



Rapporto finale sulla ricerca

***Il rating per le Piccole e Medie Imprese (PMI)  
in Europa***

di

*Massimo Deandreis*

1998

## **Indice**

<b>1</b>	<b>Presentazione</b>	<i>pag.</i>	3
<b>2</b>	<b>Rapporto finale</b>	<i>pag.</i>	5
2.1	Il rating, le asimmetrie di informazione ed il mercato dei capitali	<i>pag.</i>	5
2.2	La percezione che imprenditori ed operatori finanziari hanno nei confronti dell'utilità del rating per le PMI	<i>pag.</i>	6
2.3	Le peculiarità ed i problemi del rating per le PMI	<i>pag.</i>	7
2.4	Il rating sulle emissioni obbligazionarie e le caratteristiche delle PMI	<i>pag.</i>	8
2.5	Il rating sulla solidità economico-finanziaria dell'impresa e l'accesso al credito	<i>pag.</i>	9
2.6	L'effetto commerciale del rating	<i>pag.</i>	10
2.7	Le specificità del criterio di classificazione del rating per le PMI	<i>pag.</i>	11
2.8	Le esperienze europee: la Francia	<i>pag.</i>	11
2.9	Le esperienze europee: il Regno Unito	<i>pag.</i>	13
2.10	Le esperienze europee: l'Italia	<i>pag.</i>	14
2.11	Caratteristiche, ruolo e tendenze delle agenzie di rating nei confronti del segmento delle PMI in Europa	<i>pag.</i>	16
2.12	Il ruolo degli altri operatori specializzati nell'elaborazione di informazione finanziaria	<i>pag.</i>	18
2.13	Il ruolo di incoraggiamento dei poteri pubblici e della Commissione Europea	<i>pag.</i>	19
2.14	Il fallimento delle precedenti esperienze di agenzie europee e le prospettive attuali di specializzazione nel rating delle PMI	<i>pag.</i>	20
<b>3</b>	<b>Conclusioni</b>	<i>pag.</i>	22

## **PRESENTAZIONE**

La presente relazione è la sintesi della ricerca condotta dall'Associazione Torino Finanza, in collaborazione con l'ACFRE, sul mercato europeo del rating e sulle possibilità di sviluppo di questo strumento per le PMI in Italia così come in Europa.

Le ragioni che hanno spinto la ricerca vengono dalla presa di coscienza che le PMI europee dovranno fare fronte, nel corso dei prossimi anni, alla sfida della crescita dimensionale e dell'internazionalizzazione. In questo contesto sopraggiunge l'esigenza di intensificare i canali di finanziamento alle imprese sia di tipo finanziario sia di tipo bancario. Si tratta dunque di favorire una più grande entrata di capitali, anche a rischio, alle PMI, per sviluppare un sistema di finanziamento all'impresa più razionale che vada al di là della dimensione dell'autofinanziamento.

In questo contesto il rating, come componente del processo d'innovazione finanziaria, assume un'importanza particolare poiché aumenta l'informazione e la trasparenza del mercato, favorendo così l'accesso delle imprese al mercato dei capitali (nazionale ed internazionale) permettendo loro, al contempo, un rapporto più dinamico con il mondo bancario.

Tuttavia sappiamo che il rating, in più di essere quantitativamente poco diffuso, è una pratica normalmente limitata ai grandi gruppi industriali, alle collettività locali ed agli Stati, cioè ai soggetti che fanno abitualmente ricorso al mercato internazionale dei capitali per finanziarsi e che necessitano dunque di uno strumento che trasmetta ai mercati, via la valutazione espressa da degli operatori esterni e competenti, un giudizio di affidabilità

Dunque benché il rating per le PMI sia marginale (per lo meno sotto la sua forma classica di valutazione delle capacità dell'impresa di rimborsare i prestiti obbligazionari) gli interrogativi sull'utilità e sulle modalità che questa pratica può assumere per le PMI restano pertinenti, per una entrata più rapida delle PMI nel mercato dei capitali e per un accesso più facile al credito bancario.

Così gli obiettivi che hanno spinto questa ricerca vengono dalla volontà di conoscere e di approfondire le cause del debole sviluppo del rating per le PMI e di verificare la possibilità di crescita del suo mercato in questo segmento. In oltre si è voluto orientarsi verso una dimensione più operativa facendo un primo studio presso operatori competenti (banche, agenzie e imprenditori europei) al fine di conoscere le loro valutazioni. Per finire, si è cercato di offrire dei punti di riflessione ed alcune proposte esecutive sul ruolo dei poteri pubblici e della Commissione europea così come sull'opportunità che nasca una agenzia europea specializzata nel rating delle PMI.

Il quadro della ricerca non è solo stato il mercato italiano, anche se un grande spazio gli è dedicato, ma anche e soprattutto il mercato europeo; questo perché la crescita di tutti gli strumenti che permettono la riduzione delle asimmetrie di informazione, l'aumento della trasparenza del mercato ed in definitiva una più appropriata allocazione dei capitali e delle nuove opportunità di finanziamento per le imprese, rappresentano una esigenza comune agli imprenditori, investitori e risparmiatori di tutti i paesi europei.

Posta la dimensione europea del nostro studio, la metodologia seguita si è basata su tre elementi:

1. Una ricerca bibliografica accompagnata da numerosi testi confidenziali;
2. Una serie di colloqui con degli operatori europei del settore (banche, organismi internazionali ed agenzie di rating) al fine di raccogliere la loro opinione sulla possibile diffusione del rating per le PMI e sulle necessità e modalità pratiche affinché un operatore europeo (agenzia) si specializzi in questo segmento;
3. Infine un doppio questionario, distribuito in Europa via le strutture ACFRE. Il primo indirizzato agli imprenditori europei per sapere in che misura considerano utile ed auspicabile la diffusione del rating per le piccole e medie imprese, ed il secondo distribuito agli specialisti finanziari, per conoscere la loro valutazione attraverso delle domande più tecniche.

La relazione che segue si divide in due parti: nella prima (rapporto) presentiamo, in versione sintetica, i principali elementi che sono emersi nel corso di questo lavoro (eccezione fatta dei dati completi sui questionari<sup>1</sup>) ed alcuni punti di interesse sono messi in evidenza. Nella seconda parte (proposte esecutive) alcune proposte che sono state rivolte all'Associazione Torino Finanza ed all'ACFRE sono formulate sulle possibili azioni da intraprendere per sostenere lo sviluppo del rating per le PMI.

---

<sup>1</sup> Attualmente tutti i questionari che abbiamo distribuito (10 per ogni membro ACFRE per un totale di 120) non sono ancora pervenuti; tuttavia, disponiamo di un numero sufficiente di questionari per mettere in evidenza alcune significative tendenze di fondo. Cf. § 2.2

## **RAPPORTO FINALE**

### *2.1 Il rating, le asimmetrie di informazione ed il mercato dei capitali*

Nella formulazione classica, per rating si intende l'apprezzamento espresso da una entità esterna ed indipendente (agenzia) sulla capacità di un emittente (Stato sovrano, impresa, banca o collettività locale) di fare fronte al pagamento del capitale e degli interessi relativi alla emissione di titoli di credito e questo durante tutta la vita del prestito.

La valutazione espressa dall'Agenzia, è in seguito classificata secondo il rischio stabilito. Rappresenta, per i mercati, una indicazione preziosa sul grado di solvibilità e dunque sulla percentuale di rischio inerente ad ogni emissione. In generale, in effetti, il rating è impiegato per esaminare una emissione unica di valori mobiliari o, ad ogni modo, la capacità da parte dell'emittente di ripagare il prestito obbligazionario; il giudizio finale dunque si riferisce solo in modo indiretto alla valutazione dell'impresa. Questo perché, benché la qualità di un titolo sia strettamente legata alla qualità dell'emittente, la solidità finanziaria e patrimoniale di quest'ultimo può variare con ogni nuova emissione.

Partendo da questa definizione del rating, si deduce che l'essenza di questa pratica tiene in due parole: comunicazione, informazione.

Il rating si caratterizza dall'aumento di trasparenza del mercato, aumentando il grado di informazione di quest'ultimo e producendo un triplo interesse:

1. Per l'impresa che decide di farselo attribuire, l'utilità è strettamente legata alla possibilità di pagare un tasso di interesse minore sulle sue obbligazioni, se il rating attribuito rappresenta per gli investitori una garanzia di minori rischi. In più, esiste un "effetto marketing" inerente ad ogni nuovo rating positivo, che può portare dei benefici in termini di immagine soprattutto sul mercato finanziario ma anche, per alcuni settori (es. banche), sulla clientela più accorta.
2. Per le agenzie di rating l'interesse si trova nella capacità di produrre dei profitti che derivano per circa l'85% dalle commissioni che si fanno pagare. Queste commissioni sono in parte fisse (sorta di abbonamento annuale) ed in parte una percentuale del totale dell'emissione<sup>2</sup>
3. Per la "collettività" che lavora nel mercato, l'utilità si realizza nel senso che il rating permette ad ogni soggetto, ma soprattutto agli investitori ed ai risparmiatori, di beneficiare del bene *informazione*, migliorando così l'allocazione dei capitali.

Peraltro l'importanza dell'informazione ai fini di un corretto funzionamento dei mercati finanziari è stata ampiamente discussa in bibliografia. Notiamo che Stigler sottolineava come "l'informazione è una risorsa costosa"<sup>3</sup> e che doveva essere dunque trattata come un altro bene economico.

---

<sup>2</sup> Gli oneri delle commissioni addebitati dalle agenzie alle imprese per l'attribuzione del rating è quantificabile al massimo con lo 0,2% dell'importo dei titoli emessi.

<sup>3</sup> Cf. STIGLER, G.L., *The economics of information*, in "Journal of Political Economy" 1984, in oltre Cf. MONTI, E., *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, in "Bancaria", Mensile ABI, anno 51, aprile 1995, n.4, ed inoltre MONTI, E., *Le asimmetrie informative e l'attività di rating*, LUISS, Roma, 1995. In oltre, per quel che riguarda i rapporti tra rating ed informazione finanziaria Cf. LEMEE, H., *Notation et information financière*, in "Banque Stratégie" Vol 2, Paris, février

In questo senso l'intervento degli operatori specializzati nella produzione di informazioni, come le agenzie di rating, permette il superamento delle barriere informative ed il miglioramento del monitoraggio delle differenti opportunità di finanziamento disponibili sul mercato.

Il rating è, in definitiva, un servizio organizzato e personalizzato di informazione; il suo costo, sovente inevitabile per gli operatori finanziari che vogliono stimare, in modo razionale, le opportunità del mercato, permette di ridurre e di razionalizzare i costi che ogni operatore dovrebbe, in modo individuale, con una maggiore applicazione e dei risultati incerti, sostenere per acquisire le informazioni indispensabili alla scelta dell'investimento.

Il rating permette dunque la riduzione dell'esposizione ad alcune forme di rischio, facilita i meccanismi del processo finanziario in termini di ravvicinamento del risparmio agli investitori ed è dunque una innovazione finanziaria che serve da catalizzatore per lo sviluppo del mercato dei capitali privati<sup>4</sup> e riduce le barriere all'entrata di nuove imprese.

## *2.2 La percezione che imprenditori ed operatori finanziari hanno nei confronti dell'utilità del rating per le PMI*

Parallelamente a queste considerazioni è fondamentale capire quale è la percezione che imprenditori ed investitori hanno al riguardo del rating per le PMI. Nel corso di numerosi incontri con eminenti rappresentanti di agenzie di rating, degli operatori finanziari e degli impiegati di banche<sup>5</sup>, l'impressione che tutti stimavano, come un fattore estremamente positivo, la diffusione di questa pratica per le PMI, è nettamente stata evidenziata anche se sono state sollevate da parte delle agenzie delle obiezioni riguardanti il vantaggio e la fattibilità di un rating per le PMI (§ seguenti).

Particolarmente interessante si è inseguito dimostrata una prima e sommaria indagine sulle risposte già pervenute all'*Associazione Torino Finanza* in relazione ai questionari diffusi via l'ACFRE. Anche se si tratta di un campione ristretto, su alcune

---

1992; e REITER, S., -ZIEBART, D., *Bond yields, rating and financial information: evidence from public utility*, in "Financial Review" 26(1), February 1991, pagine45-73.

<sup>4</sup> Cf. CARRETTA, A.; BASILE, I.; MUNARI, L., *L'innovazione finanziaria*, Giuffré, Milano, 1987. È importante ricordare che nella concezione classica il rating si sviluppa nel momento in cui esiste già un mercato dei capitali che richiede un maggior livello di informazione. È dunque l'*effetto* e non la *causa* dell'esistenza di un mercato di capitali privati. Tuttavia è necessario riflettere sul fatto che l'esistenza del rating aumenta l'efficienza del mercato ed induce dei nuovi soggetti (imprese) ad entrarci per trovare dei capitali. In questo senso il rating costituisce uno strumento che induce lo sviluppo del mercato. È da questo punto di vista che il rating è stato preso in considerazione dai poteri pubblici in numerosi paesi europei che hanno tentato di sostenere la diffusione di questa pratica. È quello che è ad esempio successo in Francia, ma è anche il modello che ha provato a seguire la Commissione CEE nell'adozione di alcune direttive sul mercato unico dei capitali. Cf. § 2.8 e § 2.13 e seguenti.

<sup>5</sup> Durante la realizzazione di questo lavoro, numerosi incontri si sono svolti con eminenti rappresentanti finanziari europei tra i quali: la Sig.ra Dominique DANIEL, Direttore Generale del gruppo IBCA; Mr. Maurizio MOROLLI e Mrs. Sophie CHILDS manager dell'IBCA Ltd, Londra; Mr. Eric de BODARD, Direttore Generale di Moody's Francia e Mr. Raymond W. McDANIEL, Direttore Département Europe di Moody's France, Parigi; Dott. Bruno Bianchi, Direttore Centrale della Banca d'Italia, Roma; Dott. Marco CECHI DE ROSSI, Capo del servizio di pianificazione e di controllo del Mediocredito Centrale, Roma; Dott. Antonio BRIZIO, Direttore Commerciale del CD-ROM-Bureau van Dijk, Milano; Mr. Venceslao STEVENS et Mr. Nicholas J. HILL, managers ed esperti finanziari di l'HAMBROS Bank Ltd, Londra.

risposte emergono delle percentuali significative che possono testimoniare di una forte percezione, da parte di imprenditori di PMI europee, dell'utilità del rating. È soprattutto interessante notare che la maggior parte delle persone che hanno risposto dichiarano di aver emesso delle obbligazioni nel corso degli ultimi due anni, ma nessuna dichiara aver fatto ricorso al rating. Tuttavia, al contempo, in una scaletta sull'utilità del rating che va da "nullo; basso; medio; elevato; molto elevato" una sola risposta considera "basso" il grado di utilità del rating mentre tutte le altre risposte danno un giudizio positivo, che si divide tra "medio" e "elevato" con una predominanza di questo ultimo giudizio.

Dalle primissime risposte pervenute del questionario ACFRE per i professionali finanziari provenienti dalla Grande Bretagna e dalla Spagna, emerge inoltre una conferma di questi dati. Alla domanda su quali dovrebbero essere le nicchie di mercato per un'agenzia che vorrebbe introdursi nel mercato europeo del rating senza fare concorrenza alle agenzie americane, 5 risposte su 6 hanno indicato le PMI ed una risposta ha indicato le collettività locali.

Senza alcun dubbio non è possibile trarre delle indicazioni precise da dati così limitati, ed è necessario aspettare tutte le risposte che arriveranno in seguito per poter dunque procedere ad una seria elaborazione. Tuttavia, vista la casualità del campione di risposte pervenute e le forti indicazioni che se ne deduce, ci è sembrato opportuno anticiparle a sostegno di opinioni di eminenti specialisti.

La sensazione generale è che il rating per le PMI è percepito come un passo decisivo verso il miglioramento dell'efficienza del mercato dei capitali e come un servizio utile alle imprese che molti vorrebbero vedere essere realizzato. Tuttavia, come metteremo in evidenza nelle pagine che seguono, il rating per le PMI non è ancora stato considerato come un *business* redditizio dalle agenzie a causa di alcune peculiarità delle PMI.

### *2.3 Le peculiarità ed i problemi del rating per le PMI*

Esistono delle obiezioni riguardanti l'applicabilità del rating alle PMI, che provengono da alcune delle loro peculiarità. In particolare esistono tre tipi di problemi ai quali è necessario dare una risposta:

1. La prima obiezione che normalmente viene posta è che le imprese europee di piccole e medie dimensioni hanno raramente ricorso al mercato dei capitali per il loro finanziamento e quando vi ricorrono, privilegiano i mercati locali, dove l'effetto di informazione per quello che li riguarda è maggiore. Molto rari sono i casi di PMI che ricorrono ai mercati internazionali dei capitali. In questi casi, il rating sul debito non è necessario e questa sarebbe la principale causa della sua scarsa diffusione per le PMI.
2. Inoltre la bibliografia<sup>6</sup> fa notare che quando le PMI fanno ricorso al mercato, la fanno, visto le loro dimensioni, attraverso l'emissione unitaria di somme piuttosto

---

<sup>6</sup> Cf. BASILE, I., *L'attività di rating nei mercati esteri e le prospettive di diffusione in Italia*, in "Zenith" n.2, Bologna, 1991; FORESTIERI, G., (a cura di) *La previsione delle insolvenze aziendali*, Università Bocconi, Milano, Giuffrè Editore, 1986; GUILLOU, J.P., *Influence de la notation sur les marchés financiers*, in "Banque stratégie" vol. 2, febbraio 1992; HOLTHAUSEN, R.W.-LEFTWICH R.W., *The effect of bond rating change on common stock prices*, in "Journal of Financial Economics" 17(1) settembre 1986; LEMEE, H., *Notation et information financière* citato sopra. MONTI, E., *Le asimmetrie informative e l'attività di rating: una proposta per l'Italia*, citato sopra. *Le asimmetrie informative e*

basse. Poiché le remunerazioni richieste dalle agenzie di rating sono generalmente divise in una parte fissa ed in una parte variabile in funzione della somma classificata, ne segue che la somma fissa delle commissioni ha naturalmente una incidenza più grande quando è rapportata a dei quantitativi limitati. Questo fattore ha una influenza sensibile sul vantaggio del rating per le imprese (rapporto costo del rating/profitto d'un minor tasso di interesse passivo aspettato).

3. In modo parallelo, il vantaggio economico per le agenzie diminuisce. Il rating necessita di un processo di analisi che è quasi uguale che si tratti di una emissione consistente o che questa sia più contenuta. Ne deriva che per le piccole emissioni, ad uguale lavoro di analisi, il redditività delle agenzie diminuisce.

#### *2.4 Il rating sulle emissioni obbligazionarie e le caratteristiche delle PMI*

Il rating sul debito delle PMI deve dunque superare gli ostacoli che sono stati fino adesso la principale causa della debole attrazione che le agenzie hanno dimostrato nei confronti del settore delle piccole e medie imprese. Questi dati "obiettivi" sono all'origine del deficit dell'offerta del rating per le PMI, anche se, come abbiamo visto nel § 2.2, esiste una percezione significativa dell'utilità del rating che nasconde probabilmente una importante domanda, anche se dal punto di vista della teoria finanziaria le barriere qui sopra sarebbero superabili se l'offerta del rating generasse un circolo virtuoso capace di indurre lo sviluppo del mercato dei capitali.

Tenendo conto che la fase di inizio del rating per le PMI potrebbe essere particolarmente critica dal punto di vista della redditività delle agenzie, un mercato provvisto di strumenti capaci di evitare i problemi patologici di efficienza, ampiezza e trasparenza, potrebbe indurre le nuove imprese ad entrare sul mercato dei capitali, contribuendo così al suo consolidamento. Questo sviluppo indotto potrebbe generare un grande vantaggio per le agenzie di rating che deciderebbero di operare per le PMI, poiché la più scarsa redditività del rating su una piccola emissione sarebbe compensata dall'elevato numero di imprese indotte a chiedere un rating.

---

*l'attività di rating* citato sopra ONADO, M., *Economia dei sistemi finanziari*, Bologna, Il Mulino, 1992; POPLU, P., *Le "rating" la notation et les marchés*, in "Banque" n. 507, luglio - agosto 1990; THOMPSON, G. - WAZ, P., *Dual rating: a test of the certification function of rating agencies*, in "Financial Review" 25(3) agosto 1990, pag. 457-71; WEBSTER, G. J. - LICHTY, W.L., *Rating analysis and practice*, Hillsdale, L. Erlbaum Associates, 1991.



Secondo una ricerca dell'istituto Lorenzetti<sup>7</sup> "l'effetto rating" sarebbe anche più grande per le PMI che per le imprese di grandi dimensioni. Questo perché il miglioramento del rating è una funzione crescente della percentuale di aumento del capitale ed il rapporto tra la somma degli utili netti attualizzati e l'incasso è crescente. Le PMI essendo delle imprese che realizzano gli aumenti di capitale in percentuale più elevati, si viene a supporre che l'effetto rating sia una funzione inversa della dimensione dell'impresa.

Se dimostrata, questa ipotesi sarebbe la conferma che l'assenza di rating sul debito delle PMI è da attribuirsi principalmente a un deficit di offerta da parte delle imprese ed a una carenza "culturale" del mercato, che non ha ancora totalmente realizzato l'utilità dell'estensione del rating alle imprese di piccole e medie dimensioni.

## 2.5 Il rating sulla solidità economico-finanziaria dell'impresa e l'accesso al credito

Esiste, poi, un'altra risposta possibile alle obiezioni sollevate al § 2.3. Se si cambia prospettiva e si esce dalla concezione classica del rating (analisi del debito obbligazionario) si può giungere ad una definizione leggermente differente: rating limitato alla sola analisi economico - finanziaria dell'impresa.

È opportuno sottolineare che non si tratta di sconvolgere i concetti esposti fino ad ora; l'analisi dell'impresa costituisce comunque il primo passo di un rating che porta alla valutazione di una emissione e costituisce inoltre la parte dell'analisi avente il più grande valore aggiunto poiché deve stimare tanto l'ambiente dell'impresa (paese, regione, settore produttivo) quanto gli aspetti microeconomici ed i dati di bilancio<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cf. PERRINI Franco, *L'applicabilità del rating in Italia e il mercato mobiliare delle PMI*, Istituto Lorenzetti, Università Bocconi, Milano, non publ. L'autore, prendendo l'idea della "Associazione Torino Finanza", *Il mercato locale del Nord Ovest*, quaderni ASEFI n. 7/1992 costruisce la seguente equazione funzionale come spiegazione dell'effetto rating per le PMI:

$$r(\text{PMI}) = \text{###}i = f(g, S)$$

$r(\text{PMI})$  rappresenta l'effetto rating per una PMI  
 $\text{###}i$  rappresenta la variazione del tasso di interesse passivo  
 $g$  rappresenta il grado di indebitamento  
 $S$  rappresenta le dimensioni dell'impresa per volume di giro di affari.

<sup>8</sup> Gli analisti tentano innanzi tutto di ricostruire l'ambiente nel quale l'impresa opera, raccogliendo delle informazioni di carattere sociale, culturale, politico ed economico sul paese di residenza dell'impresa; dopo, si concentrano sulle caratteristiche del settore industriale d'attività. Per la valutazione del rischio paese si considera il ruolo sostenuto dall'impresa nell'economia nazionale e le sue prospettive economiche. L'analisi del settore industriale risulta determinante per definire il rischio economico dell'impresa, e in modo particolare la sua posizione all'interno del mercato. A questo punto, si viene a considerare i fattori microeconomici: principalmente la capacità dell'emittente di generare del liquido nel futuro in modo tale da permettergli di fare fronte alle proprie obbligazioni. Gli indici di bilancio utilizzati non sono mai gli stessi per ogni impresa, ma sono scelti ad ogni volta in funzione delle caratteristiche del settore e dell'impresa sottomessa a valutazione. Dal punto di vista dell'organizzazione, una grande importanza è attribuita alla struttura del gruppo al quale l'impresa appartiene, ai sistemi di controllo di gestione ed all'esperienza e qualità del management. Solo a questo punto gli analisti voltano la loro attenzione sulle caratteristiche dell'emissione alla quale si dovrà assegnare il rating. Esaminano innanzi tutto le ragioni per le quali l'impresa ha voluto o ha

Questo tipo di rating, non ancora abbastanza apprezzato dalle agenzie<sup>9</sup>, ma tuttavia in fase di sviluppo dalle altre entità specializzate<sup>10</sup>, può avere un ruolo molto importante anche per una piccola impresa che normalmente non emette obbligazioni. La PMI può trovare interessante di farsi attribuire un rating al fine di potere accedere più facilmente al credito sulla sua piazza o su delle piazze differenti. Il vantaggio per l'impresa consiste in delle migliori quotazioni bancarie alle quali può avere accesso grazie alla valutazione espressa su di lei dall'agenzia.

Nel caso di piccole o medie banche o di casse di risparmio, queste hanno generalmente delle capacità più ridotte, considerati i costi relativi, a fare in proprio delle analisi puntuali di clienti di medie dimensioni, e hanno così tendenza ad assimilare completamente o in parte (in funzione del grado di fiducia che hanno nei riguardi del soggetto che realizza l'analisi) i giudizi espressi dalle istituzioni<sup>11</sup>.

Questo tipo di rating imporrebbe una riflessione sulle modalità di pagamento delle agenzie. Infatti, se il rating sul debito è pagato dall'emittente e va anche a beneficio degli investitori (che hanno una grande pluralità), il rating realizzato unicamente sulla solidità economico - finanziaria dell'impresa andrebbe a beneficio dell'impresa (che otterrebbe un accesso più facile al credito ed un effetto ,marketing) e della banca (che realizzerebbe un risparmio sui costi di analisi). In questo caso i costi del rating potrebbero essere distribuiti tra banche e imprese con un abbonamento congiunto<sup>12</sup>.

## 2.6 L'effetto commerciale del rating

È ora importante sottolineare l'esistenza di un effetto commerciale del rating prodotto sia dall'accesso più facile al credito bancario, sia "dall'effetto marketing".

Per un'impresa di piccola o media dimensione, il giudizio di un'agenzia di fama internazionale, costituisce un modo importante attraverso il quale farsi conoscere sui mercati finanziari e commerciali differenti di quelli di provenienza, con dei conseguenti effetti positivi per un più facile accesso al credito e per le strategie di

---

dovuto fare ricorso al mercato obbligazionario e, infine, le caratteristiche tecniche e legali dei titoli in questione.

Partendo da questa "doppia fase" si deduce che l'agenzia che esegue un rating ad un'unica emissione di debito, procede in ogni caso ad una accurata stima economico - finanziaria dell'impresa, che risulta essere la più impegnativa per le quantità di informazione da valutare, in rapporto all'analisi seguente su l'unica emissione. Cf. MONTI, E., citato sopra.

<sup>9</sup> Affronteremo più avanti le caratteristiche delle agenzie. Non vi è tuttavia nessun dubbio sulla loro reticenza nei confronti del segmento delle PMI, perché lo ritengono poco redditizio e soprattutto perché la loro struttura interna è organizzata in funzione dell'analisi dei grandi gruppi. Cf. § 2.11

<sup>10</sup> Per esempio l'esperienza di *cotation* della "Banque de France". Cf. § 2.8 e appendice.

<sup>11</sup> Questa teoria è stata sostenuta da B. BIANCHI, Direttore Centrale della Banca D'Italia in un testo dal titolo "*Lo spazio e i limiti del rating sul mercato finanziario italiano*" per l'Istituto Lorenzetti, Università Bocconi, Milano, non pubbl. Nel corso di un incontro a Roma il dott. Bianchi ha ripetuto la sua convinzione che questa sia una delle vie possibili per diffondere il rating alle PMI offrendo loro un servizio utile e che contemporaneamente diffonda la cultura e la pratica del rating aspettando uno sviluppo del mercato dei capitali privati in Italia.

<sup>12</sup> È necessario riportare alcune critiche. Particolarmente, nel corso di un incontro a Londra con Mr. Nicholas J. HILL, manager di Hambros Bank Limited e specialista finanziario, è stato fatto notare che difficilmente le banche, per lo meno quelle di medie dimensioni, rinunceranno a realizzare a proprie spese le analisi sugli indicatori più significativi dell'impresa. Inoltre, esistono numerose banche dati accessibili via abbonamento che forniscono dei dati di bilancio e delle valutazioni sulle imprese. È probabile tuttavia che questa valutazione sia condizionata dalle peculiarità del mercato britannico dove il grado di diffusione dell'informazione finanziaria è molto alto e facilmente accessibile a tutti gli operatori

marketing. Infatti non bisogna sottovalutare che per alcuni settori produttivi, la percezione della solidità finanziaria dell'impresa da parte del pubblico, si riferisce alla percezione del carattere professionale nel settore produttivo, con degli effetti positivi sul lato commerciale.

Esiste in oltre un altro aspetto: le imprese si finanziano soprattutto con del credito commerciale, dove il rischio insolvenza è un fattore presente. In questo caso il rating fornisce delle garanzie contro il rischio di insolvenza e permette all'impresa un accesso più facile a dei nuovi mercati commerciali.

## *2.7 Le specificità del criterio di classificazione del rating per le PMI*

Le peculiarità che abbiamo visto caratterizzare il rating per le PMI, spingono anche a riflettere sulla necessità di usare un sistema di classificazione differente. Una caratteristica essenziale del rating è la relazione finale espressa in modo sintetico e facilmente leggibile. Tuttavia esiste anche un effetto immagine legato alla percezione che ogni operatore ha della corrispondenza tra voto e affidabilità. Nell'Unione Europea, dove il rating varia da una tripla AAA della Francia, alla doppia AA della Spagna e dell'Italia<sup>13</sup>, il termine di paragone "percettivo" è troppo alto se si mantiene lo stesso criterio di classificazione per le PMI, con il rischio che un voto ad una piccola o media impresa sia percepito come troppo basso nel mercato mentre in realtà non lo è in relazione alle prestazioni economiche dell'impresa<sup>14</sup>.

D'altra parte, nei paesi dove il sistema di analisi delle PMI è più sviluppato, i criteri di classificazione sono stati adottati in modo tale che non vi sia confusione possibile con il rating degli Stati e dei grandi gruppi.

## *2.8 Le esperienze europee: la Francia*

Uno dei paesi che rappresenta l'esperienza più significativa in termini di sviluppo del mercato del rating, anche nei confronti delle PMI, è la Francia, paese europeo dove il rating ha conosciuto un certo livello di sviluppo fin dalla metà degli anni '80 grazie al ruolo sostenuto dai poteri pubblici.

Nel 1986 è stata costituita la prima agenzia francese ADEF (Agence d'Evaluation Financière). Nel 1987 Moody's apre la sua filiale francese (Moody's France SA) e nel 1990 un'altra agenzia americana entra sul mercato francese: la Standard & Poors acquista il 50% dell'ADEF. Sempre nel 1990, Euronotation France nasce: è nel 1995 acquistata dall'IBCA di Londra.

Questa rapida evoluzione dell'attività del rating che in 10 anni vede la Francia diventare uno dei paesi dove questa pratica è la più diffusa in Europa, dipende soprattutto da spinte legislative che hanno accompagnato e stimolato lo sviluppo. Infatti, all'interno del mercato finanziario francese, il rating è stato reso direttamente o indirettamente obbligatorio dal 1987 dai "Titres de Créance négociables (TCN)" cioè

---

<sup>13</sup> Ratings Standard & Poors, maggio 1995. Notare che ogni impresa ha il suo sistema di classificazione. L'uniformità dei sistemi sarebbe un passo in più verso la trasparenza delle informazioni che provengono dai mercati, ma le agenzie si oppongono sostenendo il loro diritto a individuare delle scale di classificazione che rispondono ai loro criteri di analisi.

<sup>14</sup> La necessità di una scala differente di classificazione per le PMI è stata messa in evidenza da Sophie CHILD, manager dell'IBCA Ltd, Londra.

dei titoli à breve durata: i "Titres obligatoires(TO)" così come i "Fonds Communs de Créance".

Al livello europeo solo in Francia il rating è diventato un fenomeno culturale in qualche modo paragonabile alla diffusione che ha avuto negli Stati Uniti. Inoltre si è notato una netta relazione causale tra la sua diffusione e lo sviluppo del mercato dei capitali francesi, che a sua volta è la causa dell'aumento della richiesta di rating (circolo virtuoso).

Il mercato obbligazionario francese occupa il 5 posto mondiale, con una capitalizzazione di 2740 miliardi di FF a fine 1990, ciò che è vicino a quella di Londra (2970 miliardi). Questa dimensione è adesso sufficientemente importante per favorire lo sviluppo del rating nel settore delle emissioni obbligatorie.

È interessante notare che, secondo certi specialisti, in Francia si ha una netta predominanza della richiesta del rating da parte di PMI, o perlomeno da parte di soggetti che sono soprattutto interessati al rating dei loro titoli sui mercati obbligazionari locali<sup>15</sup>.

A questa domanda, che perviene dalle PMI e da operatori finanziari, una prima risposta è data non da una agenzia di rating, ma da una istituzione molto nota ed importante: la Banca di Francia attraverso il servizio di "cotation" di tutte le imprese francesi.

Si tratta di un'analisi vicino al rating, condotta dalla banca centrale francese. È aggiornata sistematicamente e modificata ad ogni volta che dei nuovi elementi significativi emergono. Questo servizio è dunque molto utile per tutte le persone che vogliono una valutazione seria, facilmente accessibile e leggibile per le PMI, che rappresentano la maggior parte delle imprese francesi.

Il servizio è gratuito ed è disponibile ad ogni operatore finanziario che desidera conoscere l'opinione dell'autorità monetaria centrale. È realizzato attraverso dei dati raccolti direttamente dalle differenti agenzie decentrate della Banca di Francia, seguendo la divisione territoriale dei Dipartimenti amministrativi. I giudizi si basano sulla valutazione dei bilanci che tutte le imprese devono, obbligatoriamente, depositare<sup>16</sup>. La banca centrale fornisce inoltre un voto sul management di ogni impresa sulla base di un giudizio sintetico espresso con un codice numerico a tre cifre<sup>17</sup>.

---

<sup>15</sup> Cf. MONTI E., citato sopra. *Pour un approfondissement des caractéristiques de la "notation" en France* Cf. inoltre: GUILLOU, J.P., *Influence de la notation sur les marchés financiers*, in "Banque stratégie" vol. 2, febbraio 1992; LAGAYETTE, P., *Les pouvoirs publics et la notation*, in "Banque stratégie" vol. 2, febbraio 1992; LEMEE, H., *Notation et information financière* citato sopra; MANZER, V., *Approche de la notation bancaire*, in "Banque stratégie" vol. 2, febbraio 1992; PETIT, J.P., *La notation en France: origine, développements récents et perspectives*, in "Bulletin Trimestriel" Banque de France, giugno 1992; POPLU, P., *Le "rating", la notation et les marchés*, citato sopra; RICHARD, M., *Perspectives de développement d'un système européen de notation*, in "Banque stratégie" vol. 2, febbraio 1992.

<sup>16</sup> Tuttavia, il non rispetto di questa legge è punito solo da una multa. Così numerose imprese preferiscono pagare una multa piuttosto che depositare il loro bilancio. In questo caso la quotazione della banca de Francia è "X.O" (bilancio non noto o troppo vecchio).

<sup>17</sup> Secondo la Sig.ra DANIEL, IBCA, una delle cause della differenza culturale nei confronti del rating viene dal fatto che inevitabilmente le agenzie, esprimendo un giudizio sull'impresa, esprimono anche un giudizio sul management e, soprattutto nei paesi del mediterraneo, gli imprenditori non sono abituati ad essere giudicati in modo pubblico.

La valutazione delle imprese si esprime attraverso un codice composto da una lettera e due cifre (es. A.3.7.)<sup>18</sup>.

Secondi alcuni operatori finanziari il sistema di valutazione “Banque de France” è una prima risposta ai bisogni di informazione espressi dal mercato ed è generalmente impiegato dalle banche per la valutazione finanziaria che precede la concessione dei crediti. In questo senso il servizio si avvicina molto al rating economico finanziario delle imprese come descritto al § 2.5 ed è anche utile per le banche<sup>19</sup>.

L'importanza della Banca di Francia è la garanzia della serietà dell'impresa, tuttavia alcuni limiti a questo tipo di valutazione sono stati messi in evidenza. In primo luogo ogni impresa può facilmente sottrarsi a questa valutazione non rendendo pubblici i propri bilanci, cosa che comporta solo una multa. Le imprese che preferiscono pagare una multa piuttosto che deporre il proprio bilancio sono probabilmente quelle che temono gli effetti di una valutazione negativa e dunque quelle per le quali il mercato (banche, investitori e risparmiatori) avrebbe bisogno del massimo di informazione.

Inoltre bisogna notare che più del 50%<sup>20</sup> delle imprese sono quotate “lettera .3.7”<sup>21</sup> cioè, visto il volume di affari, il voto più alto. Questo significa probabilmente che tra questa valutazione e quelle inferiori mancano dei codici di classificazione intermediari capaci di cogliere le differenze esistenti tra le imprese di cui gli affari funzionano bene.

Malgrado la presenza di questi limiti, il servizio della Banca di Francia è considerato positivamente dagli operatori e rappresenta un modello di analisi e di informazione vicino al rating che permette un primo apprezzamento economico finanziario anche e soprattutto per le migliaia di PMI francesi.

Proprio nei limiti citati sopra è possibile verificare lo spazio per un servizio di rating che offra un servizio di analisi più personalizzato sull'impresa e più graduale nella scala di valutazione.

## *2.9 Le esperienze europee: il Regno Unito*

Il Regno Unito si differenzia sensibilmente dalla Francia perché non vi è stato alcun intervento dei poteri pubblici. Fedeli alla concezione classica che il rating si sviluppa solamente se il mercato lo richiede, tanto gli operatori finanziari che le autorità di sorveglianza hanno sempre evitato di richiedere un intervento legislativo di sostegno al rating o ad altri strumenti finanziari. Che l'esperienza francese sia un esempio negativo di intervento arbitrario da parte del settore pubblico nelle regole del libero mercato finanziario è una convinzione molto estesa oltre Manica.

Questa posizione proviene probabilmente dalle peculiarità del mercato britannico dove il grado di informazione finanziario è molto alto grazie a due caratteristiche:

---

<sup>18</sup> Cf. appendice per conoscere la scala di classificazione Banque de France. In relazione a quello che è stato detto al § 2.7 bisogna notare che la banca centrale francese ha elaborato la sua propria scala di valutazione completamente differente da quelle che esistono per il rating.

<sup>19</sup> Questa valutazione si differenzia dal rating solamente per due ragioni: 1) è un servizio gratuito offerto dall'istituzione che non ha scopi lucrativi; 2) si basa su dei dati di bilancio. Il rating è invece il frutto di un'analisi personalizzata presso l'agenzia ed ha dunque un grado di affidabilità più alto.

<sup>20</sup> Informazioni raccolte nel corso di una conversazione avuta con Jean Paul RIGAL, della Banca San Paolo di Parigi.

<sup>21</sup> Cf. appendice per conoscere la scala di classificazione Banca di Francia.

1. L'alto numero di servizi di informazione finanziaria sulle società, anche gestite da banche, e facilmente disponibile e accessibile;
2. La più grande affidabilità dei dati di bilancio delle imprese che permette degli sforzi minori per l'acquisto delle informazioni.

Queste due caratteristiche, unitamente a delle condizioni di un grande mercato di capitali privati a permesso lo sviluppo di un alto grado di informazione. In questo contesto si inserisce la pratica del rating, diffuso dopo una domanda spontanea di un mercato abituato all'uso di informazione e che richiede dei servizi di informazione sempre più sofisticati.

Per quello che riguarda il rating del debito per le PMI, è in una fase di sviluppo sul mercato dei "commercial paper", mentre, per quello che riguarda l'accesso al credito, sono segnalati degli importanti servizi di "Credit Score & Rating", non da parte di agenzie ma da parte di grandi banche<sup>22</sup> che le offrono inseguito in abbonamento su delle banche dati "on line".

Si tratta di stampati con i principali indicatori economici e finanziari di ogni impresa, basati su dei dati di bilancio, che finiscono con un rating espresso in punti su una scala 1-100.

Tuttavia non sembra che in Gran Bretagna si possa parlare di un reale sviluppo del rating per le PMI, ma piuttosto di un mercato dei capitali che, nel suo insieme, dispone di migliori e più numerosi strumenti di informazione rispetto al mercato di altri paesi.

### *2.10 Le esperienze europee: l'Italia*

L'Italia è il paese europeo dove il rating è il meno diffuso. Questo perché nel nostro paese le due basi di carattere generale necessarie per la nascita e lo sviluppo dell'attività del rating hanno fino ad ora fatto difetto:

1. L'esistenza di un mercato dei titoli obbligazionari di dimensioni importanti per il numero complessivo delle emissioni, per il numero degli emittenti e le varietà degli strumenti di investimento.
2. L'intervento dei poteri pubblici attraverso la via legislativa.

È ben noto che in Italia il mercato dei capitali è poco diversificato in termini di emittenti. Questa situazione dipende da differenti fattori. In primo luogo esistono pochi soggetti che procedono al collocamento del loro passivo finanziario. D'altra parte, la scomparsa progressiva degli emittenti privati del settore delle obbligazioni, è stata principalmente causata, negli ultimi 20 anni, dall'emissione sul mercato d'un numero molto alto di titoli pubblici, caratterizzati da un profilo di rischio/rendimento imbattibile, cioè rischio quasi nullo ed alti rendimenti, rispetto a qualsiasi altro investimento finanziario.

L'incidenza delle emissioni di titoli obbligazionari non ha mai raggiunto delle quotazioni significative, fino a scendere allo 0.03% nel 1992, per poi risalire allo 0.12% nel 1993, mentre le emissioni di titoli pubblici si sono mantenute in modo costante attorno al 96% del mercato<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Un servizio di questo tipo è offerto dalla Barclays Bank

<sup>23</sup> Cf. MONTI, E., in "Bancaria" citato sopra, p 26

È opportuno sottolineare come tali circostanze hanno per molto diminuito, dal punto di vista degli investitori, il valore dell'analisi e della valutazione del rischio di credito, perché la maggior parte delle attività finanziarie custodite nel portafoglio presentavano un rischio minimo poiché riportate direttamente o indirettamente allo Stato.

Non vi è tuttavia alcun dubbio che, di fronte alle tendenze evolutive del mercato, una tale situazione sia destinata a modificarsi. La libertà di movimento internazionale dei capitali, la lenta e graduale privatizzazione dei pacchetti azionari controllati dai poteri pubblici, la riduzione auspicabile del debito pubblico, la possibilità di finanziarsi direttamente con delle obbligazioni concesse alle banche e ora anche alle autorità private, stanno determinando una trasformazione del sistema finanziario che si sta lentamente allineando ai standard internazionali.

Il baricentro del mercato finanziario italiano si sta lentamente spostando dalle banche agli intermediari finanziari, con l'effetto di concedere a questi ultimi un maggior peso.

In più, durante il periodo 1991-1994, si è assistito ad una grande produzione in materia di mercato dei capitali, dovuta alla richiesta di una più grande trasparenza ed informazione<sup>24</sup>. Manca tuttavia un'azione legislativa che possa aumentare la diffusione e la "cultura" del rating. In questo contesto di evoluzione generale si inserisce il rating per le PMI. Per questo segmento di imprese un importante incoraggiamento ad aver ricorso al mercato arriva dalla nuova legislazione L. 43/1994 sulle cambiali finanziarie (forma di indebitamento a breve termine con assegni a scadenza 3-12 mesi e con un taglio minimo di 100 milioni) che dovrebbe permettere a delle società, quotate o no, di raccogliere delle risorse a breve scadenza sul mercato.

Un importante contributo potrebbe inoltre venire dall'art. 5 della legge finanziaria per il 1995 che livella la ritenuta fiscale sugli interessi delle obbligazioni emesse da delle società non quotate in borsa, dal 30% al livello previsto per le obbligazioni di società quotate e per i titoli pubblici attualmente al 12.50%<sup>25</sup>.

In ultima analisi questi interventi dovrebbero aumentare la possibilità di fare ricorso al mercato delle PMI permettendo loro di raccogliere dei fondi a un costo inferiore rispetto all'indebitamento bancario.

Questa evoluzione potrebbe portare le autorità di sorveglianza a richiedere la valutazione del credito da parte di agenzie specializzate, in modo che alcune emissioni possano essere piazzate tra il pubblico o essere detenute da degli investitori istituzionali.

È sulla base di queste considerazioni di mercato che nasce Itlrating, una nuova agenzia di rating operativa dal prossimo autunno, come testimonianza dell'evoluzione che sta subendo il mercato italiano e delle prospettive che si aprono per le agenzie<sup>26</sup>. Anche il gruppo IBCA, già presente in Italia per il rating alle banche, è interessato all'evoluzione del mercato ed in modo particolare al rating delle

---

<sup>24</sup> Ricordiamo che le principali leggi in materia durante il periodo 1991-1994 sono: L. 1/1991 sui SIM; L. 157/1991 sull'Insider Trading; L. 421/1992 sui fondi pensione; L. 43/1994 sui commercial paper ed i certificati di investimento; L. 86/1994 sui fondi mobiliari; D.L. 357/1994 con degli incoraggiamenti all'investimento azionario ed alla quotazione in borsa; Delibera CIRC sul le D.L. 385/1993 che permette agli operatori bancari di emettere delle obbligazioni convertibili. La maggior parte di queste leggi sono state adottate dopo delle direttive comunitarie.

<sup>25</sup> Cf. MONTI E., in "Bancaria" citato sopra, p. 28

<sup>26</sup> Gli azionari sono Mediocredito Centrale 35%, Databank 27%, Nomisma 27%, Unioncamere 10%, Consiglio dell'ordine dei dottori commercialisti 1%.

collettività locali che, dalla legge finanziaria 1994, sono state autorizzate ad emettere delle obbligazioni comunali<sup>27</sup>.

### *2.11 Caratteristiche, ruolo e tendenze delle agenzie di rating nei confronti del segmento delle PMI in Europa*

Dopo aver esaminato le caratteristiche del rating per le PMI e le condizioni di mercato di alcuni paesi europei, focalizziamo la nostra attenzione sul ruolo delle agenzie, la loro struttura e sull'interesse che dedicano nei confronti del segmento delle PMI.

Moody's<sup>28</sup> e Standard & Poors controllano l'80% del mercato del rating negli Stati Uniti e hanno una posizione di *leadership* in Europa dove sono entrambe presenti a Parigi. Moody's è entrata nel mercato francese nel 1987 aprendo una sua filiale a Parigi e tre anni dopo anche S&P vi è entrata acquistando l'agenzia francese ADEF<sup>29</sup>.

Le agenzie americane godono ormai di una posizione di primo ordine che è il frutto sia della loro entrata come prime agenzie di rating disponibili sul mercato, sia dell'imposizione dei loro criteri di analisi e delle loro scale di valutazione come standard internazionali.

In più delle due agenzie americane, in Europa ritroviamo anche IBCA, agenzia inglese di rating specializzata nel rating delle banche e che, nel corso degli ultimi anni, ha subito numerosi cambiamenti. Nasce come società di analisi economico - finanziarie che lavora soprattutto per la World Bank e dal 1987 inizia a fare del rating e delle analisi. Dal 1989 IBCA opera nei principali mercati del mondo (USA e Giappone) cercando di imporsi come leader del mercato<sup>30</sup> e nel 1994 acquista l'agenzia francese Euronotation France; ne consegue una importante modificazione della strutturazione azionaria e del management del gruppo che è diventato franco inglese<sup>31</sup>. L'IBCA è dunque attualmente la sola agenzia "Europea" con delle dimensioni e parti del mercato tali da permettergli di fare concorrenza alle agenzie americane.

La situazione del mercato europeo del rating gira dunque attorno a tre operatori, due di dimensioni importanti ed uno più piccolo, che operano principalmente nell'attribuzione del rating alle collettività locali ed ai grandi gruppi industriali mentre il settore delle PMI è trascurato.

Le cause di una tale scelta sono probabilmente di due tipi: da una parte esistono dei motivi di "minor rendimento" messi in evidenza al § 2.3 che imporrebbero all'agenzia che vorrebbe entrare sul mercato delle PMI, di trascorrere alcuni anni difficili al fine di

---

<sup>27</sup> Nel corso del mese di maggio vi è stato a Milano ed a Roma una presentazione dei nuovi servizi offerti dall'IBCA, nell'ottica di una più grande presenza sul mercato italiano. Questa strategia è stata confermata dal dott. MOROLLI, manager del gruppo, durante una intervista.

<sup>28</sup> Solo negli Stati Uniti Moody's esegue il rating di 4000 collettività locali

<sup>29</sup> Cf. § 2.8

<sup>30</sup> IBCA ha acquistato numerose agenzie di rating in tutto il mondo con una opzione di proprietà del 50% ed è diventata l'unica agenzia di rating capace di fare concorrenza a Moody's ed a Standard & Poors. Ha anche ottenuto l'autorizzazione di operare sul mercato degli Stati Uniti ma solo per il rating alle banche. Al mondo vi sono 8000 banche di cui il rating è eseguito dall'IBCA ed in Italia ce ne sono 34. Ultimamente l'IBCA ha cominciato a diversificare i suoi servizi. Offre il rating non solo alle banche ma anche alle autorità locali ed alle imprese industriali, ed offre inoltre altri servizi come database.

<sup>31</sup> Cf. in appendice la struttura del gruppo



indurre lo sviluppo di un mercato che, una volta lanciato, diventerebbe appetibile per altre agenzie. Il secondo motivo, forse più importante, dipende dal fatto che il rating per le PMI è, come lo abbiamo visto, alquanto differente dal punto di vista delle caratteristiche, che quello per le grandi imprese o gli stati. Questo imporrebbe alle agenzie orientate in questa direzione fin dai loro inizi (in termini di criteri di analisi, marketing, scale di valutazione, conoscenza dei mercati e dei loro interlocutori finanziari - investitori e risparmiatori) di fare costosi investimenti per creare, *ex-novo*, analoghe competenze per le PMI europee, che hanno delle caratteristiche e delle peculiarità che impongono delle conoscenze e delle capacità *ad hoc*.

Questo perché in più, la maggior parte delle emissioni delle PMI e degli investitori resta localizzata, e questo per dei motivi non solo di abitudine ma anche per dei motivi di localizzazione delle strutture di produzione e di commercializzazione, dei rischi e dei costi fissi, diretti o indiretti.

Un ragionamento simile serve da spiegazione alla scarsa attenzione che le agenzie mostrano nei confronti del servizio di rating del non debito (cioè dell'unica solidità economico - finanziaria). Questo succede perché le agenzie sono strutturate ed organizzate in funzione del servizio per gli investitori<sup>32</sup> che sono i loro principali interlocutori. L'agenzia di rating vuole "servire" il pubblico degli investitori, è a loro che risponde; la loro fiducia è il suo principale capitale<sup>33</sup>. Ciò significa che, benché sia l'emittente a richiedere e pagare il rating, qualsiasi perturbazione sulle validità del giudizio è esclusa, perché per l'agenzia è molto più importante mantenere la fiducia degli operatori che di scontentare un cliente individuale.

Riflettere su questa struttura è utile per capire come sono strutturate le agenzie in funzione del servizio per il mercato dei capitali e non in funzione del servizio per le banche; dunque qualsiasi trasformazione in questo senso imporrebbe una riorganizzazione totale della struttura dell'agenzia.

Inoltre, si imporrebbe la definizione di nuove scale di classificazione che attualmente sono coerenti con i bisogni delle grandi imprese e del mercato dell'Eurodollaro, ma non lo sono per le PMI europee, considerata l'importanza della coerenza tra la scala di classificazione e la realtà delle imprese che si vuole classificare.

Ricordiamo tuttavia che queste cause non costituiscono delle barriere insuperabili dal momento in cui alcune condizioni esogene (ad es. un intervento legislativo nazionale o comunitario mirato a introdurre dei mezzi che facilitino o impongano il rating) rendono indispensabile la presenza di agenzie che operino nel segmento delle PMI.

## *2.12 Il ruolo degli altri operatori specializzati nell'elaborazione di informazione finanziaria*

---

<sup>32</sup> Gli investitori rappresentano una domanda non economica per l'agenzia. È interessante sottolineare che vi è asimmetria tra chi prende a credito e chi si ingaggia nell'apprezzamento del rating: i primi lo considerano solo uno strumento di gestione del loro debito, mentre gli investitori considerano il rating come uno strumento che permette la scelta più razionale e vantaggiosa.

<sup>33</sup> Cf. François VEVERKA, Presidente S&P - ADEF, in *Le débat actuel sur les "règles de conduite" pour la notation aux Etats Unis et dans le monde* in "Rapport Moral sur l'argent dans le monde", 1995, PUF, Parigi.

Questa è anche la ragione per la quale alcune agenzie quali Moody's hanno già preso la decisione, alquanto impopolare, di pubblicare dei rating anche su delle imprese che non l'hanno richiesto. Si tenta così di privilegiare il rapporto con il mercato finanziario "ghiotto" di informazioni, piuttosto che quello con le imprese individuali.

Adesso è importante notare che non è corretto considerare le agenzie di rating come i soli soggetti capaci di offrire un servizio proporzionato alle esigenze ed alle peculiarità delle PMI, in Italia ed in Europa. Esistono almeno due altre entità che hanno delle analoghe potenzialità:

1. Operatori "istituzionali" come ad esempio la "Banque de France" con il suo servizio di quotazione per le imprese francesi, oppure la "Centrale dei Bilanci" in Italia.
2. Società operanti nel settore dell'informazione finanziaria elettronica on-line.

Nel primo caso si tratta di soggetti che possono operare senza scopo di lucro e che sono dunque unicamente spinti da obiettivi di miglioramento dell'efficienza, della trasparenza e dell'informazione sul mercato.

Nel secondo caso si tratta di soggetti presenti sul mercato che vendono un servizio di banca dati, rapidamente accessibile e ricco di informazioni sofisticate sulle imprese dei paesi presi in modo individuali o dell'intera zona europea.

É questo il caso del BUREAU van DIJK<sup>34</sup>, società leader in Europa nella pubblicazione su Cd-Rom finanziari e che lavora anche per conto di Moody's (per la quale ha creato e distribuisce due Cd-Rom: US Company Data e International Company Data) e per l'IBCA (per la quale ha recentemente messo a punto un nuovo prodotto, *Eura-IBCA CD*, che contiene il rating e le analisi di IBCA su 8000 banche nel mondo).

Inoltre, la società Bureau van Dijk produce e commercializza in proprio numerose banche dati finanziarie su centinaia di milioni di imprese europee, che permettono delle analisi sofisticate del rischio del credito e che normalmente offrono anche degli indicatori riassuntivi sulla solidità economico - finanziaria dell'impresa.

É importante sottolineare che questi servizi sono differenti dal rating (tranne quelli prodotti per le agenzie) perché si basano su dei dati di bilancio, e benché integrati da altri dati, fotografano una situazione molto meno precisa di quello che può fare il rating che è un servizio di analisi personalizzato sull'impresa.

Tenendo conto di questa differenza fondamentale, non bisogna sottovalutare il fatto che questi soggetti hanno, a priori ed in linea teorica, le capacità tecniche e analitiche per attivare, in futuro, dei servizi di rating<sup>35</sup>.

### *2.13 Il ruolo di incoraggiamento dei poteri pubblici e della Commissione Europea*

A questo punto della nostra relazione emerge che il rating per le PMI ha bisogno, per trasformarsi da ipotesi teorica o caso limite e *sui generis*, a vero servizio presente sul mercato dei capitali, di un incoraggiamento dei poteri pubblici nazionali e comunitari che spinga i soggetti che hanno le competenze per eseguire il rating ad entrare nel segmento delle PMI.

---

<sup>34</sup> Società nata nel 1970, con ragione sociale a Parigi e Bruxelles, specializzata nella creazione e commercializzazione di servizi di informazione. Dal 1986 la società opera nel settore delle banche dati su CD e adesso opera in differenti settori tra i quali la finanza, il marketing, la giurisprudenza, la statistica, ecc. con più di 100 prodotti differenti su CD-ROM. La società è adesso presente sulle piazze di Londra, Francoforte, Amsterdam, Tokyo, Singapore, New-York e Milano (CD-ROM Edizione e Diffusione).

<sup>35</sup> L'esperienza nutrita nel settore dell'analisi finanziaria delle PMI mette piuttosto questi soggetti in una posizione di vantaggio rispetto a delle agenzie che non hanno mai operato per il segmento delle PMI.

Individualizzando “l'utilità collettiva” e la fattibilità tecnica di un servizio che risulterebbe vantaggioso per la crescita di dimensione e l'efficienza del mercato, un intervento pubblico sarebbe pertinente e dovrebbe anche verificare che le agenzie rispondano ai criteri di indipendenza, deontologia professionale e competenza al fine di evitare che dei soggetti capaci di portare delle perturbazioni sul mercato possano operare<sup>36</sup>. Abbiamo visto il modello francese che, malgrado le critiche britanniche è, secondo noi, un esempio di intervento che ha portato di miglioramenti significativi in termini di diffusione del rating<sup>37</sup>.

Per quello che riguarda la Commissione di Bruxelles, quest'ultima potrebbe assumere un doppio ruolo:

1. Attraverso un sostegno indiretto, con dei finanziamenti per degli studi di fattibilità di progetti di agenzie di rating, e via una attività pubblicitaria (congressi, pubblicazioni ecc.) mirati ad aumentare la “cultura del rating” e in modo più generale, la “cultura dell'informazione finanziaria” in Europa;
2. Attraverso degli interventi legislativi.

L'Unione Europea non ha competenze dirette sul rating ma ha delle grandi competenze nei confronti del mercato dei capitali ed ha già dimostrato in passato un interesse per l'argomento. Nel 1987 aveva sostenuto un progetto francese di creazione di una agenzia di rating europea (§ seguente) e nel 1989 ha adottato una direttiva (direttiva 89/864, assimilata in Italia al D.L. 481/92) che prevede degli incoraggiamenti per i mercati regolamentati.

Una o più direttive di seconda generazione che proseguano sulla via degli incoraggiamenti per i mercati regolamentati, sarebbero auspicabili e costituirebbero un punto di partenza per le legislazioni nazionali seguenti.

#### *2.14 Il fallimento delle precedenti esperienze di agenzie europee e le prospettive attuali di specializzazione nel rating delle PMI*

Il tentativo principale di creare una agenzie europea concorrenziale alle agenzie americane e più attenta alla realtà produttiva dei nostri paesi è stato realizzato in Francia nel 1989 sotto la richiesta dei poteri pubblici e della Commissione europea. L'ADEF, prima agenzia francese creata nel 1986, aveva in progetto la fusione con una agenzia spagnola e una portoghese, ma viste le difficoltà finanziarie e di

---

<sup>36</sup> Cf. *Rating the rating agencies*, in “The Economist” 15 Luglio 1995. Nell'articolo è sottolineata la necessità che le agenzie di rating siano “riconosciute” dalle autorità pubbliche di sorveglianza dei mercati, evitando tuttavia che una tale identificazione diventi uno strumento di “protezionismo” delle agenzie nazionali di rating contro quelle straniere che vorrebbero operare su dei mercati differenti di quelli della loro provenienza.

<sup>37</sup> E opportuno notare che oltre le critiche britanniche, anche degli specialisti francesi si sono pronunciati contro l'intervento dei poteri pubblici. Ad esempio, secondo Philippe Lagayette, vice governatore della Banca di Francia, è molto più sano proseguire seguendo l'attitudine del mercato e lasciare lo sviluppo di questa pratica a scelta degli operatori. Tuttavia Lagayette si pronuncia in relazione a delle scelte future, mentre difende la politica di intervento pubblico che c'è stata in Francia. Cf. LAGAYETTE, citato sopra. Inoltre è opportuno sottolineare che secondo Sophie CHILDS, manager IBCA, attualmente le autorità francesi starebbero facendo “un passo indietro” evitando un eccesso de regolamentazione sull'obbligo del rating per alcuni titoli. Secondo la signora Childs questo sarebbe la prova del fallimento del modello francese.

Tuttavia no è da escludere che il “passo indietro” sia dettato dalla realizzazione degli obiettivi di fondo che i poteri pubblici si erano imposti nel 1987, cosa che fa capire che il mercato è sufficientemente cresciuto che per proseguire lo sviluppo con un più grande grado di autoregolazione.

gestione, non ha potuto sottrarsi al salvataggio-acquisto da parte dell'agenzia americana Standard & Poors che voleva, dopo Moody's, entrare nel promettente mercato europeo.

A questo punto, una parte del *management* ADEF decise di portare comunque a termine il progetto di una agenzia nazionale francese e fondò una nuova agenzia, Euronotation France, che diventò operativa nell'ottobre del 1990. Il capitale era di 10 milioni di franchi, posseduti per il 60% dal *management*, per il 30% da organismi professionali ed industriali francesi e per il 10% dall'agenzia inglese IBCA. Anche per Euronotation la vocazione era quella di essere l'embrione di una agenzia europea di rating, sul modello di una federazione di agenzie nazionali, tuttavia, anche in questo caso, l'esperienza ha avuto un risultato negativo, poiché l'agenzia non è stata capace di sviluppare una sana gestione. L'accumulazione delle perdite l'ha portata, nel 1994, alla fusione per acquisizione con l'IBCA, a sua volta del gruppo FIMALAC.

IBCA con la sua natura franco britannica è così l'unica agenzia europea con delle buone potenzialità e con un programma di allargamento del rating ad altri soggetti (extra banche ma non specialmente per le PMI)<sup>38</sup>.

Incontestabilmente le ragioni per la formazione di una agenzia europea di rating restano invariate, ed in particolare offrire una competenza adattata ad ogni piazza finanziaria: il mercato aspetta un servizio di rating regionalizzato per piazza finanziaria che consenta una analisi del rischi adattata ad ogni tipo di impresa in funzione delle caratteristiche politiche, economiche, culturali del posto da dove provengono. Secondo alcuni operatori questo servizio non può in nessun caso essere fornito da delle agenzie americane che non hanno una conoscenza approfondita delle realtà regionali europee e sono organizzate in funzione del rating per i grandi gruppi.

Un'agenzia europea dovrebbe porsi come obiettivo di servire il mercato dei capitali europeo, specializzandosi sull'analisi delle PMI attraverso un "comitato di rating" presente in ogni piazza finanziaria e composto da persone indipendenti<sup>39</sup>. In questo modo riuscirebbe probabilmente a rispondere al processo di regionalizzazione della realtà economica e finanziaria europea che si accompagna alla più evidente delle internalizzazioni del mercato dei capitali.

In questo contesto, i settori di azione di una agenzia europea potrebbero essere quattro:

1. la valutazione delle direzioni strategiche di quelli che vogliono emettere sul mercato: cioè un rating non limitato alla sola emissione ma alla strategia tutta intera di scoperta di fondi sul mercato<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> Questo è affermato da Dominique DANIEL, Direttore Generale del gruppo IBCA nel corso di un incontro a Parigi.

<sup>39</sup> Questa opinione è sostenuta da Michel RICHARD, ex amministratore delegato e direttore generale di Euronotation France in *Perspectives de développement d'un système européen de notation* citato sopra.

<sup>40</sup> A questo proposito Cf. BIANCHI, citato sopra, che fa notare come si sia allungata la lista dei tipi di rischio che bisogna stimare; il rischio di credito, cioè insolvenza della contro parte; il rischio di regolamento di posizione su specifici prodotti e mercati con degli effetti su altri mercati; il rischio di mercato legato alle variazioni di liquidità del mercato, cioè la variazione dei prezzi provocata dalle operazioni che possono essere realizzate dall'operatore; il rischio di finanziamento delle posizioni aperte per i prodotti derivati; i rischi di tipo legale, per i nuovi prodotti, le caratteristiche dei quali si appoggiano più sulle pratiche seguite dagli operatori dei mercati che su espliciti previsioni giuridiche. I rischi sono aumentati perché le *rumors* si diffondono talmente rapidamente, da un mercato all'altro e da un paese all'altro, che non possono essere corrette allora che sono prive di fondamento o che

2. Il rating di prodotti specifici in una piazza finanziaria specifica.
3. Il rating di imprese le emissioni delle quali sono limitate ai mercati locali (PMI).
4. Il rating delle collettività locali europee.

É opportuno specificare che queste osservazioni riguardano l'organizzazione di una agenzia che, partendo da una analisi più fine della realtà finanziaria e imprenditoriale dell'impresa e del suo complesso regionale, riesce a raggiungere un grado di affidabilità del rating per le PMI che è una garanzia della comprensione del voto ben al di là del mercato finanziario dell'impresa.

Questo permette il superamento della dimensione locale del raccolto e, fondamentalmente, tende a fare corrispondere l'esistenza del mercato unico con un solo rating accettato da tutti come un giudizio affidabile sull'impresa.

Superate alcune obiezioni tecniche legate alla sopranazionalità e per le quali un'azione di regolamentazione da parte della Comunità europea sarebbe necessaria, la creazione di una agenzia europea di rating (o la trasformazione di una agenzia esistente quale IBCA in una agenzia che risponda alle nuove condizioni richieste) rimane una ipotesi seducente e teoricamente realizzabile.

---

sono comunque compensate da degli interventi delle autorità, che tendono a contenere gli effetti a breve termine.

## CONCLUSIONI

In conclusione, dalla relazione finale emerge che esiste da parte degli imprenditori e degli operatori finanziari la percezione dell'utilità e della necessità di attivare un servizio di rating anche per le PMI (§2.2), ma allo stesso momento si osserva l'esistenza di problemi legati alle peculiarità delle PMI. Alle tre altre obiezioni fondamentali sollevate (§2.3) soprattutto dalle agenzie, esistono tuttavia delle risposte razionali sia di tipo teorico, sia di tipo pratico, che possiamo riassumere:

1. L'obiezione che le PMI non fanno abitualmente ricorso al mercato dei capitali è vera soprattutto per l'Italia (dove tuttavia la situazione sta evolvendosi, §2.10) ma lo è meno per dei Paesi dove esiste un mercato finanziario ben sviluppato (§2.8, §2.9). Inoltre è possibile verificare come lo sviluppo del rating produca degli effetti in termini di crescita del mercato dei capitali grazie all'aumento della sua efficienza che riduce le barriere all'entrata;
2. L'obiezione sulla maggiore incidenza del costo del rating per le PMI è fondata, tuttavia se il vantaggio esiste, anche se inferiore rispetto alle emissioni di importi ingenti, non c'è ragione per supporre che le imprese non vogliano capitalizzare questo "minor vantaggio" anche perché quest'ultimo si addiziona ai vantaggi non economici dell' "effetto marketing";
3. L'obiezione del minor rendimento del rating per le agenzie è fondato e rimane probabilmente una delle principali ragioni del loro debole interesse per il segmento PMI. Ciò deriva dalla loro struttura dei profitti.

Oltre a queste tre ragioni ampiamente messe in evidenza dagli specialisti delle agenzie, ne esiste probabilmente ancora una di notevole importanza. Nel corso dei colloqui con le agenzie si è avuta la netta sensazione che la vera causa della mancanza di interesse per le PMI è la struttura operativa delle agenzie organizzata in funzione della classificazione delle grandi imprese e degli Stati; ne deriva il sistema di classificazione adoperato. (§2.7, §2.11)

Le peculiarità delle PMI imporrebbero alle agenzie, orientate su un *target* differente, degli importanti investimenti per pianificare una struttura più attenta alle realtà finanziarie regionali e che include capacità di analisi *ad hoc* e scale di classificazione differenti.

Questa è probabilmente la stessa ragione per la quale le agenzie considerano poco importante il rating unicamente per la solidità finanziaria delle imprese allo scopo di migliorare l'accesso al credito dell'impresa: si tratterebbe di un servizio che avrebbe come interlocutore le Banche, mentre tutta la struttura delle agenzie è organizzata in funzione del servizio per gli investitori. (§2.11).

É in questo contesto che è interessante riflettere sull'esistenza di altri soggetti con le capacità e l'autorità sufficiente per rispondere alle esigenze delle PMI (§2.12), sul ruolo catalizzatori dei poteri pubblici (§2.13) e sulla possibilità che nasca un'agenzia europea di rating per le PMI.