings”, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 326. <http://ssrn.com/abstract=413905>

Wakeman, L. (1978), “Bond Rating Agencies and the Capital Markets”, Working Paper, University of Rochester N.Y.

Weinstein, M. (1977), “The Effect of a Rating Change Announcement on Bond Price”, *Journal of Financial Economics*, 5, 329-350.

TAV. A.1					
TIPOLOGIA DI GIUDIZI PER CATEGORIA DI RISCHI					
STANDARD&POOR'S		MOODY'S		FITCH/IBCA	
CREDIT	NON CREDIT	CREDIT	NON CREDIT	CREDIT	NON CREDIT
<i>GENERALI</i>	<i>FONDI COMUNI</i>	<i>GENERALI</i>	<i>FONDI COMUNI</i>	<i>GENERALI</i>	<i>FONDI COMUNI</i>
Long-term issue	Bond fund credit quality and volatility	Long-term obligations	Market risk	International credit (L/t e S/t)	Managed Fund Credit
Short-term issue		Medium-term note	Portfolio Investment Quality		National Managed Fund Credit and volatility (per i paesi con rating < AAA)
Issuer ratings (L/t e S/t)	<i>ALTRI</i>	Short-term	<i>ALTRI</i>		<i>ALTRI</i>
Dual ratings (nel caso di obbligazioni con un'opzione put o una demand feature)	Structured Finance Servicer	Issuer ratings	Management Quality		Cash flow bond
<i>SPECIFICI PER SETTORE</i>		<i>SPECIFICI PER SETTORE</i>	<i>SERVICER QUALITY</i>	<i>SPECIFICI PER SETTORE</i>	<i>SERVICER QUALITY</i>
Money Market fund		US Municipal and tax-exempt	Lloyd's syndicate performance and volatility	Bank individual	Asset Management
Insurance Financial Strength (L/t e S/t)		US Municipal short-term debt and demand obligations		Bank support	Collateralized debt obligations (CDO) Asset Manager
Financial Enhancement		Senior implied ratings		Insurer Financial Strength (L/t e S/t)	
Bank Survivability Assessment		Speculative grade liquidity		National	
Municipal issue		Bank Deposit (L/t e S/t)			
National		Bank Financial Strength			
Sovereign		Insurance Financial Strength (L/t e S/t)			
		Money Market and bond fund			
		National			
		Sovereign			
		Country ceilings			

ALCUNE TIPOLOGIE DI GIUDIZIO PER CATEGORIA DI EMITTENTI
(SOCIETÀ NON FINANZIARIE, BANCHE E COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE)

	STANDARD&POOR'S		MOODY'S		FITCH/IBCA	
	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE
SOCIETÀ NON FINANZIARIE E ALTRI EMITTENTI	<u>Issuer credit rating</u> : giudizio sul merito di credito complessivo; AAA – SD e D	Fornite dalla società o da altre fonti ritenute affidabili; possibile uso di <i>unaudited information</i>	<u>Senior implied rating</u> : generalmente usato per emittenti non finanziari di tipo <i>speculative</i> . È assegnato al gruppo (consolidato) come se avesse una singola classe di debito; Aaa – C <u>Issuer rating</u> : giudizio sul merito di credito relativamente a senior unsecured financial obligations (che può essere junior nella sua struttura di capitale); Aaa – C	Fornite dalla società o da altre fonti ritenute affidabili; possibile uso di <i>unaudited information</i>	<u>International credit</u> : giudizio sul merito di credito complessivo; Long term: AAA – D Short term: F1 - D	Fornite dalla società o da altre fonti ritenute affidabili; possibile uso di <i>unaudited information</i>

STANDARD&POOR'S		MOODY'S		FITCH/IBCA		
SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	
BANCHE	<u>Bank survivability assessment</u> : giudizio sulla continuità aziendale, a prescindere da situazioni di insolvenza; AAA – CC; R	Fornite dalla società o da altre fonti ritenute affidabili; possibile uso di <i>unaudited information</i> ¹	<u>Bank deposit rating</u> : giudizio sulla capacità di far fronte alle passività costituite dai depositi; Long term: Aaa – C; Short term: P-1 – P-3; – NP (Not Prime) Possono essere rilasciati sia per la valuta nazionale che estera	Capacità finanziaria; fattori di sostegno esterno (impliciti ed espliciti); non si tiene conto di eventuali fondi di garanzia	<u>Support rating</u> : giudizio sul possibile e tempestivo sostegno esterno in caso di necessità. È solo uno degli elementi rilevanti per il long term e short term debt rating; 1 - 5	Enfasi su assetti proprietari (vengono considerati rilevanti solo le partecipazioni da parte dello Stato o di Investitori istituzionali)
			<u>Bank Financial Strength</u> : indicatore della solidità intrinseca della banca, a prescindere dalla <i>safety net</i> . È una misura della probabilità che sia necessario un intervento esterno (pubblico o privato); A - E	Solo fattori – finanziari e di <i>business</i> - riguardanti la singola banca	<u>Individual rating</u> : giudizio sulla solidità intrinseca della banca nell'ipotesi che la banca sia completamente indipendente; A – E;	

	STANDARD&POOR'S		MOODY'S		FITCH/IBCA	
	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE
COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE	<u>Insurance Financial Strength</u> ² : giudizio sulla capacità di adempiere agli impegni nei confronti degli assicurati; AAA - R	Fornite dalla società o da altre fonti ritenute affidabili; possibile uso di <i>unaudited information</i>	<u>Insurance Financial Strength</u> ² : giudizio sulla capacità di adempiere agli impegni nei confronti degli assicurati; Long term: Aaa - C; Short term: P-1 - P-3; - NP (Not Prime)	Posizione di mercato, business franchise, variabili finanziarie; variabili di contesto microeconomico (<i>operating environment</i>)	<u>Insurance Financial Strength</u> ² : giudizio sulla capacità di adempiere agli impegni nei confronti degli assicurati; AAA - D	Posizione di mercato, variabili finanziarie; <i>balance sheet strenght</i> ; qualità del management, redditività operativa; sostenibilità nel lungo periodo
	<u>Insurer Financial Enhancement Ratings</u> : tiene conto anche della natura degli impegni e delle garanzie che li assistono; AAA - R	Enfasi su capitale e liquidità				Redditività; livello di patrimonio; franchise; management; <i>operating environment</i> ; variabili previsionali. Il suffisso (s) indica che l'informazione usata è prevalentemente quella pubblicamente disponibile.

Fonte : siti Internet delle agenzie di rating. ¹ Rispetto all'*issuer credit rating*, questo giudizio pone maggiore enfasi su fattori concernenti la quota di mercato e la forza finanziaria, gli assetti proprietari e l'intervento statale. Può essere uguale o superiore all'*issuer credit rating*. ² Tale giudizio è noto anche come *claim-paying ability rating*.

GIUDIZI SULLE SINGOLE EMISSIONI

GIUDIZI	SIGNIFICATO E SCALA	INFORMAZIONI USATE
<i>SINGOLI PRESTITI: BOND RATING</i>		
STANDARD&POOR'S	Giudizio sulla capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale di uno specifico prestito. Può essere temporaneo (<i>provisional: p</i>), ossia condizionale all'esito positivo del progetto sottostante finanziato dal prestito; non valuta la probabilità di fallimento del progetto Long term (> 1 anno): AAA – D Short term (< 1 anno): A-1– D	Si tiene conto anche della natura e delle garanzie che assistono l'emissione, oltre alle caratteristiche dell'emittente. Se l'informazione usata è prevalentemente pubblica, il rating è accompagnato dal suffisso <i>pi</i> .
MOODY'S	<u>Debt rating</u> : capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale di uno specifico prestito (a tasso fisso). Tiene conto sia della probabilità di insolvenza che della perdita subita data l'insolvenza. Long term (> 13 mesi): Aaa – C Short term (<=13 mesi): P-1 – P-3; – NP (Not Prime) ¹	
FITCH/IBCA	<u>International credit rating</u> : capacità di pagare gli interessi e rimborsare il capitale di uno specifico prestito; Long term: AAA – D Short term: F1 - D	
<i>PRESTITI BANCARI: BANK LOAN RATING</i>		
MOODY'S	A differenza dei rating su prestiti obbligazionari, si tiene conto della probabilità di insolvenza e della perdita attesa, data l'insolvenza. La scala è identica a quella dei <i>bond rating</i>	Metodologia e informazioni parzialmente coincidenti a quelle usate per i <i>bond rating</i> ; una valutazione ulteriore deve essere effettuata per calcolare la perdita attesa.
¹ A questa categoria di emittenti sono assegnati i cosiddetti <i>Speculative Grade Liquidity Ratings</i> (SGL-1 – SGL-4), che valutano la capacità di generare internamente flussi di cassa e di attingere a fonti esterne per far fronte alle obbligazioni a medio termine.		

SCALA DEI GIUDIZI RELATIVI AL MERITO DI CREDITO DELL'EMITTENTE
(LUNGO TERMINE – L/T – *VERSUS* BREVE TERMINE – B/T)

	STANDARD&POOR'S		MOODY'S		FITCH/IBCA	
CAPACITÀ DI ONORARE LE SCADENZE	L/T ¹	B/T	L/T ²	B/T	L/T ¹	B/T
	<i>Investment grade</i>					
Estremamente elevata	AAA	A-1+	Aaa	n.a.	AAA	F1+
Molto alta	AA		Aa	n.a.	AA	
Alta	A	A-1	A	n.a.	A	F1
Soddisfacente		A-2	Baa	n.a.		F2
Adeguate	BBB	A-3		n.a.	BBB	F3
	<i>Speculative</i>					
Meno vulnerabile nel b/t (nella classe speculativa)	BB		Ba	n.a.	BB	
Vulnerabile/dubbia nel b/t (ma non al presente)	B	B	B	n.a.	B	B
Al presente vulnerabile	CCC	C	Caa	n.a.		
Al presente molto vulnerabile	CC		Ca	n.a.	CCC/ CC / C ³	C / D ⁴
Insolvenza/ Perdita attesa	SD e D ⁵	D ⁵	C	n.a.	DDD, DD, D ⁶	
	R ⁷	R ⁷				
	N.R. ⁸	N.R. ⁸				N.R. ⁸

Fonte : siti Internet delle agenzie di rating. ¹Categorie intermedie a quelle riportate vengono individuate aggiungendo “-“ o “+”.
²Categorie intermedie a quelle riportate vengono individuate aggiungendo 1, 2 o 3. ³CCC: l'insolvenza è una reale possibilità; CC: l'insolvenza appare probabile; C: l'insolvenza appare imminente. ⁴C: l'insolvenza è una reale possibilità; D: l'insolvenza appare imminente o è si è già verificata. ⁵SD = Selective Default: S&P ritiene che l'emittente non è in grado di onorare alcune specifiche classi di prestiti, ma continuerà a pagare gli interessi e a rimborsare il capitale dei debiti rimanenti in modo tempestivo. D = Default: S&P ritiene che l'emittente non è in grado di onorare alcun prestito. ⁶DDD: Le perdite attese oscillano tra lo 0% e il 10%; DD: le perdite attese oscillano tra il 10% e il 50%; D: le perdite attese sono superiori al 50%. ⁷È in corso un intervento regolamentare che può incidere in modo significativo sulla capacità di debito dell'emittente (*regulatory supervision*). ⁸Not Rated.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI *QUADERNI DI FINANZA* CONSOB

- N. 37 *Studi e Ricerche* *La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale*, di G. Presti e M. Rescigno (Aprile 2000)
- N. 38 *Documenti* *La Consob e la regolazione dei mercati finanziari*, di F. Cavazzuti (Maggio 2000)
- N. 39 *Studi e Ricerche* *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate - Alcune considerazioni sui profili di correttezza del comportamento degli intermediari*, di G. D'Agostino e M. Minenna (Giugno 2000)
- N. 40 *Studi e Ricerche* *Privatisation of Social Security: Theoretical Issues and Empirical Evidence from Four Countries' Reforms*, di N. Linciano (Agosto 2000)
- N. 41 *Studi e Ricerche* *Quale governance per le Autorità Indipendenti? Un'analisi economica delle leggi istitutive*, di A. Macchiati e A. Magnoni (Settembre 2000)
- N. 42 *Documenti* *La Consob come Autorità Amministrativa Indipendente*, Camera dei Deputati, Roma 18 novembre 1999; *La recente evoluzione della Borsa: prospettive di ampliamento e sviluppo*, Camera dei Deputati, Roma 7 marzo 2000; *Recenti progetti di cooperazione tra le organizzazioni borsistiche europee*, Camera dei Deputati, Roma 31 maggio 2000; audizioni parlamentari del Presidente della Consob L. Spaventa (Ottobre 2000)
- N. 43 *Studi e Ricerche* *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: what role for institutional investors?*, di M. Bianchi e L. Enriques (Gennaio 2001)
- N. 44 *Studi e Ricerche* *Gli Ipo sul mercato italiano nel periodo 1995-1998: una valutazione dell'underpricing e della long-run underperformance*, di S. Fabrizio e M. Samà (Gennaio 2001)
- N. 45 *Studi e Ricerche* *Insider Trading, Abnormal Return and Preferential Information: Supervising through a Probabilistic Model*, di M. Minenna (Febbraio 2001)
- N. 46 *Studi e Ricerche* *Rules of fairness in UK corporate acquisitions*, di S. Providenti (Febbraio 2001)
- N. 47 *Studi e Ricerche* *Quanto sono grandi i vantaggi della diversificazione? Un'applicazione alle gestioni patrimoniali in fondi e ai fondi di fondi*, di G. Cinquemani e G. Siciliano (Aprile 2001)
- N. 48 *Studi e Ricerche* *Reverse Convertible: costruzione e analisi degli effetti sul mercato dei titoli sottostanti*, di D. Canestri e L. Amadei (Maggio 2001)

- N. 49 *Studi e Ricerche* *Fondi di fondi e accordi di retrocessione - Analisi degli effetti degli accordi di retrocessione sulle scelte di investimento e sui costi a carico dei patrimoni gestiti*, di N. Linciano e E. Marrocco (Gennaio 2002)
- N. 50 *Studi e Ricerche* *Transparency on Secondary Markets. A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy*, di G. Sabatini e I. Tarola (Maggio 2002)
- N. 51 *Studi e Ricerche* *Il Consiglio di Amministrazione, la rotazione degli amministratori e la performance dell'impresa: l'esperienza italiana in una prospettiva comparata*, di R. Barontini e L. Caprio (Giugno 2002)
- N. 52 *Studi e Ricerche* *Venture Capital, Stock Exchanges for High-Growth Firms and Business Creation: A Study of Ipo_s on the Neuer Markt and the Nuovo Mercato*, di N. Susi (Dicembre 2002)
- N. 53 *Studi e Ricerche* *Azioni di risparmio e valore del controllo: gli effetti della regolamentazione*, di N. Linciano (Dicembre 2002)
- N. 54 *Studi e Ricerche* *L'individuazione di fenomeni di abuso di mercato nei mercati finanziari: un approccio quantitativo*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- English version* *The detection of market abuse on financial markets; a quantitative approach*, di M. Minenna (Maggio 2003)
- N. 55 *Studi e Ricerche* *L'operatività dei fondi comuni mobiliari aperti di diritto italiano sul Mercato Telematico dei titoli Azionari (MTA) gestito da Borsa Italiana*, di G. Cinquemani, P. Rizzo, A. Russo, F. Zullo (Maggio 2003)
- N. 56 *Studi e Ricerche* *Best execution, multiple trading venues e sistemi di scambi organizzati: alcune considerazioni generali ed un'analisi empirica del mercato dei Titoli di Stato*, di M. Franchi (Giugno 2003)
- N. 57 *Studi e Ricerche* *L'impatto sui prezzi azionari delle revisioni dei giudizi delle agenzie di rating. Evidenza per il caso italiano*, di N. Linciano (Giugno 2004)

LE PUBBLICAZIONI CONSOB

- **RELAZIONE ANNUALE**

Illustra l'attività svolta annualmente dall'Istituto e dà conto delle questioni in corso, degli indirizzi e delle linee programmatiche definite dalla Commissione nelle varie materie di competenza istituzionale.

- **BOLLETTINO QUINDICINALE**

Riporta i provvedimenti e le comunicazioni interpretative della Consob nonché altre notizie di pubblica utilità sull'attività istituzionale.

- **NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA»**

Contiene informazioni, complementari a quelle del Bollettino, sull'attività dell'Istituto e sul mercato mobiliare.

- **RACCOLTA NORMATIVA**

Riporta i testi integrati e coordinati delle leggi, dei regolamenti e delle disposizioni di carattere generale della Consob che disciplinano il mercato mobiliare.

- **QUADERNI DI FINANZA**

Raccolgono contributi scientifici di approfondimento su materie rilevanti nell'ambito delle competenze istituzionali.

Tutte le pubblicazioni Consob sono naturalmente disponibili anche in formato cartaceo. I canoni annuali di abbonamento ed i prezzi dei singoli fascicoli (ove previsti) per l'anno 2003 sono i seguenti:

- RELAZIONE ANNUALE: € 20,66, estero: € 28,41.
- BOLLETTINO (abbonamento 24 numeri quindicinali + le varie *Edizioni Speciali*): € 180,76, estero: € 196,25; singoli numeri: € 9,30, estero: € 10,33.
- NEWSLETTER SETTIMANALE «CONSOB INFORMA» (abbonamento 50 numeri settimanali): via Postel: € 61,97, estero: € 80,05; via fax: € 98,13, estero: € 129,11.
- RACCOLTA NORMATIVA: prezzo € 87,80.
- CD-ROM contenente gli Albi: € 103,29.
- QUADERNI DI FINANZA (abbonamento 6 numeri): € 61,97, estero: € 80,57; singoli numeri: € 12,91, estero: € 15,49.

Gli abbonamenti si sottoscrivono facendo pervenire l'importo esatto con assegno bancario sbarrato intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.A. - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA, oppure con versamento sul c/c p. n. 387001 sempre intestato a Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato S.p.A. - Piazza Verdi, 10 - 00198 ROMA.

Ulteriori informazioni su condizioni e modalità di abbonamento:

ISTITUTO POLIGRAFICO E ZECCA DELLO STATO S.p.A.

FUNZIONE EDITORIA, Piazza G. Verdi, 10 - 00198 Roma

E-mail: venditeperiodici@ipzs.it - Sito web: www.ipzs.it

☎ 800-864035 • Fax 06-8508.4117