

LA RELAZIONE TRA RATING DI GRUPPO E RATING DEI MEMBRI DEL GRUPPO:
EVIDENZE DAL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO*

di

Lucia Gibilaro

*Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari
Università degli Studi di Bergamo – Facoltà di Economia
Via dei Caniana 2 – 24127 Bergamo
Tel +390352052675 - Fax +390352052549*

e

Gianluca Mattarocci

*Ricercatore di Economia degli Intermediari Finanziari
Università degli Studi di Roma “Tor Vergata” – Facoltà di Economia
Via Columbia 2 – 00133 Roma
Tel. +390672595930 - Fax +39062040219*

Abstract

Il metodo standardizzato previsto nel Nuovo Accordo di Basilea richiede di valutare in modo diverso controparti simili appartenenti a gruppi che hanno un rating differente. Sulla base dei “criteria” adottati dalle agenzie di rating, non esistono stime indipendenti del rating di gruppo rispetto al rating dei singoli membri e, in molti casi, le agenzie scelgono di non comunicare al mercato il giudizio espresso sul gruppo.

Il lavoro esamina i rating emessi dalle agenzie sui gruppi e sui singoli membri al fine di valutare gli effetti dei cambiamenti nella struttura del gruppo sul giudizio assegnato.

L’analisi considera il settore finanziario e limita lo studio al mercato italiano, un mercato caratterizzato negli ultimi anni da un forte processo di concentrazione. I risultati ottenuti attraverso lo studio dei rating assegnati dalle principali agenzie internazionali (Fitch, Moody’s and Standard and Poor’s) dimostrano che il giudizio assegnato ai gruppi ovvero quello dei singoli membri corretto in funzione delle caratteristiche dello stesso non sono influenzati dal manifestarsi di eventi societari rilevanti per la struttura del gruppo.

Keywords: rating, gruppo, rischio d’insolvenza

JEL codes: G14, G21, G34

* Il lavoro è frutto della collaborazione tra i due autori. Le singole parti di esso sono attribuibili come segue: il paragrafo 2 è stato elaborato da Lucia Gibilaro mentre i paragrafi 1, 3 e 4 da Gianluca Mattarocci.

1. Introduzione	2
2. La metodologia di attribuzione del rating ai gruppi finanziari	2
2.1. Le caratteristiche del gruppo finanziario e il loro impatto sul rischio	2
2.2. I criteri delle agenzie di rating e la rilevanza del gruppo	3
3. Verifica empirica sui gruppi bancari italiani.....	5
3.1 Il campione.....	5
3.2 La relazione tra rating di gruppo e rating dei singoli membri	7
3.3 L'impatto della variazione delle caratteristiche del gruppo sul rating assegnato	10
4. Conclusioni	14
Bibliografia	15

1. Introduzione

Gli studi proposti sui rating emessi dalle agenzie specializzate hanno indagato le caratteristiche rilevanti nella valutazione degli emittenti e/o delle emissioni e hanno valutato la risposta del mercato alle variazioni del giudizio espresso (Cantor, 2004). Il lavoro si colloca all'interno del filone di ricerca relativo ai gruppi di imprese (si veda tra gli altri Cassandro, 1969, Azzini, 1968, Pisoni, 1983 e Soda, 1998) concentrando l'attenzione sulla rilevanza delle caratteristiche del gruppo sul giudizio espresso dalle agenzie di rating.

L'analisi dei *criteria* prodotti dalle agenzie dimostra che la determinazione del giudizio finale non si basa solo sulle caratteristiche del singolo titolo e/o del singolo emittente ma considera anche le caratteristiche del gruppo, che possono influenzare la probabilità dei singoli membri di essere insolventi. La considerazione dei legami presenti all'interno del gruppo e della loro rilevanza per la determinazione del rischio dei singoli membri può essere realizzata definendo un giudizio indipendente sulla qualità del gruppo nel suo complesso oppure correggendo i rating specifici emessi per ciascun emittente / emissione in funzione delle caratteristiche del gruppo di appartenenza (Monferrà e Rigodanza, 2006).

Nonostante tali evidenze, in letteratura è presente un numero molto ridotto di contributi sul tema della relazione tra caratteristiche del gruppo e giudizio espresso dall'agenzia sul gruppo nel suo complesso e sui singoli emittenti / emissioni (Gaver e Pottier, 2005).

Un approccio di questo tipo risulta necessario per valutare la coerenza dei giudizi espressi dalle agenzie rispetto alle indicazioni fornite dal comitato di Basilea in materia di valutazione del rischio di credito che prevede una correzione del rating delle controparti in funzione dell'appartenenza a gruppi finanziari (Basel Committee on Banking Supervision, 2006). In contesti in cui il gruppo realizza una gestione accentrata delle risorse in capo alla *holding* (Basel Committee on Banking Supervision, 2000), lo studio della relazione tra le caratteristiche del gruppo e il giudizio espresso rappresenta, inoltre, uno strumento per valutare la rilevanza dell'informazione prodotta dalle agenzie di rating per i potenziali finanziatori della *holding*.

L'analisi ha considerato i *criteria* prodotti dalle agenzie di rating evidenziando come soltanto l'agenzia Fitch Ratings produca un giudizio indipendente sulle caratteristiche del gruppo mentre le altre due agenzie si limitano a considerare il gruppo unicamente per correggere il giudizio assegnato. Lo studio della relazione tra il rating assegnato dalle agenzie e le caratteristiche del gruppo ha, inoltre, dimostrato che i giudizi espressi sono scarsamente sensibili rispetto al manifestarsi di eventi societari che modificano la struttura e il funzionamento del gruppo.

Nella prima parte del lavoro viene presentata una *review* della letteratura, finalizzata ad evidenziare le caratteristiche che possono influenzare il rischio del gruppo e dei singoli membri (paragrafo 2.1) e vengono esaminati nel dettaglio i *criteria* prodotti dalle agenzie per valutare il peso attribuito al gruppo nella definizione dei giudizi di rating (paragrafo 2.2). La seconda parte del lavoro è dedicata ad una verifica empirica sul mercato italiano, finalizzata ad identificare le caratteristiche dei gruppi bancari italiani (paragrafo 3.1), la rilevanza di tali caratteristiche sul rating di gruppo espresso dalle agenzie (paragrafo 3.2) e sul rating dei singoli emittenti / emissioni (paragrafo 3.3). Nell'ultimo paragrafo sono presentate alcune brevi conclusioni (paragrafo 4).

2. La metodologia di attribuzione del rating ai gruppi finanziari

2.1. Le caratteristiche del gruppo finanziario e il loro impatto sul rischio

Il gruppo rappresenta la scelta organizzativa riconducibile alla separazione tra proprietà e controllo su un insieme di entità giuridicamente indipendenti; i legami di proprietà ne permettono una direzione unitaria o, quantomeno, ne garantiscono il coordinamento (Brioschi et al., 1990). A fronte della crescita del livello della concentrazione dell'offerta registrata negli ultimi anni, che ha portato

a limitare il numero di operatori indipendenti nei diversi paesi (Lown et al., 2000), la creazione di un gruppo finanziario ha rappresentato la soluzione più diffusa per massimizzare la propria quota di mercato (Carretta, 1986).

La struttura del gruppo consente di operare in settori differenti sfruttando le possibili sinergie tra soggetti aderenti in maniera flessibile (Vander Vennet, 2002) rispetto alle attività esercitabili attraverso un'unica entità giuridica; a fronte di tali benefici, il gruppo finanziario è caratterizzato da una propria dimensione di rischio che può essere definita come l'incremento dell'incertezza che deriva dalle interdipendenze economico-finanziarie esistenti tra imprese che lo compongono a fronte della gestione unitaria della capogruppo (Monferrà e Rigodanza, 2006): tali interdipendenze possono determinare un assorbimento di risorse economico-finanziarie dalla singola entità verso il gruppo e viceversa, con effetti sul suo rischio d'insolvenza.

Il grado di capitalizzazione della singola entità è influenzato dall'adozione di un processo di *risk management* consolidato (Joint Forum, 2008), basato sul coordinamento della misurazione e della gestione dei rischi aziendali per la definizione del capitale economico da allocare alle singole unità. L'implementazione di tale processo è strumentale agli obiettivi sia dei *regulators*, vale a dire stabilità e solidità del sistema finanziario del suo complesso, sia del soggetto economico, vale a dire l'allocazione del capitale verso le attività che permettono di conseguire maggiori performance corrette per il rischio. Pertanto, la fungibilità del capitale da allocare all'interno del gruppo rafforza l'interdipendenza fra le unità del gruppo, poiché le risorse patrimoniali a disposizione di un'unità del gruppo possono essere influenzate dai rischi assunti da un'altra unità (Cumming e Hirtle, 2001). Fra le criticità dell'implementazione di un processo di *risk management* consolidato si evidenzia lo sviluppo di metodologie coerenti a fronte di tipologie di rischi, prodotti e mercati differenti: nel caso di gruppi eterogenei, l'analisi dei principali gruppi attivi a livello internazionale ha dimostrato che tale coordinamento viene realizzato perseguendo l'obiettivo di replicare il comportamento delle unità più virtuose presenti all'interno del gruppo (Edwards, 1999). Il grado di liquidità dell'unità del gruppo è funzione della correlazione fra i flussi di cassa delle entità del gruppo (D'Souza e Lai, 2007) e può essere considerata, in assenza di vincoli regolamentari, fungibile alla stregua del capitale. Pertanto la gestione è prevalentemente accentrata presso la capogruppo (Basel Committee on Banking Supervision, 2000) attraverso un sistema di tassi interni di trasferimento (Masini, 1988). La struttura del gruppo influisce sulla redditività delle singole unità attraverso la ripartizione di costi fissi su un maggior numero di prodotti e servizi grazie alla possibilità di conseguire economie di scala (Berger e Hannan, 1998) e economie di scopo (Teece, 1980). A ben vedere, il raggiungimento di tale obiettivo è subordinato alla circostanza che l'espansione nel medesimo settore non determini l'espansione verso attività più rischiose (Demsetz e Strahan, 1997) e il maggior grado di diversificazione, elemento caratterizzante dei gruppi finanziari italiani (Guatri e Bini, 2007), ottenuto con la crescita dimensionale non determini un peggioramento del suo rischio sistemico (Allen e Jagtiani, 2000).

La struttura del gruppo si modifica in relazione ad operazioni che possono alterare il numero delle entità controllate con implicazioni sull'articolazione giuridica del gruppo, come le operazioni di fusione e acquisizione (Baravelli, 2003), ovvero eventi che possono modificare la struttura organizzativa interna attraverso la modifica dell'articolazione territoriale, come le operazioni di cessione degli sportelli e/o singole attività/passività (Ruozzi, 2006).

2.2. I criteria delle agenzie di rating e la rilevanza del gruppo

La struttura del gruppo bancario rileva nei rating prodotti dalle principali agenzie operanti nel mercato finanziario internazionale, vale a dire Fitch Ratings, Moody's Investors Service e Standard and Poor's. Le modalità che consentono di tenere in considerazione alcuni elementi distintivi della struttura del gruppo sono riconducibili alla produzione di un *issuer rating* di secondo livello, attraverso l'attribuzione all'emittente di un rating di sostegno, ovvero l'adeguamento dei criteri per l'attribuzione dei rating individuali riguardanti sia l'emittente sia l'emissione (Tabella 1).

Tabella 1 La rilevanza del gruppo nei rating delle agenzie sulla base dei criteri pubblicati

		Agenzia		
		Fitch Ratings	Moody's Investors Service	Standard and Poor's
Rating di gruppo	Tipologia di rating	Support rating	n.a.	n.a.
	Fonte	Bank rating Methodology	n.a.	n.a.
Rating corretti per il gruppo	Tipologia di rating	Rating emittente	Rating emissione corretti per il gruppo	Rating emittente corretti per il gruppo
	Fonte	Bank rating Methodology	Bank Short-term e Long-Term Bank Deposit Rating	FI Criteria: Rating Banks FI Criteria: Group Methodology for Financial Services Companies

Fonte: elaborazione degli autori sui criteri delle agenzie

Fitch Ratings (d'ora in poi Fitch) attribuisce alle banche sia un rating emittente individuale, *Individual Rating*, sia di un rating di sostegno, *Support Rating*, determinato in base alla valutazione dell'agenzia sull'attitudine, tempestività ed efficacia del sostegno al soggetto al quale è stato attribuito l'*Individual Rating* da parte della proprietà o dello Stato (Fitch, 2004). A parità di sostegno statale, il *Support Rating* varia in funzione delle caratteristiche della proprietà, escludendo dalla valutazione l'eventuale intervento di famiglie o persone fisiche che partecipano al capitale dell'entità. In particolare, l'agenzia valuta: le eventuali garanzie giuridiche assunte dalla proprietà; la percentuale del controllo; la natura della proprietà; l'importanza dell'entità per la proprietà. A ben vedere, tali aspetti definiscono l'assetto istituzionale del gruppo bancario (Baravelli, 2003): l'intervento esterno in caso di crisi è funzione del sostegno patrimoniale della capogruppo che, in ultima istanza, è influenzato del capitale allocato alle altre entità del gruppo. La rilevanza della valutazione del gruppo determina la coincidenza del rating minimo di lungo termine delle emissioni delle singole unità con il *Support Rating*. Passando agli adeguamenti dei criteri per tener conto della struttura del gruppo, l'agenzia valuta la struttura del gruppo nella determinazione dell'*Individual Rating* dell'entità *holding* che non svolge attività operative nell'ambito del gruppo. In tal caso, il rating è allineato con il rating delle principali imprese finanziarie all'interno del gruppo, evidenziando disallineamenti, limitati a un *notch*, in relazione al grado di liquidità, all'approccio alla gestione del rischio ed alla sottoposizione a vigilanza. (Fitch Ratings, 2006). In merito alla determinazione dell'*Individual Rating* delle singole entità del gruppo, si rileva l'influenza della struttura del gruppo; infatti, sebbene esso sia teso a valutare il rischio dell'emittente in ipotesi di totale indipendenza dell'entità e a prescindere da qualsiasi tipologia di supporto esterno, nell'ambito delle aree informative sulla *corporate governance*, l'agenzia tiene in considerazione l'appartenenza ad un gruppo considerando la struttura legale del consolidamento; le relazioni con la controllante e le altre entità del gruppo; la centralizzazione/delocalizzazione delle attività di controllo sulle unità del gruppo.

Moody's Investors Service (d'ora in poi Moody's) non prevede l'attribuzione di un *issuer rating* in considerazione della dipendenza dell'entità valutata da un'altra entità controllante (Moody's, 1999). La metodologia adottata per il rating emittente delle banche, il *Bank Financial Strength Rating*, attribuisce il rating alle banche nell'ipotesi della totale indipendenza (Moody's, 2006). L'agenzia tiene in considerazione la presenza del sostegno esterno nei criteri per l'attribuzione dei rating del debito delle banche, vale a dire i *Bank deposit rating* (Moody's, 2003), anche se la trasparenza sulle modalità della valutazione appare limitata.

L'agenzia di rating Standard and Poor's (d'ora in poi S&P), non prevede l'attribuzione di un *issuer rating* pubblico aggiuntivo in caso di appartenenza di un'entità a un gruppo ma, piuttosto, la modifica dei criteri individuali; infatti, per S&P l'attribuzione del rating emittente ad una banca è

funzione, fra l'altro, della struttura societaria (Standard and Poor's, 2004a). Nell'ambito della valutazione della struttura societaria, l'agenzia tiene in considerazione l'appartenenza della banca ad un gruppo finanziario nella formulazione del suo giudizio: essa adegua il rating dell'entità considerata individualmente alla luce della capacità giuridica e dell'efficacia del gruppo nel sostenere la banca in caso di crisi (Standard and Poor's, 2004b). Per apprezzare tale supporto, l'agenzia implementa un processo valutativo finalizzato a stabilire il rischio del gruppo al livello complessivo e, in ragione della composizione del gruppo e del posizionamento della singola entità valutata nella struttura e strategia di lungo periodo del gruppo, l'attitudine al sostegno patrimoniale. L'agenzia ritiene che anche nell'ipotesi di isolamento delle attività/entità più rischiose, la valutazione del gruppo debba tenerle in considerazione. Pertanto, al fine di attribuire il rating emittente alle unità del gruppo, l'agenzia implementa un processo articolato nelle fasi seguenti: a) analisi finanziaria del gruppo; b) attribuzione di rating individuali e confidenziali alle unità del gruppo; c) attribuzione del rating pubblico all'entità valutata in relazione al ruolo dell'entità all'interno del gruppo. Nella prima fase, l'agenzia determina *core group ratings* del gruppo ottenuti come aggregazione della holding e delle singole entità rilevanti dal punto di vista della dimensione e del rischio (entità *core*): tali *core group ratings* sono la base di partenza per l'attribuzione successiva del rating alle singole unità del gruppo. Analogamente a Fitch, il rating delle holding che non svolgono attività operativa è ottenuto sulla base dell'abbattimento da 1 a 3 *notch* dei *core group ratings*. Nella seconda fase, l'agenzia determina in primo luogo il rating individuale dell'entità in ipotesi di indipendenza rispetto al gruppo e, successivamente, adegua il rating individuale in relazione alle caratteristiche del sostegno atteso del gruppo per l'unità considerata in caso di crisi, attribuendo lo *status quo rating*. Nella terza fase, S&P attribuisce il rating pubblico in base allo *status* dell'entità all'interno del gruppo. Alle entità considerate *core*, S&P attribuisce i *core group ratings*; le entità giudicate da S&P strategiche sono valutate attraverso un rating che è un grado superiore rispetto allo *status quo rating*; alle entità non strategiche, S&P attribuisce un rating pubblico pari allo *status quo rating*. L'agenzia ammette la possibilità di attribuire un rating pubblico più elevato alle singole unità del gruppo rispetto ai *core group ratings* quando l'attività svolta, la dotazione e la separatezza patrimoniale rispetto al gruppo possono giustificare l'attribuzione di un *segmented rating* una classe superiore rispetto a quello del gruppo.

L'analisi comparata delle modalità con le quali le agenzie considerano l'appartenenza di un'entità ad un gruppo evidenzia che, in generale, la valutazione del gruppo modifica il rating dell'emittente ovvero dell'emissione, sebbene le metodologie si differenzino significativamente per il grado di trasparenza, che risulta maggiore per S&P rispetto a Fitch e, ulteriormente, Moody's. In generale, la relazione fra la valutazione della singola entità ed il gruppo è influenzata significativamente dal ruolo rivestito dalla singola entità all'interno del gruppo: poiché la valutazione del gruppo è un apprezzamento della singola agenzia, non necessariamente condivisa con la capogruppo, si ritiene che tale aspetto possa influire negativamente sulla capacità dell'agenzia di valutare la strategia di lungo periodo del gruppo.

3. Verifica empirica sui gruppi bancari italiani

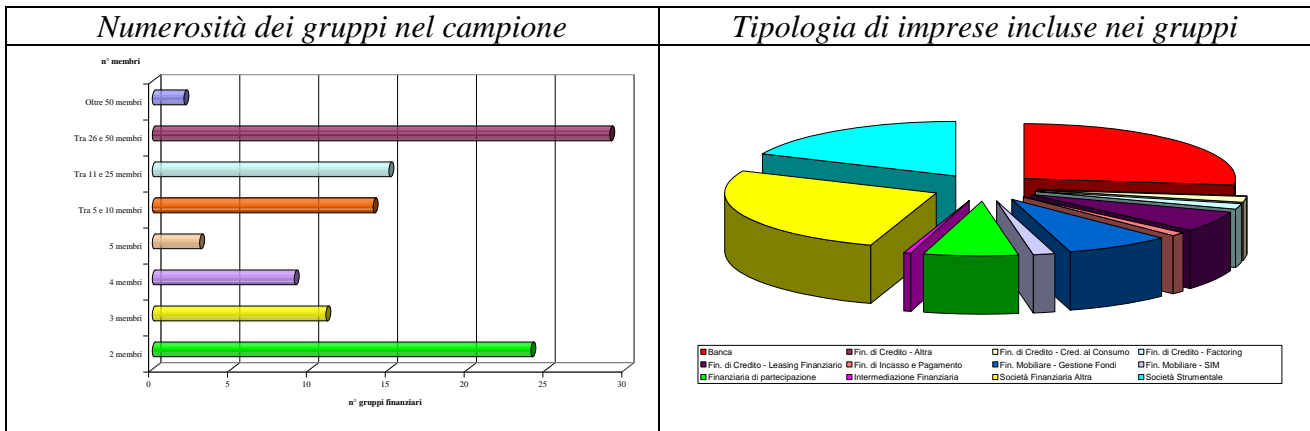
3.1 Il campione

I dati relativi alla composizione dei gruppi bancari italiani e i bilanci dei singoli anni per tutti i membri del gruppo sono stati raccolti attraverso il database ABI banking data e sono relativi al periodo 2000 - 2007¹. Il campione considerato nell'analisi è rappresentativo dell'intero mercato italiano e comprende al suo interno 83 gruppi bancari, eterogenei per numero dei membri e per

¹ In Italia sulla base della normativa del Testo Unico Bancario (art. 60 e segg.) , gli unici gruppi finanziari esistenti possono essere gruppi bancari con capogruppo rappresentata da una banca italiana o da una società finanziaria con sede in Italia.

tipologia di imprese comprese all'interno del gruppo, per un totale di 1215 imprese esaminate (Grafico 1).

Grafico 1. Le caratteristiche dei gruppi bancari italiani

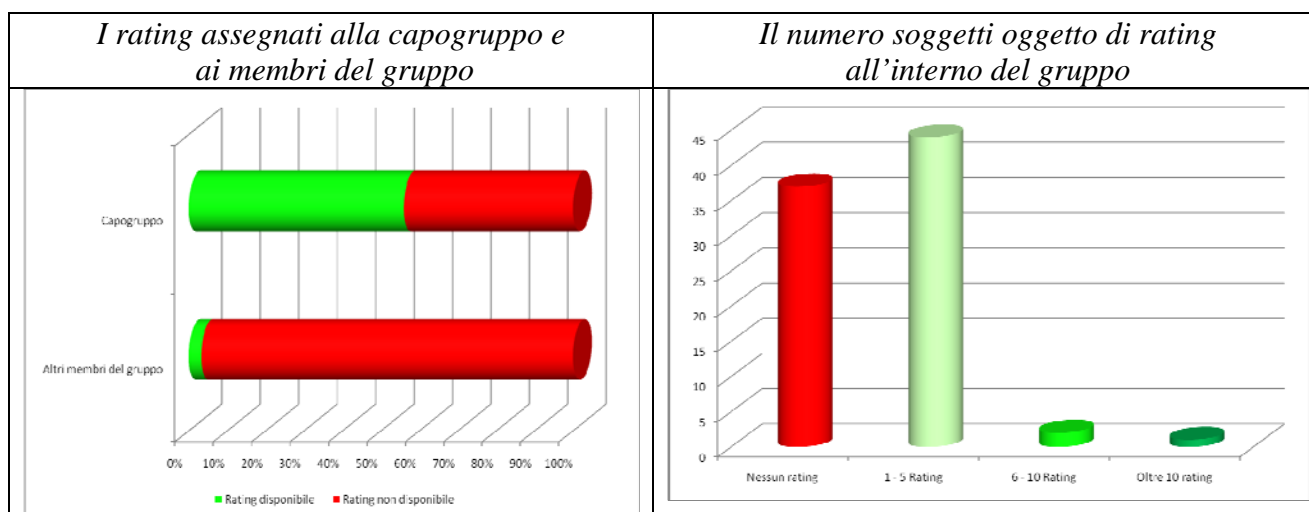


Fonte: elaborazione degli autori su dati ABI banking data

L'analisi dei rating relativi ai gruppi e ai membri del gruppo è stata realizzata considerando i giudizi emessi dalle principali agenzie di rating operanti a livello mondiale: Fitch, Moody's e S&P². L'attenzione si è concentrata solo sui rating emessi dalle tre agenzie per i singoli membri e per il gruppo nel suo complesso, raccogliendo le informazioni attraverso il database Bloomberg. Una prima analisi del campione dei dati disponibili evidenzia significative differenze all'interno dei singoli gruppi in termini di rating ottenuti dalle agenzie di rating (Grafico 2).

² La scelta di escludere le altre agenzie (AM Best, Dun & Bradstreet, Japan Credit Rating Agency Rating & Investment Information) non inficia la generalità dell'analisi poiché tali soggetti nel complesso hanno prodotto nel periodo esaminato prevalentemente rating su emissioni di titoli di Stato, su emissioni realizzate da imprese non finanziarie e soltanto venti rating relativi ad intermediari appartenenti a gruppi finanziari.

Grafico 2. La composizione del campione di analisi



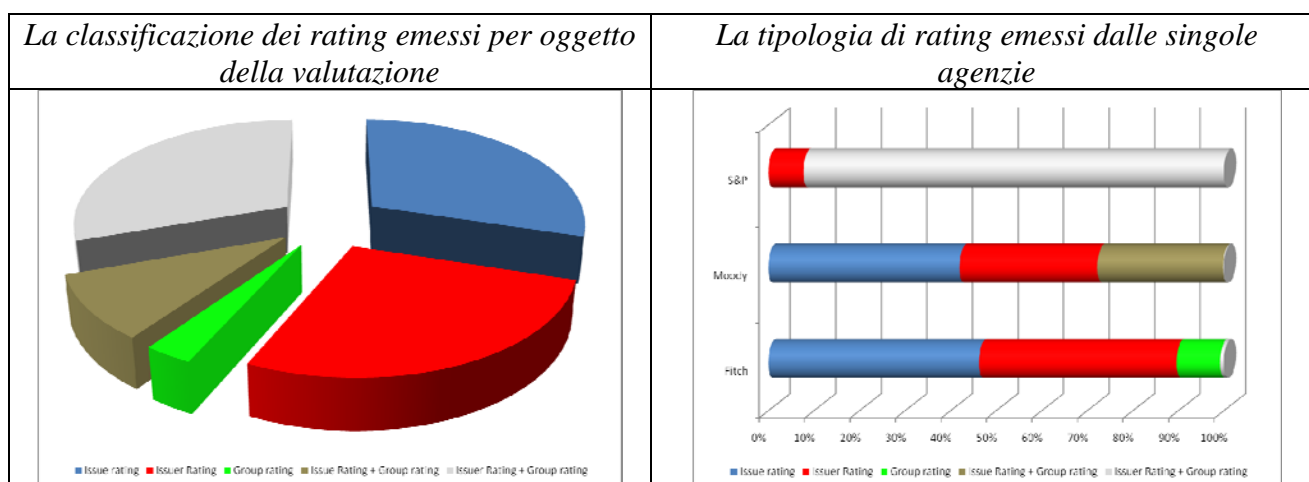
Fonte: elaborazione degli autori su dati Bloomberg

Le agenzie di rating internazionali garantiscono una buona copertura per le capogruppo dei gruppi bancari italiani (circa il 56% delle capogruppo è oggetto di rating) mentre elaborano rating per i membri del gruppo solo in un numero molto limitato dei casi (poco più del 3% dei membri). Analizzando i singoli gruppi per i quali sono disponibili giudizi di rating è possibile, quindi, identificare per lo più gruppi con al massimo 5 soggetti oggetto di valutazioni di rating (oltre il 93% dei gruppi).

3.2 La relazione tra rating di gruppo e rating dei singoli membri

La prima analisi realizzata ha considerato l'andamento del rating del gruppo e il rating dei singoli membri al fine di identificare la possibilità di stabilire una relazione tra l'andamento di alcune tipologie di membri e il giudizio complessivo espresso dall'agenzia sul gruppo. A tal fine sono stati analizzati rating emessi dalle agenzie al fine di identificare soltanto i giudizi che, sulla base dell'analisi dei *criteria* delle agenzie, possono essere ricondotti unicamente alle caratteristiche del gruppo o alle caratteristiche dell'emittente (Grafico 3).

Grafico 3. La tipologia di rating disponibili per il mercato italiano



Fonte: elaborazione degli autori su dati Bloomberg

L'analisi del mercato italiano ha evidenziato la presenza di una quota significativa di rating collegati solo alle caratteristiche delle singoli emissioni realizzate dal gruppo o ad uno dei suoi membri (38,23% dei casi) e una scarsa presenza di giudizi basati solo sulle caratteristiche del gruppo bancario (3,08%). La soluzione di presentare separatamente la valutazione sugli emittenti e sul gruppo è, di fatto, praticata soltanto dall'agenzia Fitch, per la quale nel periodo esaminato sono stati rilevati 582 variazioni dell'*issuer rating* e 58 variazioni dei rating di gruppo. Le altre agenzie considerano gli aspetti caratterizzanti del gruppo direttamente nella definizione del rating di emissione (Moody's) o di emittente (S&P) e non producono alcuna stima autonoma del profilo di rischio del gruppo.

L'analisi di alcune statistiche descrittive dell'andamento del rating di gruppo emesso da Fitch evidenzia alcune caratteristiche ricorrenti del giudizio espresso sulla qualità del gruppo (Tabella 2).

Tabella 2. Le caratteristiche delle emissioni di rating sui gruppi bancari realizzate da Fitch

Denominazione del gruppo bancario	Valore medio rating assegnato	n° variazioni del rating assegnato	n° variazioni dei notch assegnati
ANTONVENETA	2,76	2	3
BANCA DI CREDITO POPOLARE SCRL	3,00	0	1
BANCA IFIS	5,00	0	1
BANCA ITALEASE	2,00	0	1
BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA E DEL LAZIO	3,00	0	0
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	3,44	0	0
BANCA POPOLARE DI VICENZA	3,44	0	0
BANCO DESIO	4,44	0	1
BNL	1,78	0	0
BPIEMME	3,44	2	2
CAPITALIA	2,00	0	0
CARICHIETI	3,00	1	1
CARIGE	3,44	1	1
CREDITO EMILIANO	3,44	0	0
CREDITO VALTELLINESE	3,00	0	0
DEXIA	1,89	0	1
ICCREA	3,18	0	0
INTESA SAN PAOLO	1,78	2	1
MPS	1,89	1	1
UBI BANCA	2,85	0	0
UNIPOL	2,00	2	1
VENETO BANCA	3,00	1	1

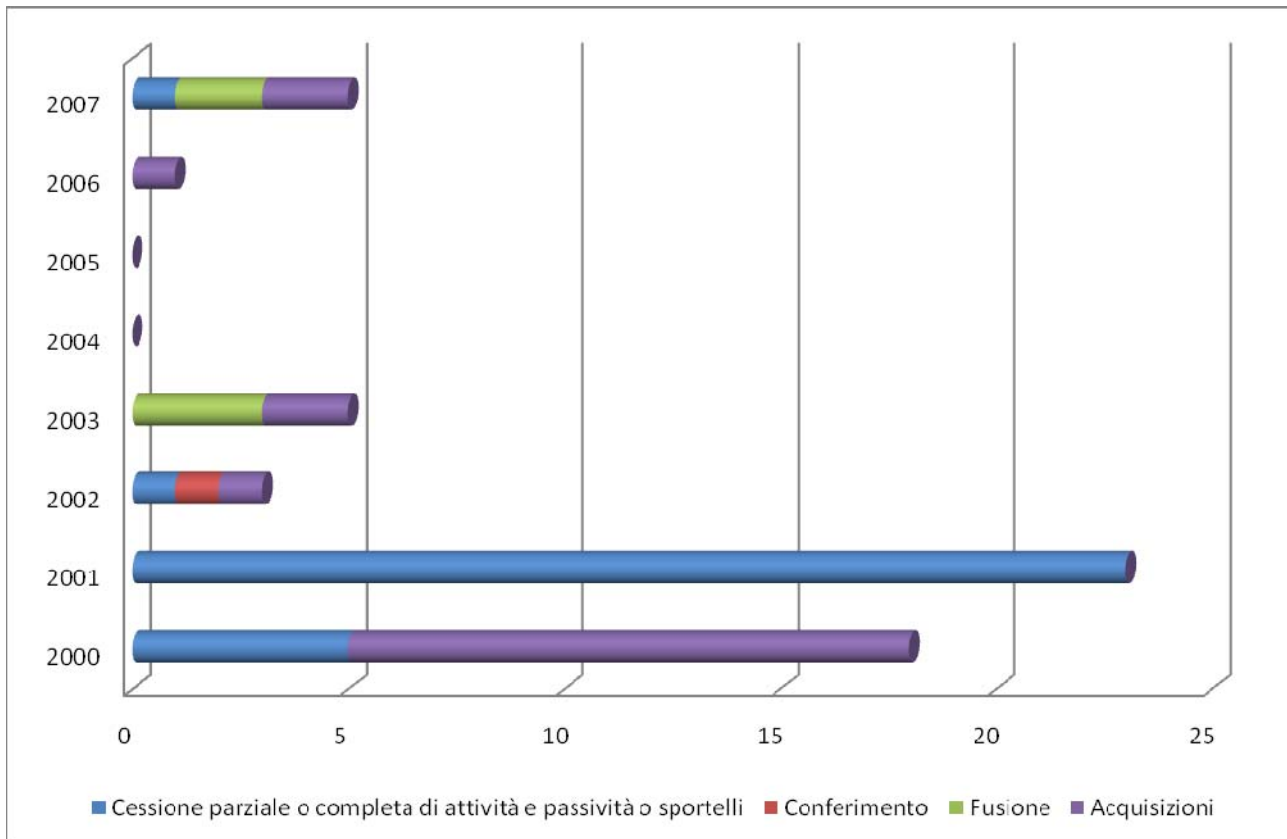
Nota: Il rating di gruppo formulato da Fitch è espresso in una scala ordinale da 1 a 5 in cui a gruppi meno rischiosi vengono associati i valori più bassi della scala di rating

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bloomberg

Il giudizio sui gruppi bancari esaminati si è rivelato poco variabile nel tempo poiché nei sette anni considerati l'agenzia non ha ritenuto di procedere ad effettuare modifiche della classe di rating assegnata per la maggioranza dei gruppi esaminati (circa il 70%); per 8 gruppi valutati non ha modificato neanche i *notch* assegnati.

Tale risultato può risultare ancora più rilevante se si considerano gli eventi che hanno interessato i vari gruppi nel periodo esaminato e che, sulla base della *review* della letteratura precedentemente proposta, avrebbero dovuto influenzare il giudizio espresso dall'agenzia (Grafico 4).

Grafico 4. Gli eventi che hanno interessato i gruppi bancari valutati da Fitch classificati per tipologia



Fonte: elaborazione degli autori su dati ABI-Banking data e Bloomberg

Nel periodo 2000-2007 si sono registrate frequenti cessioni di attività/passività e di sportelli soprattutto nei primi due anni e sono state realizzate anche operazioni di finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni), che hanno modificato in modo significativo il numero di membri appartenenti ai singoli gruppi.

Il confronto tra i rating emessi sul gruppo e sui singoli membri evidenzia, inoltre, che tale anomalia non ha interessato tutte le valutazioni effettuate dall'agenzia essendo i rating sui singoli emittenti molto più variabili nel tempo (Tabella 3).

Tabella 3. La variabilità dei rating assegnati dai Fitch ai membri dei singoli gruppi

Denominazione gruppo bancario	n° di notch di variazione nel periodo		n° variazioni rating nel periodo		Correlazione rating singoli membri con rating di gruppo	
	Capogruppo	Membri	Capogruppo	Membri	Capogruppo	Membri
ANTONVENETA	3	-	1	-	89,00%	-
BANCA DI CREDITO POPOLARE SCRL	2	-	1	-	0,00%	-
BANCA IFIS	2	-	0	-	0,00%	-
BANCA ITALEASE	1	-	1	-	0,00%	-
BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA E DEL LAZIO	3	-	0	-	81,00%	-
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	1	-	0	-	-52,00%	-
BANCA POPOLARE DI VICENZA	1	-	0	-	27,00%	-
BANCO DESIO	1	-	1	-	0,00%	-
BNL	8	-	6	-	97,00%	-
BPIEMME	1	-	1	-	14,00%	-
CAPITALIA	2	-	0	-	-18,00%	-
CARICHJETI	8	1	3	0	0,00%	0,00%
CARIGE	2	0	1	0	0,00%	0,00%
CREDITO EMILIANO	1	-	0	-	53,00%	-
CREDITO VALTELLINESE	1	-	0	-	52,00%	-
DEXIA	1	1	1	0	0,00%	0,00%
ICCREA	0	-	0	-	0,00%	-
INTESA SAN PAOLO	2	-	1	-	27,00%	-
MPS	4	3	2	0	32,00%	16,00%
UBI BANCA	1	-	0	-	90,00%	-
UNIPOL	2	-	1	-	43,00%	-
VENETO BANCA	2	-	1	-	0,00%	0,00%

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bloomberg

La variabilità registrata per i rating assegnati ai singoli membri del gruppo risulta significativamente superiore rispetto a quella registrata per i singoli gruppi mentre il ricorso ai *notch* per modificare il giudizio assegnato ai singoli membri è stato utilizzato prevalentemente per modificare il rating delle capogruppo piuttosto che il rating dei singoli membri.

Il giudizio espresso sulla capogruppo sembra influenzare positivamente il giudizio espresso sul gruppo (tranne in due casi) ma non è possibile affermare che i due giudizi si influenzino sempre reciprocamente, essendo presenti molti casi (oltre il 33%) in cui il grado di correlazione rilevato è nullo. L'analisi della correlazione esistente tra giudizio di rating assegnato al gruppo e rating dei singoli membri evidenzia che, quando presente, il giudizio di rating espresso sugli altri membri del gruppo risulta scarsamente rilevante (in un solo caso il valore dell'indice di correlazione è superiore a 0).

3.3 L'impatto della variazione delle caratteristiche del gruppo sul rating assegnato

La scarsa frequenza di rating per imprese all'interno del gruppo e lo scarso numero di casi in cui il rating di alcuni membri del gruppo si discosta significativamente dal rating del gruppo non permettano di affermare che il giudizio di rating sul gruppo sia indipendente dalle caratteristiche dei singoli membri.

Un approccio alternativo per valutare il ruolo della struttura di gruppo nella valutazione realizzata dalle agenzie può essere realizzato considerando l'impatto di eventi sensibili, identificati sulla base dei *criteria* pubblicati dalle agenzie, sul rating assegnato al gruppo.

L'analisi è stata realizzata utilizzando un approccio derivato dal classico *event study* applicato direttamente sulla variazione registrata dei rating, al fine di valutare la rilevanza degli eventi che hanno interessato il gruppo bancario sul giudizio assegnato dalle agenzie. La stima dell'andamento anomalo è stata realizzata sulla base delle seguente formula:

$$AR_i = Rating_i - \overline{Rating}_i \quad (1)$$

dove l'Abnormal Rating (AR) è costruito per ogni periodo come differenza tra il rating assegnato nel periodo ($Rating_i$) e il valore medio lungo periodo calcolato come media di lungo periodo calcolata sulla base dei rating assegnati dal 1995 al 2007 (\overline{Rating}_i)³. L'*event study* realizzato rappresenta, quindi, una derivazione degli approcci basati sul principio del *constant mean return model* (Campbell, Lo e Mackinlay, 1997) e la scelta di non costruire un valore medio di lungo periodo sulla base di modelli più complessi deriva dall'impossibilità di stimare, in modo dettagliato per ciascun emittente e/o emissione, il rating equo di lungo periodo che l'agenzia dovrebbe assegnare.

La rilevanza del singolo evento sul rating assegnato dall'agenzia è stato realizzato considerando la presenza di andamenti anomali del rating assegnato in prossimità della data di manifestazione dell'evento rilevante per il gruppo bancario. In formule:

$$CAR^n = \sum_{i=1}^n AR_i = \sum_{i=1}^n (Rating_i - \overline{Rating}_i) \quad (2)$$

dove il *Cumulative Abnormal Rating* è determinato come sommatoria degli AR registrati all'interno dell'*event window* di durata n giorni. Tale grandezza misura, quindi, il disallineamento rilevato del rating assegnato rispetto al suo trend di medio-lungo periodo in prossimità dell'evento societario ritenuto rilevante.

Al fine di identificare gli eventi societari rilevanti che hanno interessato i gruppi bancari italiani nel periodo esaminato, sono stati presi in considerazione tutti gli eventi censiti nel database ABI banking data e relativi ad imprese appartenenti a gruppi dove almeno uno dei membri è valutato da un'agenzia di rating⁴ (Tabella 4).

Tabella 4. Gli eventi societari rilevanti per i gruppi bancari italiani nel periodo 2000-2007

Tipologia di operazione realizzate nel periodo rilevanti per il gruppo	Totale Italia	Operazioni con relative ai gruppi bancari con ...	
		Acquirente valutato da agenzie di rating	Acquisito valutato da agenzie di rating
Cessione di attività e passività – sportelli	114	64	37
Conferimento	2	1	1
Fusione	52	10	5
Incorporazione	156	70	21
Liquidazione coatta	1	0	0
Liquidazione volontaria	10	0	0

Fonte: elaborazione degli autori su dati ABI-Banking data e Bloomberg

³ L'orizzonte temporale utilizzato per la stima della media di lungo periodo è vincolato dalla disponibilità di dati sul database Bloomberg che non ha permesso di considerare orizzonti temporali più lunghi.

⁴ Rispetto al totale delle operazioni censite si è scelto di non considerare alcuni eventi che hanno interessato i gruppi italiani ma che difficilmente si può ritenere impattino sul profilo di rischio del gruppo quali la variazione della denominazione, del codice ABI e della forma giuridica dell'intermediario.

Al fine di valutare l'entità della variazione indotta dal manifestarsi dell'evento è necessario definire l'orizzonte temporale di osservazione (*event window*) in funzione dell'oggetto dello studio e della frequenza dei dati rilevati (MacKinlay, 1997). In base ai *criteria* prodotti dalle agenzie, il giudizio espresso su emissioni e emittenti viene rivisto ogni volta che si manifestano eventi rilevanti e non esiste, quindi, un orizzonte temporale minimo o standard da osservare per valutare la capacità dell'agenzia di rating di aggiornare i giudizi espressi.

Nell'analisi si è scelto di non fissare un'unica finestra temporale ma di verificare il risultato utilizzando diverse finestre temporali per valutare sia la capacità dell'agenzia di anticipare tali eventi che di reagire alla loro manifestazione. Al fine di identificare in modo non arbitrario la finestra di valutazione sono stati considerati i rating assegnati dalle tre agenzie a emittenti/emissione realizzate nel mercato italiano ed è stato calcolato il tempo medio intercorso tra due valutazioni successive da parte (Tabella 5).

Tabella 5. I tempi medi di revisione dei rating assegnati ai membri dei gruppi bancari italiani nel periodo 2000-2007

Statistiche descrittive	Fitch		Moody's		S&P	
	n° giorni	n° mesi	n° giorni	n° mesi	n° giorni	n° mesi
Media	133,97	4,47	160,74	5,36	121,81	4,06
Minimo	2615,00	87,17	2198,00	73,27	2687,00	89,57
Massimo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Deviazione standard	300,74	10,02	384,15	12,81	361,66	12,06

Fonte: elaborazione degli autori su dati ABI-Banking data e Bloomberg

Sulla base dei risultati ottenuti dallo studio delle statistiche descrittive costruite sul campione complessivo è possibile evidenziare una forte variabilità dell'intervallo temporale tra due emissioni di rating realizzate dalle agenzie sullo stesso emittente. L'ampiezza della finestra temporale di rilevazione scelta è stata pari a 5 mesi (150 gg) che rappresenta il valore approssimato per eccesso della media dei valori medi stimati per le diverse agenzie di rating ponderata sulla base del numero di revisioni realizzate da ciascuna agenzia nel periodo esaminato. Nello studio si è scelto di considerare, in linea con gli approcci adottati negli altri lavori relativi all'*event study*, tre diverse specificazioni della finestra temporale considerando soltanto i 150 giorni precedenti o successivi all'evento oppure costruendo una finestra di rilevazione centrata rispetto alla data di manifestazione dello stesso.

L'analisi ha considerato l'andamento del CAR in prossimità del manifestarsi dell'evento e ha segmentato il campione in funzione dell'agenzia di rating che ha emesso il giudizio, della tipologia di giudizio emesso (rating emittente o emissione), dell'orizzonte temporale dell'analisi (breve termine e medio-lungo termine) e della natura dell'evento considerato⁵. Lo studio della rilevanza dei fenomeni è stata, quindi realizzata considerando alcune statistiche relative al CAR calcolato in modo separato per i *notch* e le classi di rating e identificando il valore massimo, minimo e la moda registrati per tutte le imprese interessate dall'evento e valutate dall'agenzia di rating⁶ (Tabella 6).

⁵ Per maggiori informazioni sulle tecniche per la lettura degli approcci standard di event study, si veda Bowman (1983).

⁶ L'analisi delle caratteristiche delle distribuzioni di rating disponibili non permette di approssimare l'andamento registrato con le funzioni di probabilità standard utilizzate per la costruzione di test sulla verifica delle ipotesi e rende quindi inutile l'applicazione di tali test al fine di verificare la significatività statistica della stima.

Tabella 6. Cumulative Abnormal Rating in corrispondenza del manifestarsi degli eventi societari

		Event window	Fitch						Moody's						S&P					
			-150gg		-75gg		-0gg		-150gg		-75gg		-0gg		-150gg		-75gg		-0gg	
			0gg		+75gg		+150gg		0gg		+75gg		+150gg		0gg		+75gg		+150gg	
			Tipo	C	N	C	N	C	N	C	N	C	N	C	N	C	N	C	N	C
Cessione attività e passività - sportelli	Rating emissioni	BT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR														
			Min																	
	Rating emittente	BT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR											
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR											
			Min																	
Conferimento	Rating emissioni	BT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR								
			Min																	
	Rating emittente	BT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR											
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR	CAR=0	CAR=0									
			Min																	
Fusione	Rating emissioni	BT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR								
			Min																	
	Rating emittente	BT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR	CAR=0	CAR=0	CAR=0								
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR	CAR=0	CAR=0	CAR=0								
			Min																	
Acquisizione	Rating emissioni	BT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	NR	
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	NR	NR	NR														
			Min																	
	Rating emittente	BT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR											
			Min																	
		M-LT	Max																	
			Moda	CAR=0	CAR=0	CAR=0	NR	NR	NR											
			Min																	

Note:

C = n° di classi in aumento o in diminuzione registrate nell'event window considerata

N = n° di notch in aumento o in diminuzione registrate nell'event window considerata

BT = Rating riferito al breve termine

M-LT = Rating riferito al medio-lungo termine

NR = I criteria delle agenzie non evidenziano la rilevanza delle caratteristiche del gruppo sul rating assegnato

- Non presenti rating nel campione per le emissioni/gli emittenti considerati nei periodi di manifestazione dell'evento

Fonte: elaborazione degli autori su dati ABI-Banking data e Bloomberg

L'analisi del valore modale evidenzia come, indipendentemente dall'agenzia considerata e dalla tipologia di evento oggetto di indagine, le reazioni dei rating assegnati ai cambiamenti strutturali del gruppo sono nulle. L'analisi del range di variazione (massimo e minimo) permette di indagare la relazione tra le caratteristiche del gruppo e il giudizio assegnato dalle agenzie alle singole emissioni e/o emittenti.

I giudizi espressi dall'agenzia Fitch sulle singole emissioni non valorizzano le caratteristiche del gruppo ma anche i giudizi espressi sugli emittenti, nonostante quanto dichiarato sui criteria, risultano invariati rispetto alle caratteristiche del gruppo. Tale risultato può, quindi, portare a ritenere che la politica adottata dall'agenzia preveda, di fatto, l'utilizzo delle informazioni rilevanti sul gruppo per la definizione di tali giudizi.

L'analisi relativa all'impatto di eventuali conferimenti in capo al gruppo presenta risultati discordanti nel breve rispetto al medio lungo termine. L'interpretazione di tali risultati non è chiara

ma lo scarso peso assunto da tali operazioni del campione (un solo caso) può rendere opportuna l'esclusione di tale fattispecie dall'analisi.

L'analisi degli altri eventi che hanno interessato i gruppi bancari evidenzia come i rating emessi da S&P risultano i più sensibili al manifestarsi degli eventi di gruppo portando in alcuni casi a variazioni del rating assegnato rispetto al trend di medio-lungo periodo di una o due classi. Tale risultato è coerente con l'analisi proposta sui *criteria* prodotti dall'agenzia che aveva evidenziato una particolare attenzione ai profili di gruppo nella definizione del rating dell'emittente⁷.

I giudizi prodotti da Moody's presentano, invece, scostamenti molto più ridotti che possono determinare per la singola emissione o emittente di un *notch* (in aumento o in diminuzione). L'attenzione dedicata dall'agenzia alle caratteristiche del gruppo sembra, quindi, essere marginale rispetto alle caratteristiche specifiche dell'emittente e/o dell'emissione valutata.

4. Conclusioni

L'appartenenza di un intermediario finanziario ad un gruppo determina una maggiore o minore esposizione a fattori di rischio specifici e sistemici in funzione delle strette relazioni che si instaurano tra i membri del gruppo.

Le agenzie di rating dichiarano nei *criteria* che la formulazione di un giudizio autonomo sulle caratteristiche del gruppo da affiancare ai giudizi espressi sui membri del gruppo e sulle loro emissioni (Fitch) oppure prevedono la correzione diretta dei giudizi espressi sui singoli membri e/o sulle emissioni in base alle caratteristiche del gruppo (rispettivamente S&P e Moody's).

Le evidenze empiriche sui gruppi bancari italiani hanno dimostrato come i giudizi di rating sui gruppi bancari (Fitch) sono scarsamente variabili nel tempo indipendentemente dal manifestarsi di eventi societari che dovrebbero, sulla base dei *criteria*, influenzare il giudizio dell'agenzia e sono prevalentemente collegati all'andamento del rating della capogruppo.

L'analisi dei rating corretti in funzione delle caratteristiche del gruppo evidenzia per Moody's una minore attenzione alle caratteristiche del gruppo per l'attribuzione dei giudizi ai singoli membri rispetto a S&P. I rating di emittenti ed emissioni dell'agenzia che emette un giudizio di rating sul gruppo (Fitch) non sembrano in alcun modo correlati con il manifestarsi degli eventi societari.

L'analisi dei *criteria* prodotti dalle agenzie ha evidenziato che la variazione dei rating dei gruppi non dipende solo dal manifestarsi degli eventi straordinari considerati nel lavoro ma anche dalla variazione di altre caratteristiche organizzative e patrimoniali del gruppo. L'indagine sulla relazione tra caratteristiche del gruppo e rating deve, quindi, essere completata attraverso lo studio della rilevanza dei cambiamenti organizzativi e del bilancio di gruppo sul giudizio espresso dalle agenzie. Per il finanziatore, i risultati conseguiti implicano che i rating delle agenzie non possono essere utilizzati come valutazioni adeguate rispetto al rischio del gruppo nelle operazioni di *funding* del gruppo e/o delle unità del gruppo e nella determinazione del capitale regolamentare.

⁷ Per maggiori informazioni sul peso attribuito dall'agenzia alle caratteristiche del gruppo si rinvia al paragrafo 2.2.

Bibliografia

- ALLEN L. e JAGTIANI J. (2000), "The risk effects of combining banking, securities, and insurance activities", *Journal of Economics and Business*, vol.52, pp. 485-497
- AZZINI L. (1968), *I gruppi, lineamenti politico aziendali*, Giuffrè, Milano
- BARAVELLI M. (2003), *Strategia e organizzazione della banca*, EGEA, Milano
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2000), *Sound practices for managing liquidity in banking organization*, Febbraio
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2006), *Basel II: international convergence of capital measurement and capital standards - a revised framework*, Giugno
- BERGER A.N. e HANNAN T.H. (1998), "The efficiency cost of market power in the banking industry: a test of the "quiet life" and related hypotheses", *Review of Economics and Statistics*, vol. 80, n. 3, pp. 454-465
- BOWMAN R.G. (1983), "Understanding and conducting event studies", *Journal of Business Finance and Accounting*, vol. 10, n. 4, pp. 561-84
- BRIOSCHI F., BUZZACCHI L e COLOMBO M.G. (1990), *Gruppi di imprese e mercato finanziario. La struttura di potere nell'industria italiana*, La Nuova Italia Scientifica, Roma
- CAMPBELL J.Y, LO A.W. e MACKINLAY A.C. (1997), *The econometrics of financial markets*, Princeton University Press, Princeton
- CANTOR R. (2004), "An introduction to recent research in credit ratings", *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, n. 11, pp. 2565-2573
- CARRETTA A. (1986), "Le banche e la gestione delle attività non bancarie: alcuni profili organizzativi", *Banca, Impresa e Società*, vol. 1, pp. 81-95
- CASSANDRO P. (1969), *I gruppi aziendali*, Cacucci, Napoli
- CUMMING M. e HIRTEL B.J. (2001), "The challenges of risk management in diversified financial companies", *Economic Policy Review*, Marzo
- D'SOUZA C. e LAI A. (2007), *The effects of bank consolidation on risk capital allocation and market liquidity*, Bank of Canada working paper
- DEMSETZ R.S. e STRAHAN P.E. (1997), "Diversification, size, and risk at bank holding companies", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 29, n. 3, pp. 300-313
- EDWARDS P. (1999), *Managing risk and capital in financial conglomerates*, risk and capital management conference proceedings - Australian Prudential Regulation Authority
- FITCH (2004), "Bank rating methodology", *Criteria report*, Londra
- FITCH (2006), "Holding company analysis - banks and similar financial institutions", *Criteria report*, Londra
- GAVER J.J. e POTTIER S.W. (2005), "The role of holding company information in the insurer rating process: evidence from the property liability industry", *Journal of Risk and Insurance*, vol. 72, n.1, pp. 77-103
- GUATRI L. e BINI M. (2007), *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano
- JOINT FORUM (2008), *Cross-sectoral review of group-wide identification and management of risk concentrations*, BIS working paper, Aprile
- LOWN C.S., OSLER C.L., STRAHAN P.E. e SUFI A. (2000), "The changing landscape of the financial service industry: what lies ahead", *Federal Reserve Bank of New York Policy Review*, vol. 6, pp. 39-55.
- MACKINLAY C.A. (1997), "Event studies in economics and finance", *Journal of Economic Literature*, vol. 35, n.1, pp. 13-39
- MASINI M. (1988), "Le politiche dei prezzi di trasferimento nelle imprese bancarie", in MASINI M., COMANA M. e PREVIATI D. (a cura di), *Prospettive di programmazione controllo nelle banche*, Giuffrè, Milano

- MOODY'S (1999), "Bank credit risk: an analytical frame work for banks in developed countries", *Rating Methodology*, New York
- MOODY'S (2003), "Bank liquidity risk and short-term bank deposit ratings", *Rating Methodology*, New York
- MOODY'S (2006), "Bank financial strength ratings: global methodology", *Rating Methodology*, New York
- MONFERRA' S. e RIGODANZA L. (2006), "Il rischio di credito nel caso dei gruppi di imprese", in CARRETTA A., FILOTTO U. e FIORDELISI F. , *Informazione e governo del rischio di credito*, Franco Angeli, Milano
- PISONI P. (1983), *Gruppi aziendali e bilanci di gruppo*, Giuffrè, Milano
- RUOZI R. (2006), *Economia e gestione della banca*, Egea, Milano
- SODA G. (1988), *Reti tra imprese*, Carocci, Roma
- STANDARD AND POOR'S (2004a), "FI criteria: rating banks", *Rating Methodology*, New York
- STANDARD AND POOR'S (2004b), "FI criteria: group methodology for financial services companies", *Rating Methodology*, New York
- TEECE D. J. (1980), 'Economies of scope and the scope of the enterprise,' *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 1, n. 3, pp. 223–247
- VANDER VENNET R. (2002), "Cost and profit efficiency of financial conglomerates and universal banks in Europe", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol.34, n. 1, pp. 254-282