

Nelle ultime settimane abbiamo assistito, in ondate successive, al ripetersi del ciclo:

downgrade del nostro Paese, downgrade delle nostre imprese finanziarie e non, conseguente impatto sulla volatilità degli spread governativi e dei corsi azionari.

Poiché le agenzie di rating rilevanti sono almeno tre ed emettono i loro giudizi non in modo sincronizzato, questo ha prodotto una prolungata ed ingiustificata situazione di volatilità.

Molti hanno rilevato elementi di problematicità nell'operato delle agenzie di rating con riferimento agli interessi rappresentati nei loro consigli di amministrazione, al timing delle loro decisioni e all'entità dei loro interventi.

Io voglio invece brevemente illustrare un problema tecnico dal quale scaturiscono, a mio avviso scorrettamente, conseguenze economiche relevantissime. Il problema tecnico nasce dalla relazione individuata dalle agenzie di rating e pedissequamente applicata tra livello del rating paese e livello del rating impresa. La tesi delle agenzie di rating è la seguente: un'impresa operante esclusivamente in un paese, ad esempio con rating AA-, non può avere un rating superiore a quello.

Questo fa emergere due problemi metodologici: - differenti dimensioni del campione statistico sottostante l'analisi (la numerosità delle imprese è di gran lunga superiore rispetto a quella dei paesi) e; -utilizzo di identiche scale di rating per stati ed imprese che però hanno diversi sottostanti valori della probabilità di insolvenza (default).

Il principio dell'allineamento tra rating paese e rating impresa di per sé sarebbe coerente in quanto è piuttosto evidente che gli strumenti a disposizione di uno stato per gestire una possibile situazione di crisi (politica fiscale, politica monetaria, altri interventi di natura legislativa) siano molto superiori a quelli a disposizione di un'azienda e quindi, quest'ultima, non possa godere di un merito creditizio superiore.

Tuttavia bisogna valutare attentamente il significato e la valenza dei rating. Che cosa esprime un rating? Il rating rappresenta la valutazione della capacità di una controparte di far fronte agli impegni che ha assunto, di ripagare debiti o fornire prestazioni su diversi orizzonti temporali. In questa valutazione rientrano elementi patrimoniali, reddituali e di posizionamenti competitivi correnti e prospettici.

Tali valutazioni sono poi riassunte secondo lo stile delle diverse agenzie in un codice alfabetico (AAA, AA etc.) cui corrisponde una probabilità di fallimento.

Le agenzie storicamente hanno concentrato le loro analisi sul mondo delle imprese avendo a disposizione buoni analisti ed un grandissimo numero di imprese da osservare. Dall'osservazione sistematica dell'evoluzione nel corso degli anni delle imprese componenti le diverse classi di rating, le agenzie sono state in grado di determinare la diversa frequenza di fallimenti. E' infatti evidente come ad imprese valutate come appartenenti alla classe di migliore qualità sia ragionevole che corrisponda statisticamente una minore probabilità di fallimento su un orizzonte temporale definito.

Avendo affinato le metodologie sulle imprese, le agenzie hanno applicato gli stessi principi anche alla valutazione degli stati e di alcune classi di prodotti. Tuttavia questa estensione metodologica non ha avuto lo stesso successo. Il numero degli stati o di alcune classi di prodotti da poter osservare è molto limitato e quindi l'evidenza statistica che ne consegue è molto debole. Le conseguenze dell'estensione ai prodotti finanziari la ricordiamo tutti avendo osservato quale fine abbiano fatto le valutazioni di AAA attribuite ad alcuni prodotti strutturati come i CDO_s, CLO_s, ABS. Quella dell'estensione agli stati sovrani è parte del dibattito corrente.

Il secondo problema metodologico, come anticipato, è il seguente: a parità di classe di rating di appartenenza, le probabilità di default degli stati o di un prodotto finanziario, sono le stesse di quelle delle imprese?

Guardando alle serie storiche delle probabilità di default degli stati fornite dalle stesse agenzie di rating, in particolare quelle degli stati dei paesi avanzati (area OCSE per intenderci), risulta che per tutte le classi di rating comprese tra la AAA e la BBB, la probabilità di default è zero. Allo stesso tempo, nel mondo imprese, mentre per una AAA si ha una probabilità di default ad un anno pari a 0,02% per una BBB tale probabilità è 0,13%, un incremento del 600%. A scopo illustrativo, il passaggio dall'Italia da A+ di un anno fa al BBB+ odierno, ha comportato per le agenzie un aumento della probabilità di default del 100% per un'impresa legata al rating Italia. E questo nonostante nel frattempo questa impresa abbia magari migliorato significativamente la propria redditività, la qualità dei suoi attivi, dei suoi prodotti, etc. Tutto questo è tanto più ingiustificabile e dannoso perché a questo meccanismo è poi collegato, a cascata, il re-rating di tutti gli strumenti di finanziamento degli emittenti italiani. Ad esempio, dopo queste azioni, non sarà più possibile per entità italiane emettere cartolarizzazioni che godano del rating massimo con importanti, immediati e permanenti effetti sul loro conto economico.

Quindi che significato ha legare il rating di un'impresa che ha caratteristiche di comportamento derivanti da un certo mondo con quelle di un rating sovrano che sono completamente diverse?

Renzo Avesani