

## L'impatto degli annunci di rating sui prezzi: evidenze dal mercato dei credit default swap<sup>1</sup>

*Gli annunci di rating influenzano i differenziali dei credit default swap. L'impatto è più pronunciato nel caso di review negative e declassamenti che non in quello di modifiche dell'outlook.*

*Classificazione JEL: G10, G14.*

È opinione diffusa che le agenzie di rating esercitino un influsso significativo sui mercati creditizi. Anzi, le loro decisioni sono talvolta ritenute responsabili dell'aumento dei costi di raccolta per gli emittenti interessati. Ad esempio, nel febbraio 2003 gli spread sulle obbligazioni della tedesca ThyssenKrupp, operante nei settori siderurgico e ingegneristico, si sono ampliati di ben 60 punti nei giorni successivi all'annuncio di Standard & Poor's di un possibile declassamento della società<sup>2</sup>. Un'attenta analisi dell'impatto degli annunci di rating sui prezzi dei credit default swap effettuata su un ampio novero di mutuatari conferma come i rating di fatto veicolino informazioni al mercato. Anche gli annunci anticipati da precedenti movimenti degli spread sembrano contenere informazioni aggiuntive rilevanti ai fini della fissazione del prezzo.

### Il processo di rating

Fra gli eventi di rating figurano le variazioni del merito di credito ...

I rating creditizi forniscono una misura sintetica, ancorché soggettiva, del merito di credito relativo degli emittenti. Essi non costituiscono una misura precisa del rischio di insolvenza, ma favoriscono piuttosto il raffronto tra i vari mutuatari attraverso l'uso di classi di rischio standardizzate. Sebbene ogni agenzia di rating definisca queste ultime in base a criteri propri, la corrispondenza tra le classi delle diverse agenzie è molto chiara agli operatori. Le due principali agenzie internazionali sono Moody's e Standard & Poor's. Moody's attribuisce rating che variano da Aaa per i titoli di debito meno rischiosi a Baa3 per i titoli di qualità bancaria a più alto rischio; i corrispondenti valori di Standard & Poor's vanno da AAA a BBB-.

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non riflettono necessariamente il punto di vista della BRI.

<sup>2</sup> Standard & Poor's aveva espresso timori riguardo all'insufficiente finanziamento delle passività previdenziali di ThyssenKrupp. La società fu declassata da BBB a BB+ due settimane dopo l'annuncio.

Oltre ai rating le agenzie annunciano anche *outlook*, *review* e *credit watch*. Gli *outlook* rispecchiano la percezione del valutatore – positiva, negativa o stabile – riguardo alla probabile evoluzione della qualità creditizia di un emittente sul medio periodo (un orizzonte compreso in genere tra i 12 e i 18 mesi). Essi vengono solitamente modificati quando viene rilevato un cambiamento nel profilo di rischio che non sia ritenuto sufficientemente duraturo da richiedere l'assegnazione di un nuovo rating. Inoltre, un mutamento dell'*outlook* non conduce sempre a una modifica del rating. I termini *review* e *credit watch* sono sinonimi; entrambi forniscono un'indicazione più incisiva rispetto agli *outlook* circa i futuri cambiamenti di rating (di seguito sarà utilizzato unicamente il termine *review*)<sup>3</sup>. Il rating degli emittenti posti sotto osservazione per un avanzamento o un declassamento viene di norma modificato qualche settimana dopo la *review*. Tuttavia, come talora avviene, si può procedere a un rialzo o a un ribasso del rating anche senza preannunciare modifiche nell'*outlook* o nella *review*.

... gli outlook ...

... e le review

Le agenzie dispongono di un accesso privilegiato alle informazioni sui mutuatari e dedicano ingenti risorse all'analisi di tali informazioni. Outlook, *review* e rating si basano sia su dati di pubblico dominio concernenti la situazione operativa e finanziaria degli emittenti, sia su informazioni private ottenute in via riservata da questi ultimi<sup>4</sup>. Inoltre, le decisioni di rating incorporano i giudizi qualitativi formulati dalle agenzie riguardo ai piani e all'efficacia di gestione. Alcuni operatori, soprattutto banche e grandi investitori istituzionali, godono di simili vantaggi informativi. Numerosi altri investitori si basano invece sui rating per valutare la qualità creditizia di emittenti e prestiti obbligazionari.

Accesso privilegiato delle agenzie di rating alle informazioni

## Dati relativi ai mercati azionari e obbligazionari privati

Nella misura in cui gli investitori avvertono che le società di rating dispongono di un vantaggio informativo, gli eventi di rating dovrebbero avere un impatto immediato sugli spread creditizi: questi dovrebbero adeguarsi prontamente per incorporare le nuove informazioni trasmesse attraverso gli *outlook*, le *review* o i rating. Studi effettuati in passato sul contenuto informativo dei rating creditizi non hanno prodotto risultati omogenei. Alcuni di essi giungono alla conclusione che gli eventi di rating, e in particolare i declassamenti, influiscono significativamente sui prezzi, mentre altri non rilevano alcun impatto.

Prendendo in esame il mercato USA delle obbligazioni societarie, Katz (1974) sostiene che i corsi si adeguano ai cambiamenti di rating, seppure con leggero ritardo. Inoltre, non vi sono variazioni di prezzo anteriormente all'annuncio di un mutamento di rating, a riprova del fatto che gli investitori non anticipano la variazione. Per converso, Hettenhouse e Sartoris (1976), nonché Weinstein (1977) concludono che le quotazioni obbligazionarie reagiscono ad

Studi passati sui mercati azionari e obbligazionari privati ...

---

<sup>3</sup> Il termine *review* è utilizzato da Moody's, *credit watch* da Standard & Poor's.

<sup>4</sup> Negli Stati Uniti le agenzie di rating non sono soggette alla "fair disclosure regulation" della Securities and Exchange Commission. Introdotta nel 2000, tale prescrizione vieta alle società di comunicare selettivamente al mercato informazioni di natura confidenziale, ma permette loro di condividere informazioni riservate con le agenzie di rating.

altre informazioni diffuse prima del cambiamento di rating. Steiner e Heinke (2001) analizzano il mercato obbligazionario internazionale rilevando significativi movimenti di prezzo fino a 100 giorni operativi prima della modifica di rating. Ciò nonostante, i corsi obbligazionari continuano a muoversi dopo l'annuncio effettivo di declassamenti e outlook negativi, anche se non nel caso di avanzamenti e outlook positivi.

Altri studi si incentrano sui mercati azionari, dai quali ci si può attendere un più immediato impatto di prezzo a motivo della loro maggiore liquidità. I risultati non sembrano peraltro differire da quelli ricavati dai mercati delle obbligazioni private. Secondo Pinches e Singleton (1978), il contenuto informativo dei mutamenti del rating di titoli di debito è trascurabile. E sebbene Griffin e Sanvicente (1982) dimostrino che i sovrarendimenti azionari dopo un declassamento sono significativamente negativi, quelli che seguono un miglioramento mancano di significatività statistica.

Ulteriori studi introducono variabili di controllo allo scopo di isolare meglio l'impatto degli eventi di rating sui prezzi. Ancora una volta i risultati non sono uniformi. Kliger e Sarig (2000) esaminano la reazione dei corsi azionari e obbligazionari alla revisione del sistema di rating di Moody's nel 1982; ne concludono che, sebbene i nuovi punteggi alfanumerici si basassero esattamente sulle stesse informazioni dei precedenti rating alfabetici, l'annuncio dei nuovi rating ebbe un impatto sulle quotazioni di entrambi i mercati. Hand et al. (1992) prendono in considerazione le passate modifiche di rating e outlook, separando gli annunci a seconda che siano stati preceduti o meno da altri eventi di rating: in entrambi i casi i declassamenti sono pienamente anticipati dagli operatori e non hanno quindi un impatto simultaneo sui prezzi delle azioni.

Nei paragrafi che seguono tenteremo di ampliare la letteratura sul valore informativo dei rating creditizi in due modi. Innanzitutto, ci soffermeremo sui credit default swap, che spesso sono più liquidi delle obbligazioni societarie riferite allo stesso emittente. In secondo luogo, terremo conto di vari eventi precedenti di rating, inclusi i cambiamenti di outlook e le review di diverse agenzie. Hull et al. (2003), forse i primi ad analizzare l'impatto degli eventi di rating sui prezzi dei credit default swap, rilevano che gli spread su questi strumenti tendono ad anticipare gli annunci negativi di rating. Essi, tuttavia, non prendono in esame i precedenti eventi di rating.

## Il mercato dei credit default swap

I tentativi di misurare la significatività informativa degli eventi di rating sono stati ostacolati dal fatto che i mercati del credito figurano storicamente tra i mercati finanziari meno liquidi. Le emissioni di obbligazioni private sono spesso di taglio modesto; in molti casi incorporano opzioni o altre caratteristiche peculiari che ne rendono complesso il pricing; sono difficili da prendere in prestito e, quindi, da vendere allo scoperto in previsione di un ampliamento degli spread; una volta collocate presso investitori istituzionali, tendono ad essere negoziate solo in minima parte. A causa di questa carenza di liquidità, è

... non concordano  
sull'ipotesi secondo  
cui i rating veico-  
lano informazioni  
aggiuntive

Questo studio si  
basa sui credit  
default swap ...

tutt'altro che facile capire se le variazioni di prezzo siano indotte dagli eventi di rating (o da altre informazioni) oppure da fattori specifici.

Con il credit default swap è stato creato un nuovo strumento creditizio in grado di offrire un vantaggio in termini di liquidità (ed è ciò che si ritiene avvenga in misura sempre maggiore). Un credit default swap (CDS) si configura in sostanza come un contratto di assicurazione contro le perdite derivanti da insolvenza. In un contratto CDS l'acquirente della protezione creditizia corrisponde al venditore della medesima una commissione periodica analoga al differenziale fra il rendimento del titolo e il tasso di interesse privo di rischio. In caso di insolvenza del debitore di riferimento, l'acquirente trasferisce di norma al venditore il debito dovuto dall'inadempiente, in cambio del versamento in un'unica soluzione di un importo pari al valore facciale del debito. La liquidità del mercato dei CDS è favorita dalla standardizzazione delle clausole contrattuali<sup>5</sup>, nonché dalla facilità con cui è possibile assumere posizioni corte acquistando la protezione creditizia.

... vista la loro maggiore liquidità

Utilizzando i dati MarkIT, società fornitrice di statistiche su derivati creditizi basata a Londra, abbiamo compilato un campione di prezzi giornalieri di CDS per 694 entità di riferimento su un periodo di tre anni (dal 1° gennaio 2001 al 31 dicembre 2003). I prezzi sono quelli delle transazioni effettive<sup>6</sup>. Il campione ricomprende istituzioni finanziarie e società non finanziarie con sede nell'area dell'euro, in Giappone, nel Regno Unito, negli Stati Uniti, in Svezia e Svizzera. Sono esclusi i soggetti con rating superiore ad AA o inferiore a BB poiché tendono ad essere meno liquidi; le negoziazioni di CDS si concentrano sulle entità quotate A e BBB (grafico 1)<sup>7</sup>. Inoltre, sono considerati solo i contratti con scadenza a cinque anni, poiché presentano la liquidità maggiore.

La liquidità è concentrata fra i soggetti con rating A e BBB

Nell'esaminare l'impatto degli eventi di rating sui prezzi è importante tener conto di possibili fattori sistematici a livello di intero mercato che potrebbero determinare movimenti simultanei di tutti i prezzi. Ad esempio, un aumento degli spread potrebbe derivare più dalla divulgazione di informazioni macroeconomiche peggiori del previsto che non da un evento di rating verificatosi lo stesso giorno. Per tener conto di ciò, costruiamo un indice di spread per un dato rating creditizio e lo portiamo in detrazione da ogni spread di CDS con pari rating. In altri termini, gli spread vengono aggiustati per i movimenti di prezzo comuni ai vari spread applicati a una determinata classe di rating.

È importante tener conto dei fattori sistematici ...

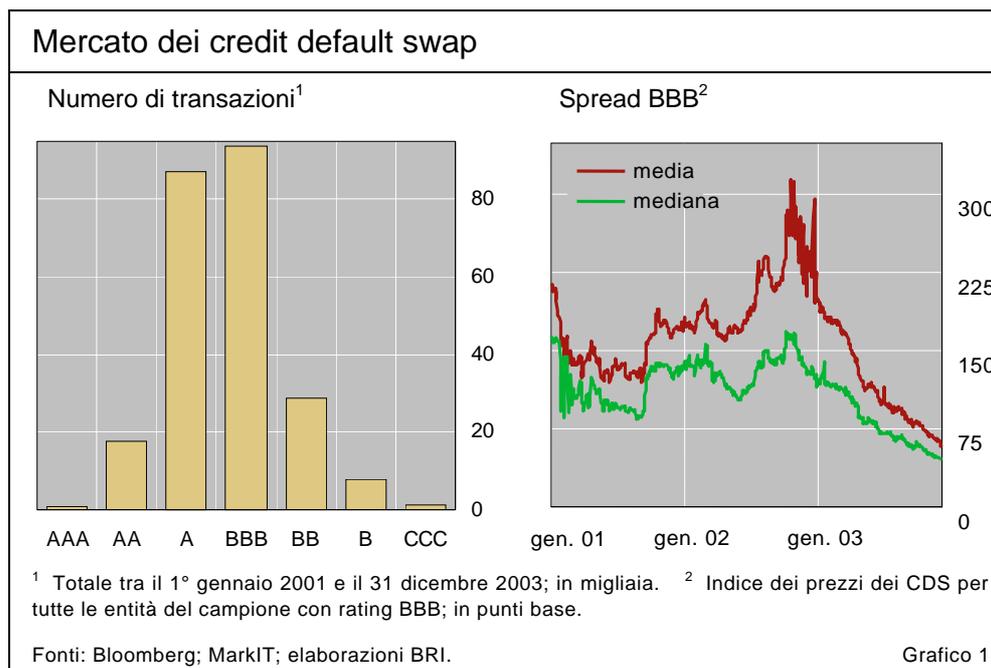
La costruzione dell'indice può produrre un impatto significativo sui risultati successivi. Idealmente, l'indice dovrebbe comprendere gli spread di tutte le entità di riferimento aventi rating analogo. Indici ampi di mercato di questo tipo

---

<sup>5</sup> Sono oggetto di scambio diversi tipi di contratti CDS e la principale differenza tra di essi è la definizione di insolvenza o evento creditizio. In particolare, non vi è omogeneità di trattamento per le ristrutturazioni del debito (cfr. BRI, 2003, pagg. 124–125).

<sup>6</sup> Per una data entità di riferimento la quotazione giornaliera è calcolata come media dei corsi di tutte le transazioni effettuate nella stessa giornata.

<sup>7</sup> Nel caso in cui un'entità sia quotata diversamente dalle varie agenzie ("split rating"), viene considerata la valutazione più bassa. Per semplicità, utilizzeremo i codici alfabetici di Standard & Poor's.



sono da tempo disponibili per le obbligazioni societarie; tuttavia, essendo probabile che le fluttuazioni del premio di liquidità siano maggiori per questi titoli che non per i CDS, gli indici obbligazionari possono difficilmente costituire proxy affidabili per gli spread dei CDS. Sul mercato dei CDS sono stati di recente lanciati indici ampi, in particolare TRAC-X e iBoxx, ma soltanto verso la fine del periodo considerato. Di conseguenza, sull'esempio di Hull et al. (2003) costruiamo un indice basato sui prezzi del nostro campione.

Benché Hull et al. (2003) calcolino uno spread medio, un indice basato sul valore mediano degli spread rappresenta forse in maniera migliore il campione. La distribuzione degli spread per ogni dato rating tende a presentare un'asimmetria altamente positiva. Come si osserva nel grafico 1, la media della distribuzione può essere pesantemente influenzata da una o due osservazioni estreme. La mediana fornisce pertanto una misura più accurata della tendenza centrale.

## Eventi di rating

... e dei precedenti eventi di rating

Nell'esaminare il valore informativo dei rating creditizi è importante considerare altri due fattori, oltre a quelli sistematici cui si è accennato poc'anzi. In primo luogo, i cambiamenti di rating sono spesso preceduti da altri annunci di rating che possono anticipare la nuova valutazione. Ciò vale soprattutto per le review che, come rilevato in precedenza, si traducono in genere in una variazione di rating nel giro di poche settimane. In secondo luogo, sovente le agenzie di rating non agiscono simultaneamente: il cambiamento di rating da parte di un'agenzia potrebbe essere già stato anticipato da un'altra.

Per tener conto di questi fattori, abbiamo separato gli eventi di rating preceduti da altri eventi analoghi nei 60 giorni operativi precedenti da quelli non preceduti da altri eventi. Ad esempio, abbiamo tenuto distinti i cambiamenti di

| Distribuzione degli eventi negativi di rating        |                       |                 |               |                  |
|--|-----------------------|-----------------|---------------|------------------|
| numero di eventi durante il periodo campione 2001–03 |                       |                 |               |                  |
|  | Tipologia dell'evento |                 |               | Tutti gli eventi |
|  | Outlook negativo      | Review negativa | Declassamento |                  |
| Tutti gli eventi                                     | 386                   | 754             | 870           | 2 010            |
| Moody's  | 176                   | 424             | 421           | 1 021            |
| Standard & Poor's                                    | 210                   | 330             | 449           | 989              |
| Senza eventi precedenti <sup>1</sup>                 | 237                   | 521             | 374           | 1 132            |
| Con eventi precedenti <sup>1</sup>                   | 149                   | 233             | 496           | 878              |
| per tipologia di evento <sup>2</sup> :               |                       |                 |               |                  |
| outlook negativo                                     | 35                    | 15              | 18            | 68               |
| review negativa                                      | 80                    | 126             | 382           | 588              |
| declassamento  | 76                    | 118             | 235           | 429              |
| per fonte <sup>2,3</sup> :                           |                       |                 |               |                  |
| stessa agenzia                                       | 77                    | 57              | 360           | 494              |
| agenzia diversa                                      | 112                   | 206             | 347           | 665              |

<sup>1</sup> Nei 60 giorni operativi precedenti l'evento di rating. <sup>2</sup> Alcuni eventi sono stati preceduti da più di un evento, e pertanto la somma della distribuzione degli eventi precedenti (per tipologia e per fonte) è maggiore della cifra riportata alla voce "Con eventi precedenti". <sup>3</sup> Agenzia che ha annunciato l'evento di rating precedente.

Fonte: Bloomberg. Tabella 1

rating preceduti da review da quelli non preceduti da altri annunci. Sono stati considerati gli annunci sia di Moody's sia di Standard & Poor's, e unicamente gli eventi per cui sono disponibili dati sugli spread di CDS nei 60 giorni prima dell'evento.

Per identificare gli eventi precedenti è stato scelto un periodo di 60 giorni, in quanto sembra improbabile che le agenzie attendano oltre prima di intervenire a fronte di informazioni rilevanti (e, difatti, nel campione 2001–2003 il periodo medio tra una review e un declassamento è di 49 giorni operativi). La finestra dell'evento è ulteriormente suddivisa in quattro intervalli temporali: da 60 a 21 giorni prima del nuovo evento (outlook, review o rating); da 20 a 2 giorni prima; dal giorno prima al giorno dopo; da 2 a 20 giorni dopo l'evento. Se i "rating event" sono pienamente anticipati, gli spread dovrebbero adeguarsi prima del verificarsi dell'evento, e quindi durante il primo o il secondo intervallo. Se gli annunci di rating contengono informazioni rilevanti ai fini del pricing, il loro effetto sugli spread dei CDS dovrebbe essere ravvisabile entro un giorno dal loro annuncio, ossia nel terzo intervallo. Nel caso di CDS meno liquidi, il pieno impatto di un evento di rating potrebbe prodursi nel quarto intervallo.

Sulla base di questi criteri, il campione comprende 2 010 eventi negativi di rating e 325 positivi. La distribuzione degli eventi negativi è riportata nella tabella 1. I declassamenti rappresentano il 43% degli eventi negativi, le review il 38% e i cambiamenti di outlook il 19%. Il 44% degli eventi negativi è stato preceduto da altri eventi di rating. Nel 60% circa dei casi, gli eventi precedenti sono costituiti da annunci di rating effettuati da altre agenzie.

Quasi la metà di tutti gli eventi negativi è stata preceduta da altri eventi di rating

## Risultati empirici

Per valutare l'impatto degli eventi di rating sugli spread dei CDS sono stati adottati due semplici metodi statistici. Il primo è un test basato sulla media: l'ipotesi nulla postula che la media dei cambiamenti degli spread dei CDS corretti per l'indice di mercato sia maggiore di zero per eventi di rating negativi e minore di zero per eventi di rating positivi<sup>8</sup>. Il secondo è un test non parametrico in base al segno, effettuato sul valore mediano delle variazioni degli spread aggiustati<sup>9</sup>; l'ipotesi nulla postula che tali variazioni presentino per metà segno positivo e per l'altra metà segno negativo.

Sebbene i test siano stati effettuati per eventi di rating sia positivi sia negativi, di seguito saranno presentati solo i risultati riguardanti gli eventi negativi. Infatti, anche se i risultati per gli eventi positivi potrebbero segnalare l'assenza di informazioni rilevanti ai fini del pricing, il numero di tali eventi nel campione è troppo basso per fornire risultati statisticamente significativi.

### Impatto dei declassamenti

Come si evince dalla tabella 2, i declassamenti hanno un impatto altamente significativo sugli spread dei CDS. Anche quando è preceduto da altri eventi di rating, l'annuncio di un downgrade produce comunque un effetto significativo.

Gli eventi positivi sono troppo pochi per fornire risultati significativi

I declassamenti hanno un impatto altamente significativo sugli spread dei CDS ...

| Impatto dei declassamenti sugli spread dei CDS  |                  |  |            |           |            |
|---|------------------|--|------------|-----------|------------|
| variazione media degli spread dei CDS aggiustati per l'indice di mercato; in punti base |                  |  |            |           |            |
| Classe di rating  | Numero di eventi | Numero di giorni operativi prima o dopo l'evento |            |           |            |
|   |                  | [-60 / -20)                                      | [-20 / -1) | [-1 / +1] | (+1 / +20] |
| <b>Eventi non preceduti da altri eventi di rating</b>                                   |                  |  |            |           |            |
| AA/Aa   | 50               | –  | –          | –         | –          |
| A/A   | 132              | –  | –          | 8 **      | –          |
| BBB/Baa   | 114              | 23 **  | 15 **      | 15 **     | 44 *       |
| BB/Ba   | 42               | –  | –          | –         | –          |
| <b>Eventi preceduti da altri eventi di rating</b>                                       |                  |  |            |           |            |
| AA/Aa   | 24               | –  | –          | –         | –          |
| A/A   | 142              | 33 ***   | 20 **      | 8 ***     | –          |
| BBB/Baa   | 196              | 87 ***   | 76 ***     | 52 ***    | –          |
| BB/Ba   | 76               | 165 ***  | 94 **      | 64 *      | –          |

Nota: \*\*\* indica che la variazione degli spread aggiustati dei CDS è maggiore di zero al livello di significatività dell'1%, \*\* al livello del 5% e \* al livello del 10%; – indica che la variazione non è significativamente diversa da zero.

Fonti: Bloomberg; MarkIT; elaborazioni BRI. Tabella 2

<sup>8</sup> Si ipotizza che le variazioni degli spread aggiustati siano indipendenti e abbiano una distribuzione *t* di Student con *n*-1 gradi di libertà, dove *n* è il numero di eventi nel campione.

<sup>9</sup> Tale tipo di test ha il vantaggio di non imporre ipotesi distributive sulla variazione degli spread aggiustati, ma presenta altresì lo svantaggio di non essere specificato correttamente in caso di distribuzione asimmetrica delle variazioni di spread.

L'impatto è massimo per le entità con rating A e BBB, mentre è marginale o nullo per quelle quotate AA e BB. Il maggiore impatto sui soggetti A e BBB rispecchia forse l'avversione degli investitori verso gli emittenti che rischiano di perdere il rango di qualità bancaria (divenendo "fallen angel"). A molti investitori istituzionali è fatto divieto di detenere obbligazioni al disotto dell'"investment grade", il che li porta spesso a ridimensionare i titoli di mutuatari che rischiano di divenire "fallen angel" molto prima che questi siano declassati al disotto di BBB-. Le turbative nel mercato statunitense della commercial paper agli inizi del 2001 e l'ondata di vendite sui mercati del credito a metà 2002 sono altrettanti esempi estremi dell'allontanamento degli investitori da titoli considerati a rischio di declassamento (BRI, 2001 e 2003).

Gli spread tendono ad ampliarsi molto prima dell'annuncio di un downgrade, e ciò vale soprattutto laddove questo è preceduto da altri eventi. Gli annunci di rating o di altro tipo effettuati nei 60 giorni precedenti il declassamento paiono produrre sugli spread aggiustati un impatto più marcato di quello del declassamento effettivo. Nel caso in cui questo non sia preceduto da altri eventi di rating, gli spread aggiustati delle entità quotate BBB aumentano anch'essi ben prima del declassamento. Tuttavia, in assenza di eventi di rating precedenti, gli operatori non sembrano anticipare i declassamenti di entità quotate A. Ciò è forse riconducibile al fatto che essi consacrano maggiori risorse all'analisi della qualità creditizia dei mutuatari con la tripla B – che rispetto a quelli con rating A hanno maggiori probabilità di trasformarsi in "fallen angel" – e potrebbero quindi adeguarsi più rapidamente alle nuove informazioni sulle prospettive di questi prenditori.

... anche quando vengono anticipati

#### *Impatto delle review negative*

Anche l'annuncio di una review negativa ha un impatto altamente significativo sugli spread aggiustati dei CDS. Anzi, gli operatori reagiscono alle review e ai declassamenti con la stessa intensità. Ciò concorda con l'intento della review, che è quello di mettere in guardia contro un imminente cambiamento di valutazione.

Gli investitori reagiscono alle review e ai declassamenti con la stessa intensità

Così come per i declassamenti, l'impatto di una review è significativo indipendentemente dal fatto che essa sia o meno preceduta da altri eventi di rating (tabella 3). E ancora una volta l'effetto è massimo per le entità quotate A e BBB. Rispetto ai declassamenti, le review hanno un impatto più significativo sugli spread aggiustati dei soggetti BB, ma stranamente solo quando sono precedute da altri eventi di rating: le review a sorpresa non hanno effetti significativi sugli spread aggiustati dei mutuatari di questa classe di rating.

Gli operatori sembrano anticipare le review negative, come mostrano gli aumenti generalizzati degli spread delle entità quotate A, BBB e BB nei 60 giorni precedenti. Gli spread per i soggetti A e BBB continuano ad ampliarsi anche durante i 20 giorni successivi alla review. Una spiegazione di questa risposta ritardata potrebbe risiedere in una carenza di liquidità. Tuttavia, dato che le classi A e BBB dei mercati di CDS sono considerate le più liquide, non è neanche da escludere che alla base degli ampliamenti successivi vi siano nuove informazioni.

| Impatto delle review negative sugli spread dei CDS   |                  |  |            |           |            |
|--|------------------|--|------------|-----------|------------|
| variazione media degli spread su CDS aggiustati per l'indice di mercato; in punti base   |                  |  |            |           |            |
| Classe di rating   | Numero di eventi | Numero di giorni operativi prima o dopo l'evento |            |           |            |
|  |                  | [-60 / -20)                                      | [-20 / -1) | [-1 / +1] | (+1 / +20] |
| <b>Eventi non preceduti da altri eventi di rating</b>  |                  |  |            |           |            |
| AA/Aa  | 41               | –  | –          | 6 *       | –          |
| A/A  | 174              | 4 *  | 14 ***     | 6 **      | 7 **       |
| BBB/Baa  | 177              | 19 ***   | 7 **       | 26 ***    | 49 **      |
| BB/Ba  | 61               | 76 ***   | 28 **      | –         | –          |
| <b>Eventi preceduti da altri eventi di rating</b>  |                  |  |            |           |            |
| AA/Aa  | 12               | –  | –          | –         | –          |
| A/A  | 70               | 12 **  | 23 ***     | 12 ***    | 15 *       |
| BBB/Baa  | 89               | 32 ***   | 45 ***     | 56 ***    | 34 **      |
| BB/Ba  | 44               | 82 ***   | 71 **      | 131 **    | –          |
| Nota: *** indica che la variazione degli spread aggiustati dei CDS è maggiore di zero al livello di significatività dell'1%, ** al livello del 5% e * al livello del 10%; – indica che la variazione non è significativamente diversa da zero. |                  |  |            |           |            |
| Fonti: Bloomberg; MarkIT; elaborazioni BRI.  |                  |  |            |           |            |
|  |                  |  |            |           | Tabella 3  |

#### Impatto degli outlook negativi

I cambiamenti di outlook hanno solo un impatto marginale

I cambiamenti di outlook hanno l'impatto meno significativo sugli spread dei CDS, in termini sia statistici che economici. Come accennato in precedenza, i cambiamenti di outlook hanno la finalità di indicare le tendenze a lungo termine

| Impatto degli outlook negativi sugli spread dei CDS  |                  |  |            |           |            |
|--|------------------|--|------------|-----------|------------|
| variazione media degli spread su CDS aggiustati per l'indice di mercato; in punti base   |                  |  |            |           |            |
| Classe di rating   | Numero di eventi | Numero di giorni operativi prima o dopo l'evento |            |           |            |
|  |                  | [-60 / -20)                                      | [-20 / -1) | [-1 / +1] | (+1 / +20) |
| <b>Eventi non preceduti da altri eventi di rating</b>  |                  |  |            |           |            |
| AA/Aa  | 14               | –  | –          | –         | –          |
| A/A  | 62               | –  | –          | 2 *       | –          |
| BBB/Baa  | 52               | –  | –          | 4 *       | –          |
| BB/Ba  | 22               | –  | –          | 9*        | –          |
| <b>Eventi preceduti da altri eventi di rating</b>  |                  |  |            |           |            |
| AA/Aa  | 4                | –  | –          | –         | –          |
| A/A  | 39               | 14 *   | –          | 2 *       | –          |
| BBB/Baa  | 41               | –  | –          | 5 **      | –          |
| BB/Ba  | 29               | –  | –          | –         | –          |
| Nota: *** indica che la variazione degli spread aggiustati dei CDS è maggiore di zero al livello di significatività dell'1%, ** al livello del 5% e * al livello del 10%; – indica che la variazione non è significativamente diversa da zero. |                  |  |            |           |            |
| Fonti: Bloomberg; MarkIT; elaborazioni BRI.  |                  |  |            |           |            |
|  |                  |  |            |           | Tabella 4  |

della qualità creditizia, e possono condurre o meno a cambiamenti di rating. Non sorprende, pertanto, che il loro effetto sugli spread sia solo marginale.

L'impatto dei cambiamenti di outlook sembra essere più significativo – pur restando comunque contenuto – per i potenziali “fallen angel” che non per gli altri prenditori. Come mostra la tabella 4, un cambiamento di outlook ha un impatto maggiore di zero a livelli di significatività inferiori al 10% solo per le entità quotate BBB e solo se preceduto da altri eventi di rating. Un cambiamento di outlook sembra avere il massimo valore informativo quando è inserito all'interno di una serie di annunci negativi riferiti a un emittente che rischia di perdere lo status di qualità bancaria.

## Conclusioni

I dati relativi al mercato dei credit default swap indicano che gli eventi negativi di rating hanno un impatto altamente significativo sugli spread creditizi. L'effetto è massimo per le review negative e i declassamenti, e minimo per i cambiamenti di outlook. L'impatto è inoltre significativo anche quando gli eventi di rating sono anticipati da un precedente ampliamento degli spread dei CDS.

Va notato che i risultati sono simili a prescindere dal fatto che gli annunci siano o meno preceduti da altri eventi di rating. Considerando che gli eventi precedenti sono per oltre la metà cambiamenti di rating effettuati da altre agenzie, i risultati suggeriscono che due rating potrebbero avere un contenuto informativo maggiore di una singola valutazione; sia il primo che il secondo rating sembrano presentare informazioni rilevanti ai fini del pricing. Cantor et al. (1997) giungono a risultati simili, rilevando come nel caso di “split rating” entrambe le valutazioni influenzino gli spread dei titoli societari.

L'impatto degli eventi di rating è massimo per i mutuatari quotati A e BBB. Tale fenomeno potrebbe rispecchiare la maggiore liquidità di questi segmenti del mercato dei CDS o, in alternativa, l'avversione degli investitori nei confronti degli emittenti che rischiano di divenire “fallen angel”. In tale ultimo caso, l'impatto degli annunci di rating potrebbe essere attenuato promuovendo l'integrazione dei mercati dei titoli “investment grade” e “high-yield”, in modo da ridurre i costi connessi con la perdita del rango di qualità bancaria. Ciò richiederebbe un cambiamento nelle prassi di gestione del rischio creditizio da parte degli investitori istituzionali, ponendo maggiore enfasi sulla valutazione interna del merito di credito a scapito dei rating delle agenzie. Sarebbe altresì necessario rivedere gli statuti e i regolamenti che in molti casi impediscono alle istituzioni regolamentate di investire in titoli di debito a basso rating<sup>10</sup>.

Il doppio rating avrebbe un contenuto informativo maggiore del rating singolo

L'impatto è massimo quando è a rischio lo status di qualità bancaria

## Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2001): *71<sup>a</sup> Relazione annuale*, 11 giugno.

---

<sup>10</sup> Negli Stati Uniti otto statuti e 47 regolamenti federali, nonché oltre 100 leggi e regolamenti statali fanno riferimento ai rating creditizi (Senato degli Stati Uniti, 2002, pag. 102).

——— (2003): 73<sup>a</sup> *Relazione annuale*, 30 giugno.

Cantor, R., F. Packer e K. Cole (1997): "Split ratings and the pricing of credit risk", *Journal of Fixed Income*, vol. 7, n. 3, dicembre, pagg. 72–82.

Griffin, P.A. e A.Z. Sanvicente (1982): "Common stock returns and rating changes: a methodological comparison", *Journal of Finance*, vol. 37, issue 1, pagg. 103–119.

Hand, J.R.M., R.W. Holthausen e R.W. Leftwich (1992): "The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices", *Journal of Finance*, vol. 47, issue 2, pagg. 733–752.

Hettenhouse, G. e W. Sartoris (1976): "An analysis of the informational value of bond rating changes", *Quarterly Review of Economics and Business*, vol. 16, estate, pagg. 65–76.

Hull, J., M. Predescu e A. White (2003): *The relationship between credit default swap spreads, bond yields, and credit rating announcements*, University of Toronto, giugno, mimeo.

Katz, S. (1974): "The price adjustment process of bonds to rating reclassifications: a test of bond market efficiency", *Journal of Finance*, vol. 29, issue 2, pagg. 551–559.

Kliger, D. e O. Sarig (2000): "The information value of bond ratings", *Journal of Finance*, vol. 25, issue 6, pagg. 2879–2902.

Pinches, E.G. e J.C. Singleton (1978): "The adjustment of stock prices to bond rating changes", *Journal of Finance*, vol. 33, issue 1, pagg. 29–44.

Senato degli Stati Uniti (2002): *Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs*, Report of the Staff to the Senate Committee on Governmental Affairs, 8 ottobre.

Steiner, M. e V. Heinke (2001): "Event study concerning international bond price effects of credit rating actions", *International Journal of Finance and Economics*, vol. 6, pagg. 139–157.

Weinstein, M. (1977): "The effect of a rating change announcement on bond price", *Journal of Financial Economics*, vol. 5, pagg. 329–350.

