



ASSOLOMBARDA

Il Rating

**PRIORITÀ E PROSPETTIVE
PER LA CRESCITA E LO SVILUPPO
DELLE IMPRESE**

Sommario

PREFAZIONE	5
1. Il rating per non addetti ai lavori	8
1.1. RATING E CREDITO BANCARIO: LE REGOLE DI BASILEA	8
1.2. LA SUPERVISIONE SULLE AGENZIE DI RATING: L'ESMA	12
1.3. IL PROCESSO DI ASSEGNAZIONE DEI RATING ESTERNI	14
1.4. I MODELLI INTERNI PER LA VALUTAZIONE DEL MERITO CREDITIZIO	17
1.5. L'UTILIZZO DEI RATING NEL CREDITO COMMERCIALE: UN CASE STUDY	21
2. Il mercato dei rating di credito in Europa e in Italia	25
2.1. LA STRUTTURA INDUSTRIALE DEL SETTORE RATING	25
2.2. LA FOTOGRAFIA DEL MERCATO NEI MAGGIORI PAESI EUROPEI	27
3. Fintech e credit scoring	35
3.1. CREDIT SCORES E RATINGS	35
3.2. L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE NEL CREDIT SCORING: L'ANALISI DI BANCA D'ITALIA	36
3.3. FINTECH E FATTORI ESG: UN CASE STUDY	37
4. I rating ESG	41
4.1. LE CARATTERISTICHE DEL MERCATO DEI RATING ESG	42
4.2. ETERogeneità E GREENWASHING	43
4.3. ALLA RICERCA DI STANDARD COMUNI	44
4.4. IL PROCESSO ANALITICO E LE INFORMAZIONI ALLA BASE DEL RATING ESG	45
5. Le conclusioni e le raccomandazioni di Assolombarda	52
5.1. LE CONCLUSIONI	52
5.2. LE RACCOMANDAZIONI A NOI E AI NOSTRI PRINCIPALI STAKEHOLDER	53
5.2.1. GRANDI IMPRESE	53
5.2.2. PMI	54
5.2.3. ISTITUZIONI A AUTORITÀ DI REGOLAMENTAZIONE	55
5.2.4. MONDO FINANZIARIO E AGENZIE DI RATING	56
5.2.5. ASSOCIAZIONI IMPRENDITORIALI	58
6. Contributi e ringraziamenti	61
BOX - SINTESI DELLE PRINCIPALI AZIONI DI ASSOLOMBARDA PER AIUTARE LE IMPRESE A CONTROLLARE E MIGLIORARE IL PROPRIO RATING	62
BANCOPASS: IL COMPAGNO IDEALE A SUPPORTO DELLO SVILUPPO D'IMPRESA	62
7. Bibliografia	65

Prefazione

Fin dai tempi di Basilea 2, il Rating è sempre stato un elemento in grado di far scaldare anche gli animi più miti. Negli anni si è sempre più diffuso, arrivando a rappresentare l'elemento centrale di qualsiasi analisi e valutazione del grado di rischio di un'impresa, uscendo anche dai confini della regolamentazione bancaria, fino ad entrare nei processi di valutazione di clienti e fornitori delle imprese.

Rappresenta, quindi, uno strumento importante per tutte le aziende e che deve valorizzare e tenere conto dell'evoluzione dei contenuti di valore delle imprese, quali ad esempio, recentemente, digitalizzazione e ESG. Differentemente, il rischio è quello di leggere le imprese di oggi con le lenti di ieri, non misurando realmente il rischio e la qualità del credito, finanziario per le banche, commerciale per le imprese. Negli ultimi anni sono già intervenuti parecchi cambiamenti, tanto che non possiamo più dire che esista un modello di rating univoco. All'utilizzo più "classico" legato ai requisiti patrimoniali bancari, si sono affiancati usi più industriali. L'uso delle tecniche di rating è uno strumento manageriale che deve essere ulteriormente approfondito e allargato nell'applicazione e anche in base ai soggetti che lo utilizzano.

Ad esempio, le aziende fintech costruiscono il proprio modello di business intorno a degli algoritmi, ma questo deve portare sempre più a una maggiore sensibilità all'innovazione, a una maggiore flessibilità e a una maggiore spinta a leggere in modo più proattivo e allargato i dati dell'impresa, in modo da trovare opportunità di finanziamento che non sono nel radar della finanza "classica".

Invece, le imprese non lo devono "subire" o considerare solo come elemento di sintesi e monitoraggio dell'andamento economico-finanziario, ma anche: come spinta alla crescita delle competenze interne; come strumento per spingere processi di managerializzazione, aspetto di fondamentale importanza per le PMI; come fattore abilitante all'accesso a forme di finanza strutturata o capitale di rischio. Con questo lavoro abbiamo provato a spiegare ed analizzare questi aspetti e queste potenzialità, non limitandoci a illustrare che cosa è il rating, come funziona e come viene utilizzato oggi, ma portando nella discussione la visione di come il sistema industriale si immagina la sua evoluzione e su quali siano le condizioni necessarie a una sua diffusione e un suo utilizzo più consapevole da parte delle imprese.

Come avevamo sottolineato nel posizionamento dell'anno scorso sulla Finanza Sostenibile, non vogliamo che i nostri restino messaggi monodirezionali. Crediamo fortemente e siamo aperti a un'azione di sistema. Infatti, per utilizzare meglio il rating oggi e migliorarlo affinché faccia emergere il valore delle imprese, tutti gli attori devono fare la propria parte con responsabilità. Non comunicare, valutare o pesare in modo corretto gli elementi strategici del business aziendale oppure non considerare i cambiamenti e le evoluzioni del contesto economico avranno impatti sempre più importanti sulla competitività delle imprese e sulla capacità di accedere alla finanza. Sono rischi troppo grandi che non possiamo permetterci di correre.

Paolo Gerardini

Vice Presidente Credito e Finanza
Assolombarda

Il rating per non addetti ai lavori

Il rating è un giudizio sulle capacità di una società, o di uno Stato sovrano, di ripagare i propri debiti. Il presente rapporto si concentra sui rating societari, che esprimono una valutazione sintetica del profilo di rischio di credito di un'impresa, riassumendo le informazioni quantitative e qualitative, anche in relazione alla totalità delle imprese del settore di appartenenza e al loro comportamento di rimborso nel corso del tempo. Ad oggi non esiste un sistema di valutazione unico; infatti, il rating può variare in funzione del soggetto che lo emette. Tuttavia, la tipologia di informazioni analizzate è simile per tutte le istituzioni e comprende informazioni di tipo sia quantitativo, sia qualitativo.

I rating vengono assegnati a imprese che operano nei settori più disparati. Tuttavia, essi rivestono un ruolo particolare nel settore finanziario e – specificamente – in quello bancario, per il seguente motivo: i rating concorrono alla determinazione del capitale proprio di cui ogni banca si deve dotare a fronte del rischio di credito tipico dell'attività creditizia. Ciò si riflette sull'offerta di credito bancario alle imprese, in termini sia di costo, sia di disponibilità. Esistono due tipologie di rating:

- **rating esterno:** calcolato da agenzie specializzate;
- **rating interno:** elaborato internamente dalle banche.

L'attività di assegnazione dei rating e il loro utilizzo da parte degli intermediari finanziari sono soggetti ad una complessa regolamentazione e attività di supervisione. Questa è la ragione per cui partiremo, in questa sezione del rapporto, da un quadro sintetico delle regole relative ai requisiti patrimoniali delle banche, che hanno subito una notevole evoluzione nel tempo: le ultime novità, introdotte con il cosiddetto accordo “Basilea III.5”, entreranno gradualmente in vigore nei prossimi anni. Passeremo, poi, a descrivere l'attività di supervisione esercitata dall'autorità europea di recente istituzione, l'ESMA, sulle agenzie di rating. Successivamente, illustreremo le metodologie adottate e le informazioni utilizzate nell'assegnazione dei rating esterni da parte delle agenzie di rating e dei rating interni da parte delle banche.

1.1. Rating e credito bancario: le regole di Basilea

L'attività svolta dalle banche le porta per sua natura a esporsi a diversi tipi di rischi: rischio di credito, di liquidità, di mercato. Qui ci concentreremo sul rischio di credito e sulla regolamentazione prudenziale relativa ad esso. Le regole prudenziali proteggono la stabilità del settore bancario. Il principale strumento regolamentare è il coefficiente patrimoniale che impone alle banche di avere un capitale azionario minimo in rapporto al totale delle loro attività, ponderate per il rischio. Nel calcolo dell'attivo ponderato per il rischio, un ruolo centrale è svolto dai rating assegnati ai debitori dalle banche stesse (i “rating interni”) e dalle agenzie di rating (“rating esterni”). Il fatto di pesare le attività per il loro grado di rischiosità, al fine di calcolare quanto patrimonio è necessario, risponde ad un principio: introdurre un incentivo a limitare il rischio. Infatti, il patrimonio è costoso: quindi, se a maggiore rischio deve corrispondere più patrimonio, chi gestisce la banca sarà indotto a limitare o fare pagare di più il credito ai soggetti più rischiosi. La regolamentazione bancaria pone molta enfasi sul patrimonio. Le regole che riguardano il patrimonio hanno raggiunto un grado di complessità notevole. Esse si sono stratificate attraverso diversi accordi internazionali, che vanno sotto il nome di “accordi di Basilea”. Qui ha sede la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), dove vengono negoziati gli standard internazionali che, poi, devono essere recepiti nelle leggi nazionali. Nell'Unione Europea (UE), l'implementazione degli accordi di Basilea è affidata alle direttive e ai regolamenti delle istituzioni europee (Commissione e Consiglio della UE): nello specifico, alla *Capital Requirements Directive (CRD)* e alla *Capital requirement Regulation (CRR)*. Poiché le regole di Basilea derivano da diversi accordi successivi, è bene ripercorrere – seppure rapidamente – questi passaggi.

Basilea I. Il primo accordo di Basilea fu siglato nel 1988 ed era focalizzato sul rischio di credito. Esso prevedeva un rapporto minimo, pari all'8%, tra il patrimonio di una banca e i suoi prestiti totali. Questi ultimi venivano suddivisi in quattro categorie, in base alla natura del debitore: settore pubblico, banche, titolari di mutui ipotecari, imprese. A ciascuna di esse fu assegnato un "peso", rispettivamente: 0, 20%, 50%, 100%. Il valore nominale di ogni prestito veniva moltiplicato per il suo peso, ottenendo così dei valori "pesati". La somma di questi valori pesati costituiva quello che da allora viene chiamato "attivo ponderato per il rischio" (Risk Weighted Assets - RWA). La regola sul coefficiente patrimoniale imponeva che il rapporto minimo tra il patrimonio di una banca e i suoi RWA non scendesse sotto l'8%. Il vantaggio dell'accordo, che passò alla storia come "Basilea I", era la semplicità e la trasparenza. Tuttavia, esso si prestava a una critica: il fatto di attribuire un unico peso a tutti i debitori di una determinata categoria, ad esempio le imprese, aveva come effetto che il requisito patrimoniale non rifletteva adeguatamente l'effettiva rischiosità delle attività di una banca. Inoltre, l'accordo iniziale riguardava unicamente il rischio di credito, relativo all'eventualità che un debitore non fosse in grado di restituire (in tutto o in parte) i suoi debiti alle scadenze pattuite. Nel 1996 fu introdotto un requisito aggiuntivo per il rischio di mercato, dovuto alle oscillazioni di valore delle attività finanziarie negoziate sui mercati (organizzati e non). Il coefficiente patrimoniale totale risultava dalla somma dei due requisiti: quello per il rischio di credito e quello per il rischio di mercato. La dimensione relativa dei due dipende dal tipo di intermediario considerato, ma generalmente per le banche commerciali il rischio di credito è quello che presenta il maggiore assorbimento patrimoniale.

Basilea II. Per rispondere all'esigenza di disporre di un sistema di ponderazione che riflettesse più accuratamente il rischio bancario, nel 2004 fu raggiunto un nuovo accordo conosciuto come "Basilea II". Questo accordo prevede diversi metodi per il calcolo dei RWA.

Il primo, chiamato "metodo standard", utilizza i giudizi assegnati ai debitori dalle agenzie di rating: i "rating esterni". Un buon giudizio (ad esempio: AAA) consente di assegnare a un'impresa un peso basso (20%): questo significa che 100 euro prestati a quell'impresa contano solo per 20 euro nel calcolo dei RWA. Un cattivo giudizio comporta un peso più alto (fino a un massimo del 150%).

Il secondo metodo, chiamato "metodo interno" (*Internal Rating Based - IRB*), utilizza invece i rating assegnati ai debitori sulla base di modelli di valutazione sviluppati internamente alle banche e sottoposti alla approvazione delle autorità di vigilanza: i "rating interni". Questi possono avvalersi di metodi statistici sofisticati, che utilizzano i dati a disposizione della banca per stimare i parametri necessari a calcolare il peso da attribuire ad ogni debitore. A sua volta, il metodo IRB prevede due alternative. La prima "advanced" (*A-IRB*) è quella in cui una banca stima internamente tutti i tre parametri necessari al modello: *probability of default (PD)*, *loss given default (LGD)*, *exposure at default (EAD)*. La seconda "foundation" (*F-IRB*) prevede invece che la banca stimi solo uno di tali parametri (la PD), mentre si affida a valori fissi, assegnati dall'autorità di vigilanza, per quanto riguarda gli altri due parametri¹.

L'accordo di Basilea II ha introdotto nel panorama regolamentare ulteriori elementi. Il primo è il requisito patrimoniale a fronte del rischio operativo: questo comprende gli eventuali costi relativi a controversie legali e quelli dovuti a eventi che possono interferire con la normale operatività di una banca, quale un blocco dei sistemi informatici o una catastrofe naturale. La somma dei tre requisiti minimi – relativi ai rischi di credito, di mercato e operativo – costituisce il coefficiente patrimoniale che va sotto il nome di "Primo Pilastro". Poi c'è il Secondo Pilastro, in base al quale l'autorità di vigilanza può richiedere a un istituto di credito incrementi di capitale in aggiunta a quelli previsti dal Primo

¹Per una definizione di PD, LGD e EAD, si veda la sezione 1.4.

Pilastro: queste richieste possono essere il frutto di una valutazione dell'autorità sul profilo di rischio di ciascuna banca, ad esempio in seguito ad esercizi che simulano la resilienza delle banche in uno scenario avverso (stress test). Infine, c'è il Terzo Pilastro, che contiene obblighi di informazione al mercato, al fine di aumentare il ruolo della reputazione e la disciplina di mercato sulle istituzioni creditizie.

Le regole introdotte con Basilea II hanno mostrato alcuni limiti alla luce della crisi finanziaria del 2008 (peraltro esse erano entrate in vigore da poco nella UE e solo marginalmente negli USA). In primo luogo, esse lasciavano alle banche la possibilità di soddisfare in buona parte i requisiti patrimoniali ricorrendo ad alcuni strumenti finanziari aventi una natura ibrida tra capitale e debito, tra cui le obbligazioni subordinate. Le banche sfruttarono questa possibilità e fecero ampio ricorso all'emissione di questi strumenti, poiché meno costosi rispetto all'emissione di azioni. La seconda lacuna era la mancata considerazione del rischio di liquidità, relativo alla eventualità che una banca non disponesse di attività prontamente liquidabili per fare fronte ad una massiccia richiesta di rimborsi delle sue passività a breve termine (in primo luogo i depositi a vista). Il terzo, e forse più importante, problema era che il sistema di ponderazione delle attività bancarie non impediva ad alcuni intermediari di raggiungere livelli di leva molto alti, pur rispettando il requisito patrimoniale. In altre parole, sfruttando i margini esistenti nel calcolo dei "pesi", alcune banche erano in grado di presentare alle autorità di vigilanza un attivo ponderato per il rischio molto inferiore al valore grezzo (non ponderato) delle loro attività. In questo modo potevano ridurre il fabbisogno di capitale necessario per soddisfare il coefficiente patrimoniale minimo e, di conseguenza, permettersi una leva elevata. Di qui, la necessità di introdurre un limite alla leva, intesa come il rapporto tra il totale delle attività non ponderate per il rischio e il patrimonio.

Basilea III. Questi (e altri) problemi hanno condotto nel 2010 a una revisione dell'accordo, nota come Basilea III, che si proponeva proprio di affrontare questi tre aspetti: qualità del capitale, rischio di liquidità e leva bancaria. Sul primo fronte, l'accordo del 2010 (entrato pienamente in vigore dal 1/1/2019 alla fine di un periodo di transizione) prevede un maggiore ruolo del capitale azionario nella composizione del patrimonio regolamentare, oltre a un innalzamento del requisito complessivo. Le azioni ordinarie emesse da una banca devono essere pari ad almeno il 7% dei RWA (prima questa soglia era il 2%), mentre il coefficiente patrimoniale totale passa al 10,5%² (prima era l'8%). Sul secondo fronte, Basilea III ha introdotto due nuovi requisiti specifici a fronte del rischio di liquidità: il Liquidity coverage ratio (LCR) e il Net stable funding ratio (NSFR). Il primo prevede che una banca disponga di attività liquide (come i suoi depositi presso la banca centrale e i titoli prontamente vendibili) sufficienti a fare fronte al deflusso netto di denaro che potrebbe verificarsi nell'arco di 30 giorni in una situazione di stress (come un forte peggioramento del rating della banca e/o una fuga di una quota consistente dei depositi). Il secondo impone che le attività illiquide (che non possono essere facilmente trasformate in contante entro l'anno successivo) siano coperte da altrettante fonti di finanziamento stabili (rappresentate dal capitale e dai debiti con scadenza oltre i 12 mesi). Infine, con Basilea III è stato posto un limite alla leva (leverage ratio), richiedendo che il capitale azionario (Tier1) di una banca sia pari almeno al 3% dell'attivo non ponderato per il rischio: questo equivale a porre un tetto alla leva pari a 100/3, cioè a 33,3. Questo vincolo è entrato in vigore dal 1/1/2018.

Basilea III.5. Come si accennava più sopra, un aspetto particolarmente problematico delle

² Questo è il requisito derivante dal Primo Pilastro. Rimane sempre la possibilità che l'autorità di vigilanza applichi una maggiorazione nell'ambito del Secondo Pilastro.

regole sul capitale bancario è l'utilizzo del metodo interno (*IRB approach*) per il calcolo dell'attivo ponderato per il rischio (RWA). Questo metodo si basa su modelli statistici sviluppati dalle banche, seppure sottoposti all'approvazione delle autorità di vigilanza. Lo spazio di discrezionalità, lasciato alle banche nella costruzione di questi modelli interni, può essere utilizzato per ottenere una riduzione dei RWA, a parità di attivo totale non ponderato per il rischio. In altri termini, è possibile ridurre artificialmente la cosiddetta "*risk intensity*", che è appunto il rapporto tra i RWA e l'attivo non ponderato per il rischio. Questa riduzione consente a una banca di aumentare la sua leva, pur nel rispetto del coefficiente patrimoniale imposto dalle autorità. Le manipolazioni dei pesi, calcolati con i modelli interni, possono così accrescere il grado di rischio presente nel sistema bancario. Non solo, un uso eccessivo dei modelli interni da parte di taluni intermediari crea ingiustificate disparità tra le diverse banche. Inoltre, tenendo conto che nei diversi paesi europei vi è una diseguale diffusione dei modelli interni anche a seguito del diverso grado di concentrazione del settore bancario, si creano difformità fra paesi della UE. Si introducono, così, distorsioni nella concorrenza tra intermediari. Lo stesso Comitato di Basilea riconosce che "*the financial crisis highlighted a number of shortcomings related to the use of internally modelled approaches for regulatory capital, including the IRB approaches to credit risk. These shortcomings include the excessive complexity of the IRB approaches, the lack of comparability in banks' internally modelled IRB capital requirements and the lack of robustness in modelling certain asset classes*"³.

Per queste ragioni, le regole di Basilea sono state ulteriormente riviste nel 2017, dando luogo a quello che va sotto il nome di "Basilea III.5" (anche se ufficialmente si tratta di "*Basel III reforms*"). Per quanto riguarda il rischio di credito, il ruolo dei modelli interni è stato ridimensionato in due modi: i) proibendo l'uso della versione più sofisticata per alcuni tipi di prestiti; ii) imponendo un vincolo minimo al risultato ottenibile con le stime interne che conducono al calcolo dell'attivo ponderato per il rischio⁴.

In particolare, sul primo punto si prevede che le banche non possano più usare la versione "avanzata" del metodo basato sui modelli interni (A-IRB) per calcolare i pesi al rischio da attribuire alle grandi imprese (quelle con un fatturato superiore ai 500 milioni di euro) e alle istituzioni finanziarie (come banche e assicurazioni). Per queste esposizioni, si potrà usare solo la versione "foundation" dei modelli interni (F-IRB) che, imponendo valori fissi ad alcuni parametri (LGD e EAD), rimuove una buona dose di discrezionalità; in alternativa, si potrà usare il metodo standard, basato sui rating esterni (assegnati dalle agenzie di rating). Per le azioni detenute in portafoglio, si potrà usare solo il metodo standard. Alla base di queste modifiche vi sono le analisi del Comitato di Basilea, che hanno mostrato una eccessiva e ingiustificata variabilità dei pesi attribuiti dalle banche a queste categorie di attività⁵. Vi è anche l'idea che, per quelle categorie di debitori e per le azioni emesse da imprese quotate in borsa, le banche non abbiano un rilevante vantaggio informativo rispetto al mercato e alle agenzie di rating; perciò, il ricorso ai modelli interni è poco giustificato.

La seconda novità è l'introduzione di un pavimento (*output floor*) al totale attivo ponderato per il rischio, risultante dalla applicazione dei modelli interni: esso non può essere inferiore al 72,5% di quello calcolato con il metodo standard. In realtà, la soglia è inizialmente più bassa (50% nel 2023) e poi aumenterà gradualmente per raggiungere il 72,5% nel 2028. Dal 2023, si impongono valori minimi (*input floors*) anche ai parametri stimati dalle banche e usati per calcolare l'attivo ponderato per il

³Si veda BRI (2017), pag.5. Per una discussione più approfondita dei problemi sollevati dall'uso dei modelli interni nel calcolo dei RWA, si veda Baglioni (2018), capitolo 2.

⁴Per un'analisi approfondita delle regole finali di Basilea e del loro impatto sul sistema bancario, si veda Cucinelli - Nieri - Novembre - Piserà (2022).

⁵Si veda BRI (2016).

rischio con il metodo IRB: tutti i tre parametri (PD, LGD e EAD) per il metodo avanzato, solo la PD per il metodo foundation, nel quale gli altri due parametri sono già assegnati dalle autorità di vigilanza.

Sempre in relazione al rischio di credito, anche il metodo standard è stato oggetto di alcune revisioni. Sinteticamente tali previsioni prevedono che, per evitare una applicazione meccanica dei rating esterni forniti dalle varie agenzie, le banche sottopongano periodicamente i debitori ad analisi interne sul loro merito di credito (*due diligence*). Un trattamento più favorevole è stato introdotto per le piccole-medie imprese (SME) sprovviste di rating, alle quali si applica un risk weight pari all'85% (anziché il 100% previsto per le altre imprese unrated). Per i mutui immobiliari, si prevede che i pesi per il rischio riflettano il rapporto tra l'ammontare del prestito e il valore dell'immobile (loan-to-value). La Tabella 1 riporta la griglia aggiornata dei pesi al rischio, da attribuire alle controparti corporate applicando il metodo standard, in funzione del Credit Quality Step (CQS) assegnato alla controparte da una agenzia di rating (si veda più sotto).

Tabella 1 - Metodo standard: pesi al rischio da assegnare alle controparti corporate

Classe di rischio	CQS 1	CQS 2	CQS 3	CQS 4	CQS 5-6	Unrated
Risk weight	20%	50%	75%	100%	150%	100% (85% per SME)

1.2. La supervisione sulle agenzie di rating: l'ESMA

La nascita dell'ESMA. La crisi finanziaria esplosa nel 2007/2008 negli Usa e diffusasi in molti altri paesi, con pesanti conseguenze sull'economia reale, ha portato ad un ripensamento delle regole sulle agenzie di rating. La crisi stessa ha messo in discussione la capacità delle agenzie di individuare correttamente i rischi associati agli strumenti finanziari, in particolare quelli di finanza strutturata: l'esperienza ha dimostrato che giudizi assai favorevoli potevano essere assegnati anche a strumenti finanziari caratterizzati da un rischio di credito molto elevato, ad esempio i prodotti derivanti dalle cartolarizzazioni di crediti immobiliari "sub-prime" (*Mortgage Backed Securities*). Inoltre, la struttura proprietaria (con intrecci proprietari tra agenzie di rating e società valutate) e la commistione tra diverse attività (assegnazione di rating e consulenza) sollevavano seri dubbi sulla reale indipendenza delle agenzie di rating.

Nel gennaio del 2011 venne istituita l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*): l'autorità europea degli strumenti e dei mercati finanziari. Il nuovo organismo, dotato di poteri di intervento diretto, rappresenta l'autorità di vigilanza dei mercati della UE e ha il compito di sorvegliare il sistema finanziario europeo tutelando gli investitori. All'ESMA è affidata la vigilanza sulle agenzie di Rating e l'applicazione del Regolamento europeo 1060/2009, conosciuto come "CRA Regulation".

L'introduzione della *CRA Regulation* costituì un fondamentale punto di svolta. Prima del 2009, infatti, la disciplina delle attività delle agenzie di Rating era affidata ai singoli Stati, e soltanto alcuni di questi Stati prevedevano una normativa specifica. Con il regolamento 1060/2009 si riconobbe la necessità di una normativa comune e si stabilirono per la prima volta i requisiti per operare come agenzia di Rating sul territorio della UE. Come cita lo stesso regolamento: “È opinione generale che le agenzie di rating del credito non siano state capaci, in primo luogo, di adeguare tempestivamente i loro rating al peggioramento delle condizioni del mercato e, in secondo luogo, di adattare per tempo i loro rating del credito in seguito all'aggravarsi della crisi del mercato. Il modo migliore per porre rimedio a queste incapacità è adottare misure in materia di conflitti di interesse, qualità dei rating, trasparenza e *governance* interna delle agenzie di rating del credito”. All'ESMA è affidato il ruolo di vigilare sul rispetto di tali requisiti.

Le regole attuali. Per operare come agenzia di Rating è innanzitutto necessario ottenere il riconoscimento e la registrazione da parte dell'ESMA quale CRA (*Credit Rating Agency*), che consente l'accesso all'elenco ufficiale di ECAI (*External Credit Assessment Institutions*) riconosciute. L'autorizzazione, fornita dall'ESMA a un dato attore perché possa operare come CRA, viene concessa solamente dopo l'esame dei requisiti stabiliti dal Regolamento 1060/2009. Viene, quindi, richiesto alle agenzie di pubblicare informazioni aggiornate sulla propria indipendenza e sulla gestione dei (potenziali) conflitti di interesse, così come sui servizi che forniscono, sulle politiche riguardanti la pubblicazione dei rating e la loro remunerazione, e sul codice di condotta adottato.

Tutte le CRA rientrano di fatto nelle ECAI, termine con il quale si definiscono tutte le istituzioni, diverse da banche e assicurazioni, autorizzate ad emettere rating di credito. I rating formulati dalle ECAI possono essere utilizzati dalle banche per determinare i pesi al rischio da assegnare alle controparti nel calcolo dell'attivo ponderato per il rischio: questo avviene quando una banca utilizza il metodo standard ai fini del requisito patrimoniale (si veda la sezione precedente). Tuttavia, perché le agenzie possano iniziare a operare a tutti gli effetti quali ECAI, sono necessari due ulteriori passaggi: 1) la pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della UE del *mapping* regolamentare e 2) il riconoscimento, da parte della *European Banking Authority* (EBA), della pari qualità dei rating *solicited* e *unsolicited*.

Il *mapping* è la tabella con la quale le classi di rating utilizzate dalle agenzie vengono equiparate ai *Credit Quality Step* (CQS), le classi di merito del credito definite dagli standard tecnici europei. Questa procedura consente di uniformare i giudizi, stabilendo parametri univoci per tutti. Per le agenzie che emettono sia rating *solicited* (ovvero richiesti dal soggetto valutato), sia *unsolicited* (ovvero rating richiesti da soggetti terzi), è inoltre richiesto di dimostrare la pari qualità di entrambe le tipologie. Infatti, a differenza dei rating *solicited*, che includono nella valutazione anche dati e documenti privati forniti dal soggetto stesso, i rating *unsolicited* si basano solo su dati pubblici, ma non per questo possono fornire valutazioni meno accurate e approfondite. Ovviamente, la sola registrazione non basta. Ogni anno le agenzie di Rating sono tenute a redigere una relazione di trasparenza e a sottoporre le metodologie utilizzate a monitoraggio e validazione periodica, comunicando all'ESMA tutti i giudizi emessi anche al fine di estrarne tutte le opportune statistiche.

La stessa ESMA, dal canto suo, esercita l'attività di vigilanza monitorando i rating emessi dalle Agenzie, effettuando indagini documentali e verificando eventuali mancanze denunciate da soggetti terzi. Nel caso in cui essa constati una violazione del regolamento, l'ESMA ha il potere di imporre sanzioni, che possono andare dal pagamento di una multa fino alla revoca della registrazione.

Una volta riconosciuta come tale, ogni agenzia di rating deve poi sottoporsi alla *CRA regulation*. Quest'ultima stabilisce le condizioni per l'emissione dei rating e fissa disposizioni in merito all'organizzazione e allo svolgimento delle attività delle agenzie di rating del credito, compresi i loro azionisti ed appartenenti, per promuoverne:

- l'indipendenza;
- la prevenzione dei conflitti di interesse;
- la protezione dei consumatori e degli investitori.

Per ottenere la registrazione nell'UE, le agenzie di rating del credito devono:

- evitare i conflitti di interesse: ad esempio, gli analisti del credito non possono valutare un'entità, di cui detengono delle quote proprietarie;
- garantire la qualità dei propri rating e delle proprie metodologie di rating;
- garantire un grado elevato di trasparenza, ad esempio pubblicando una relazione di trasparenza annuale.

Un'agenzia di rating può essere ritenuta responsabile e subire sanzioni qualora violi il regolamento, intenzionalmente o per grave negligenza, danneggiando in tal modo un investitore o un emittente. Le agenzie di rating devono rendere pubbliche le situazioni, in cui un socio possieda il 5% o più del capitale o dei diritti di voto dell'agenzia o anche il 5% o più di un'entità valutata dall'agenzia stessa. Qualora entrambe le partecipazioni siano uguali o superiori al 10%, l'agenzia di rating del credito non avrà diritto a valutare l'entità. È vietato detenere il 5% o più del capitale o dei diritti di voto di più agenzie di rating, salvo che queste ultime appartengano allo stesso gruppo.

1.3. Il processo di assegnazione dei rating esterni

L'assegnazione di un rating avviene solitamente su richiesta della società emittente (*solicited rating*); tuttavia, come si è già accennato, essa può avvenire anche su iniziativa di una agenzia di rating (*unsolicited rating*). Il giudizio espresso può riguardare uno specifico strumento finanziario (*issue rating*) oppure la società emittente (*issuer rating*). Il processo di assegnazione del rating comporta non solo l'analisi di dati pubblicamente disponibili, ad esempio quelli desumibili dai bilanci della società emittente, ma anche un dialogo con il management della società stessa, almeno per le società di maggiore dimensione⁶. In seguito alla domanda di rating da parte dell'emittente, l'agenzia nomina una commissione di esperti (generalmente interni all'agenzia) del settore produttivo in cui si colloca l'attività economica dell'emittente stesso. Grazie all'analisi economica e finanziaria effettuata, la commissione formula una prima valutazione che viene comunicata all'emittente. Quest'ultimo può richiedere una revisione del giudizio espresso in prima battuta dalla commissione, fornendo ulteriori informazioni che vengono usate dalla agenzia per esprimere il giudizio che verrà reso pubblico.

⁶ Alcune agenzie adottano una metodologia specifica per le PMI, che non prevede il coinvolgimento della società valutata nel processo di assegnazione del rating.

Successivamente, inizia la fase di *rating watch*: il giudizio viene periodicamente (almeno una volta all'anno) sottoposto a revisione; la revisione può essere resa necessaria anche dal verificarsi di un evento che incida significativamente sul merito di credito dell'emittente.

Il processo di formulazione di un rating comporta l'utilizzo di informazioni relative al *business risk* e di informazioni relative al *financial risk*: dalla combinazione di queste due dimensioni deriva l'assegnazione di un giudizio sintetico sulla capacità di un emittente di strumenti finanziari di onorare puntualmente i suoi impegni verso i creditori. Il *business risk* si riferisce ad una serie di variabili economiche e di contesto, anche di carattere qualitativo, utilizzate per valutare l'andamento e le prospettive dell'attività produttiva esercitata dalla società emittente. La valutazione del *financial risk* si basa invece su indicatori tipicamente quantitativi derivanti dall'analisi di bilancio.

Business risk. La valutazione del profilo di business si articola tipicamente nelle seguenti aree di analisi:

- **Rischio settoriale:** vengono indagate l'analisi delle dinamiche di domanda e offerta, la struttura, le dimensioni e la volatilità del settore. In questa sezione vengono evidenziati i principali rischi derivanti dai tassi di crescita, dal contesto competitivo, dai cambiamenti regolamentari e/o dall'obsolescenza tecnologica che potrebbero impattare sull'attività di un'impresa. L'analisi si concentra infine sulla struttura regolamentare, sui mercati di sbocco, sui fornitori/clienti (e relativa qualità creditizia) e sulle barriere all'entrata;
- **Dimensioni:** è ritenuta una buona proxy della relativa capacità di sostenere la pressione competitiva. In generale, società di maggiori dimensioni riescono meglio a difendere la marginalità grazie alle economie di scala e/o al potere contrattuale verso fornitori e clienti;
- **Posizionamento competitivo:** questo viene analizzato anche in ottica di benchmark settoriale, tenendo eventualmente conto delle nicchie di mercato, ovvero quegli specifici segmenti di mercato in cui alcune società di minori dimensioni riescono a detenere un evidente vantaggio competitivo;
- **Diversificazione geografica:** permette di mitigare il rischio derivante dall'esposizione a uno o pochi mercati geografici;
- **Diversificazione di business:** rappresenta un elemento di mitigazione del rischio associato al profilo di business. In particolare, la diversificazione verso settori non correlati tra loro consente di mitigare il rischio derivante dall'esposizione verso industrie più rischiose;
- **Diversificazione e qualità del portafoglio clienti/fornitori:** permette di ridurre la dipendenza strategica da singole controparti, riducendo il rischio che un'eventuale interruzione dei rapporti commerciali produca impatti significativi sulle performance economico-finanziarie della società emittente. Allo stesso tempo, la qualità creditizia delle controparti rappresenta un elemento di mitigazione del rischio associato al profilo di business.

Financial risk. La valutazione del profilo finanziario si articola generalmente nelle seguenti aree di analisi:

- **Indicatori di leva:** misurano il livello di indebitamento rapportato a indicatori dimensionali dell'impresa emittente;
- **Indicatori di copertura:** misurano la capacità di una società di generare flussi di cassa adeguati alla copertura degli interessi;
- **Analisi della struttura finanziaria:** la composizione delle passività di un'impresa serve per individuare i principali rischi cui potrebbe essere esposta, quali ad esempio il rischio valutario, quello d'interesse o il rischio di rifinanziamento;
- **Analisi del profilo di liquidità:** ha lo scopo di verificare la disponibilità delle risorse (di cassa o disponibili sulle linee bancarie) per fare fronte puntualmente alle obbligazioni finanziarie in scadenza. La liquidità è un concetto chiave nell'assegnazione del rating di controparte, da valutare congiuntamente al profilo delle scadenze del debito.

La Tabella 2 riporta in dettaglio alcuni indicatori utilizzati nelle quattro aree di analisi finanziaria appena elencate.

Tabella 2 – Indicatori di rischio finanziario

Indici principali				
Leva	Copertura	Struttura	Liquidità	Operativi
Debito Netto/EBITDA (x)	EBITDA/Interessi Netti (x)	Debito Netto/Totale fonti (%)	Cassa/Debito finanziario a b.t. (%)	EBITDA/Fatturato (%)
Debito Netto/(FFO + Interessi Netti Monetari) (x)	(FFO + Interessi Netti Monetari)/Interessi Netti Monetari (x)	Debito Netto/Patrimonio Netto (x)	(Cassa + Linee disponibili)/Debito finanziario a b.t. (%)	CNN/Fatturato (%)
Debito Lordo/EBITDA (x)	EBITDA/Interessi Lordi (x)	Debito Lordo/Patrimonio Netto (x)		Capex/Fatturato (%)
Debito Lordo/(FFO + Interessi Lordi Monetari) (x)	(FFO + Interessi Lordi Monetari)/Interessi Lordi Monetari (x)			

FFO: *Funds from Operations*

EBITDA: *Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization*

Fonte: CRIF

In base ai risultati derivanti dalle due analisi di cui sopra, focalizzate rispettivamente su *business risk* e *financial risk*, viene assegnato alla società emittente un giudizio sintetico, che si colloca in uno dei gradini previsti nella scala di rating. La Tabella 3 esemplifica una scala suddivisa in nove classi di rating a rischiosità crescente, oltre ad una classe di default.

Tabella 3 – La scala di rating

Rating	Modifier	Definizione
AAA	AAA	Entità con eccellente capacità di adempimento dei propri impegni finanziari. Il rischio di default è minimo
AA	AA+	Entità con ottima capacità di adempimento dei propri impegni finanziari. Il rischio di default è molto basso
	AA	
	AA-	
A	A+	Entità con buona capacità di adempimento dei propri impegni finanziari. Il rischio di default è basso
	A	
	A-	
BBB	BBB+	Entità con adeguata capacità di adempimento dei propri impegni finanziari. Il rischio di default è contenuto ma non trascurabile
	BBB	
	BBB-	
BB	BB+	Entità la cui capacità di adempimento dei propri impegni finanziari è correlata alle condizioni di mercato o di business e presenta, quindi, elementi di vulnerabilità; la sua attività può avere caratteri speculativi. Il rischio di default è medio
	BB	
	BB-	
B	B+	Entità la cui capacità di adempimento dei propri impegni finanziari è vulnerabile al cambiamento delle condizioni di mercato o di business e di natura chiaramente speculativa. Il rischio di default è elevato
	B	
	B-	
CCC	CCC	Entità la cui capacità di adempimento dei propri impegni finanziari è compromessa da carenze strutturali, di business e/o finanziarie, molto vulnerabile ai cambiamenti delle condizioni di mercato o economiche e di natura estremamente speculativa. Il rischio di default è molto elevato
CC	CC	Entità con rischio di default realistico. Presenza di temporanei inadempimenti sul debito, incluse situazioni di grace period, inferiori al 20% del debito complessivo
C	C	Entità con rischio di default imminente. Presenza di temporanei inadempimenti sul debito, incluse situazioni di grace period, superiori al 20% del debito complessivo
D	D1S	Entità con una o più obbligazioni su cui una rata di interessi o capitale risulta non pagata
	D	Entità soggetta a procedura in atto ai sensi della normativa europea sull'insolvenza

Fonte: CRIF

1.4. I modelli interni per la valutazione del merito creditizio

Avendo chiarito le caratteristiche e le funzioni del *rating* nelle precedenti sezioni, in questa sezione può essere rilevante valutarne il grado di affidabilità. Al riguardo, è inevitabile fare riferimento al settore che più ha sviluppato la metodologia e ha utilizzato lo strumento del rating: il settore bancario.

Come si diceva più sopra (sezione 1.1.), le regole di Basilea prevedono che le banche possano adottare il “metodo interno” (*Internal Rating Based - IRB*) nel calcolo dell’attivo ponderato per il rischio, che costituisce il denominatore del coefficiente di capitale. Questo approccio utilizza modelli

di valutazione del merito di credito delle controparti, sviluppati internamente alle banche e sottoposti alla approvazione delle autorità di vigilanza. Il rating interno nasce dall'interazione tra due soggetti interni alla banca, in un'ottica di *check and balances*: il gestore della relazione creditizia, cioè colui che seleziona e intrattiene un rapporto diretto con i debitori, e l'area rischi della banca, che presiede alla gestione centralizzata del rischio di credito. L'interazione fra questi due soggetti dovrebbe soddisfare il criterio di *check and balances* perché, mentre il gestore del credito fa parte del cuore esecutivo della banca ed è in rapporto gerarchico – diretto o indiretto – con il direttore generale e/o l'amministratore delegato, il risk financial officer svolge una funzione di controllo e – nella best practice di governance – è in staff del Consiglio di Amministrazione. I modelli interni possono avere un ruolo cruciale nel determinare l'assorbimento di capitale generato da un prestito bancario: tanto più elevato è il peso al rischio attribuito alla controparte, tanto maggiore sarà il capitale regolamentare necessario richiesto a fronte di quel prestito. A sua volta, un maggiore assorbimento di capitale può comportare un maggiore costo e/o una minore disponibilità di finanziamento bancario per l'impresa che lo richiede.

È possibile classificare i modelli di valutazione del merito creditizio nelle tre seguenti categorie:

- **Modelli completamente automatizzati**, dove correzioni manuali sono escluse. Spesso questi sistemi sono basati su modelli statistici⁷ che producono una probabilità di default (PD) dato un insieme di variabili esplicative. In alternativa, i sistemi completamente automatizzati fanno uso di “cluster analysis”, assegnando medesimi *scores* a *pool* di esposizioni creditizie omogenee. I tassi storici di inadempimento dei *pool* vengono utilizzati come stime della PD. Si tratta di metodologie applicate generalmente a esposizioni *retail* (privati e piccole imprese) o nel caso in cui il numero di esposizioni sia estremamente “atomizzato” e composto da singoli importi di scarso ammontare;
- **Modelli parzialmente automatizzati**, che comprendono anche variabili qualitative. In questo caso i risultati ottenuti attraverso modelli statistici o “cluster analysis” vengono “integrati” con informazioni qualitative, normalmente fornite dal gestore della relazione con il cliente. Tale “correzione qualitativa” può essere basata sulla inclusione esplicita di parametri qualitativi (di solito derivati da questionari compilati a cura del gestore) tali da determinare un upgrading o un downgrading del rating statistico;
- **Modelli “Judgmental”**, in cui la stima della PD di un cliente è determinata manualmente dagli analisti. L'espressione “*expert judgment*” non implica una discrezionalità incontrollata, che comprometterebbe l'integrità del processo di valutazione del merito di credito, rendendo la valutazione eccessivamente influenzata dal *mood* degli analisti. Questi ultimi devono infatti seguire linee guida, procedure ben documentate e devono utilizzare indicatori anche quantitativi, al fine di mantenere una coerenza oggettiva nella valutazione del rischio di credito. Coerenza che deve essere accuratamente monitorata per garantire che il sistema di rating non diventi troppo indulgente in un contesto macroeconomico favorevole o troppo rigido nei periodi di recessione economica. Eppure, in questo caso, la competenza ed esperienza degli analisti ha uno spazio rilevante. Il rating viene proposto dal gestore della relazione creditizia e deve poi essere validato da una funzione indipendente dell'area rischi della banca.

⁷ Modelli PROBIT e LOGIT.

Le banche che intendono avvalersi di sistemi basati sull'utilizzo di rating interni sono tenute a suddividere le controparti in "segmenti regolamentari" identificati in base a criteri oggettivi, quali: il settore di attività economica, il valore dell'esposizione (valore massimo tra credito accordato operativo e utilizzato), un indicatore dimensionale (fatturato, totale attivo). All'interno di tali criteri oggettivi, i processi creditizi devono essere omogenei e le modalità di attribuzione del rating univoche. Il rating assegnato ad una controparte deve essere rivisto almeno una volta all'anno e, comunque, in caso di modifiche sostanziali del profilo di rischio della controparte.

La misurazione del rischio di credito si basa sul concetto di **perdita attesa**: questa è la perdita che si manifesta in media entro un intervallo temporale di un anno su ogni esposizione. Essa è pari al prodotto di tre parametri: PD, LGD ed EAD.

- **La probabilità di default** (*Probability of Default*, PD) è la probabilità che una controparte passi allo stato di default entro un orizzonte temporale di un anno.
- **Il tasso di perdita in caso di default** (*Loss Given Default*, LGD) è il valore atteso del rapporto, espresso in termini percentuali, tra la perdita a causa del default e l'importo dell'esposizione al momento del default (EAD).
- **L'esposizione al momento del default** (*Exposure At Default*, EAD) è il valore delle attività a rischio, sia per cassa sia fuori bilancio.

Ad ogni intervallo di PD è associato un rating. Le classi di rating sono ordinate su una scala maestra in funzione del rischio creditizio: muovendo da una classe meno rischiosa ad una più rischiosa, la probabilità che i debitori risultino in default è crescente. Alle controparti in default viene attribuito convenzionalmente il rating "D" a cui corrisponde una PD pari al 100%. All'interno delle tre macrocategorie (Clienti *Investment Grade*, Clienti Intermedi, Clienti Rischiosi) si distinguono diverse classi di rating (*notch*). Nella Tabella 4 è disponibile un esempio.

Tabella 4 – Scala di rating interni e *Probability of Default*

Macro classi	Modello Corporate Groups (*)		Modello Large Corporate Groups (*)		Modello Banche Paesi Maturi e Parabancario (*)		Modello Banche Paesi Emergenti (*)		Modello Comuni e Province (*)		Modello Regioni (*)	
	Classe	PD Centrale	Classe	PD Centrale	Classe	PD Centrale	Classe	PD Centrale	Classe	PD Centrale	Classe	PD Centrale
I Clienti "Investment Grade"	CO_I1	0.08%	LC_I1a	0.01%	BA_I1.A	0.011%	BE_I1.A	0.01%	CM_I1	0.03%	RG_I1.A	0.02%
			LC_I1b	0.02%	BA_I1.B	0.022%	BE_I1.B	0.02%				
			LC_I1c	0.03%	BA_I1.C	0.033%	BE_I1.C	0.03%				
			LC_I1d	0.04%	BA_I1.D	0.044%	BE_I1.D	0.04%				
	CO_I2	0.15%	LC_I2	0.05%	BA_I2	0.099%	BE_I2	0.09%	CM_I2	0.05%	RG_I2	0.10%
	CO_I3	0.30%	LC_I3	0.08%	BA_I3	0.154%	BE_I3	0.14%	CM_I3	0.07%	RG_I3	0.14%
	CO_I4	0.43%	LC_I4	0.13%	BA_I4	0.220%	BE_I4	0.20%	CM_I4	0.11%	RG_I4	0.22%
CO_I5	0.61%	LC_I5	0.21%	BA_I5	0.341%	BE_I5	0.31%	CM_I5	0.20%	RG_I5	0.40%	
CO_I6	1.03%	LC_I6	0.35%	BA_I6	0.484%	BE_I6	0.44%	CM_I6	0.40%	RG_I6	0.80%	
M Clienti "Intermedi"	CO_M1	1.71%	LC_M1	0.57%	BA_M1	0.759%	BE_M1	0.69%	CM_M1	0.83%	RG_M1	1.66%
	CO_M2	2.19%	LC_M2	0.94%	BA_M2	1.067%	BE_M2	0.97%	CM_M2	1.45%	RG_M2	2.90%
	CO_M3	3.70%	LC_M3	1.52%	BA_M3	1.430%	BE_M3	1.30%	CM_M3	2.23%	RG_M3	4.46%
	CO_M4	5.71%	LC_M4	2.49%	BA_M4	1.991%	BE_M4	1.81%	CM_M4	3.00%	RG_M4	6.00%
R Clienti "Rischiosi"	CO_R1	9.05%	LC_R1	4.07%	BA_R1	2.772%	BE_R1	2.52%	CM_R1	4.27%	RG_R1	8.54%
	CO_R2	13.33%	LC_R2	6.64%	BA_R2	4.389%	BE_R2	3.99%	CM_R2	5.90%	RG_R2	11.80%
	CO_R3	17.30%	LC_R3	10.84%	BA_R3	6.886%	BE_R3	6.26%	CM_R3	8.19%	RG_R3	16.38%
	CO_R4	21.19%	LC_R4	17.69%	BA_R4	9.768%	BE_R4	8.88%	CM_R4	10.23%	RG_R4	20.46%
	CO_R5	24.63%	LC_R5	28.86%	BA_R5	13.024%	BE_R5	11.84%	CM_R5	12.54%	RG_R5	25.08%
	D	100.00%	D	100.00%	D	100.00%	D	100.00%	D	100.00%	D	100.00%

Fonte: INTESA SANPAOLO

L'attribuzione dei rating interni non svolge solo un ruolo regolamentare, finalizzato al calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito. Essa svolge anche un ruolo gestionale nella concessione e nella gestione del credito bancario. Sotto questo profilo, diventa rilevante il concetto di *Credit Risk Appetite* (CRA). In una logica di rischio/rendimento, il CRA declina "l'appetito per il rischio di credito" di un dato mutuante mediante il confronto fra la Perdita Attesa (PA) media di un portafoglio di prestiti e la sua redditività. Le controparti vengono così classificate in base alla loro rischiosità (si veda la Tabella 5):

- **Bassa** ("area Verde – Sviluppare"). Si tratta di controparti che, anche se sottoposte a situazioni di stress, riescono a mantenere una PA compatibile con la marginalità media espressa dal portafoglio di riferimento e hanno, quindi, spazi per la concessione di ulteriori crediti;
- **Intermedia** ("area Gialla - Mitigare e Valutare"). Si tratta di controparti che mediamente presentano marginalità positiva, la cui tenuta non è, tuttavia, assicurata, soprattutto in condizioni di stress. È quindi necessaria l'adozione di adeguate azioni di mitigazione del rischio di credito per contenere la PA;
- **Elevata** ("area Rossa - Contenimento del rischio ed eventuale disimpegno"). Si tratta di controparti la cui PA non risulta compatibile con la marginalità espressa dal portafoglio di riferimento. Sono, quindi, suggerite azioni orientate a una riduzione del rischio anche in un'ottica di disimpegno rispetto allo stock di crediti in essere.

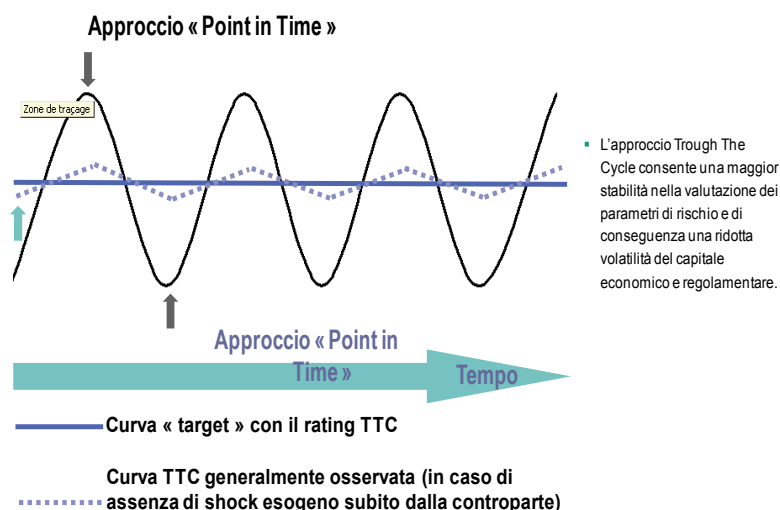
Tabella 5 – Rating e Credit Risk Appetite

Rating	SC, CO, Large CO	
I1	CRA1	
I2	CRA2	
I3	CRA3	
I4	CRA4	
I5	CRA5	Sviluppare
I6	CRA6	
M1	CRA7	
M2	CRA8	
M3	CRA9	Mitigare e valutare
M4	CRA10	
R1	CRA11	Contenimento del rischio ed eventuale disimpegno
R2	CRA12	
R3	CRA13	
R4	CRA14	
R5	CRA15	

Fonte: INTESA SANPAOLO

Infine, per evitare che i rating risentano troppo delle fluttuazioni cicliche dell'economia, gli intermediari possono utilizzare un approccio "Through The Cycle" (che si aggiunge e non sostituisce i metodi illustrati in precedenza). Questo approccio richiede la valutazione del merito creditizio su un ciclo completo di business (in generale da 5 a 7 anni) con: 1) un'analisi della situazione economico-finanziario-patrimoniale degli ultimi 3 esercizi (ove confrontabili); 2) una valutazione prospettica dei successivi 2/3 esercizi (Budget e Business Plan). L'approccio TTC consente una maggiore stabilità nella valutazione dei parametri di rischio, evitando che effetti stagionali e indicatori della performance a breve termine influiscano sul rating della controparte: solo cambiamenti strutturali (es. shock esterni) dovrebbero portare ad una revisione del rating. I cicli considerati dovrebbero essere diversi da un settore industriale all'altro e dovrebbero essere influenzati dagli andamenti macroeconomici di medio periodo. La Figura 1 consente di visualizzare la differenza tra un approccio TTC e un metodo Point in Time, nel quale il giudizio assegnato alle controparti è fortemente ciclico.

Figura 1 – Approcci Point in Time e Through the Cycle



Fonte: BNL-BNP Paribas

1.5. L'utilizzo dei rating nel credito commerciale: un case study

Nelle pagine precedenti, si è fatto riferimento al rating quale strumento di valutazione del merito creditizio di una controparte nell'ambito di rapporti finanziari, che scaturiscano da finanziamenti bancari o da emissioni obbligazionarie sul mercato aperto. Ma il rating ha una importante funzione anche nel credito commerciale, che trae origine dalla fornitura di servizi o di beni, e in altre attività finanziarie ed economiche. L'utilità di principio del rating si manifesta ogniqualvolta vi sia uno sfasamento temporale tra il momento della fornitura e quello in cui il cliente regola il pagamento o la prestazione contrattuale dovuta al fornitore. A scopo illustrativo, in questo paragrafo riportiamo l'esperienza rispetto al credito commerciale di una grande azienda operante nel settore dei servizi alla persona (ristorazione collettiva, buoni pasto, pulizia): il gruppo Pellegrini.

La gestione del credito commerciale si è realizzata attraverso una *credit policy* che vede come importante snodo decisionale il rating, integrato nei sistemi informatici e di reporting del gruppo. La gestione del credito commerciale in Pellegrini può essere schematizzata come segue.

1) **Valutazione Portafoglio nuovi clienti.** Prima di una nuova apertura, l'area Vendite deve verificare con il Credit Manager la solvibilità del potenziale cliente. Tale valutazione avviene attraverso l'analisi dei rating. Il rating è, quindi, utilizzato sia in fase preventiva, all'atto della prospezione commerciale, sia in fase propositiva verso uno sviluppo del business profittevole e a basso rischio.

2) **Integrazione del Credito col Processo di apertura delle Commesse e gestione del Credito Commerciale.** All'apertura della commessa, l'anagrafica del cliente viene arricchita combinando informazioni esterne e proprietarie, ovvero: fatturato e nr. dipendenti, caratteristiche di stabilità come gli anni di presenza sul mercato, performance di pagamento del cliente sul mercato, rating (da 1 a 100), grado di affidabilità per stato di attività dell'azienda (attiva/in liquidazione, ecc...), fatturato Pellegrini (informazione proprietaria), data di acquisizione del cliente (informazione proprietaria), appartenenza ad un gruppo (informazione proprietaria), settore di mercato (informazione proprietaria), tipo di servizio venduto (informazione proprietaria), presenza di piani di rientro o contestazioni (informazione proprietaria), modalità e tempi di pagamento (informazione proprietaria), data ed importo ultimo incasso (informazione proprietaria).

3) **Controllo del Credito.** Il rating rappresenta un *driver* fondamentale anche nell'analisi e nel controllo dei crediti. Se il rating di un cliente è "non affidabile/basso", gli ordini sono bloccati. Se il rating indica un rischio "contenuto/moderato", pur in presenza di pagamenti scaduti, il Credit Manager ed il Direttore di Divisione valutano o meno lo sblocco del cliente. Infine, se il giudizio di affidabilità è "buono/massimo", il cliente non ha blocco nelle more del fido mensile.

Il mercato dei rating di credito in Europa e in Italia

2.1. La struttura industriale del settore rating

Il mercato europeo dei rating creditizi ha una struttura ancora molto concentrata, che vede tre grandi operatori affiancati da una pluralità di operatori nettamente più piccoli. Questa struttura consente ai grandi player un potere di mercato notevole. L'esigenza di aumentare la concorrenza in questo settore è stata avvertita dalle autorità europee e nazionali, tanto che la *CRA Regulation* si propone di aumentare la concorrenza nel mercato dei rating del credito, incoraggiando gli emittenti a utilizzare le agenzie di rating più piccole.

A questo proposito, l'articolo 8 del regolamento impone agli enti emittenti che intendano nominare due o più agenzie di rating per valutare un'emissione o l'ente stesso, di prendere in considerazione la nomina di almeno un'agenzia di rating che abbia una quota di mercato non superiore al 10% nella UE. Qualora un emittente non scelga di nominare un'agenzia di rating con una quota di mercato inferiore al 10%, il regolamento richiede che tale decisione sia documentata. Al fine di assistere gli emittenti in questa valutazione, l'ESMA pubblica annualmente un elenco delle agenzie di rating registrate e dei tipi di rating che emettono.

La Tabella 6 riporta l'elenco delle *Credit Rating Agencies* (CRA) registrate presso l'ESMA, unitamente alle rispettive quote di mercato (sul totale del mercato europeo) calcolate in base ai ricavi derivanti dall'attività di assegnazione di rating creditizi. Come si può osservare, il mercato è dominato da due agenzie che detengono oltre l'80% del mercato e da un terzo operatore che oltrepassa di poco la soglia del 10%.

Tutti gli altri operatori hanno quote di mercato attorno all'1% o inferiori. Emerge una struttura di mercato molto sbilanciata, che potrebbe essere definita di tipo oligopolistico e che comporta le distorsioni proprie a quella forma non concorrenziale. L'obiettivo delle autorità di perseguire una struttura di mercato più favorevole al dispiegarsi di meccanismi concorrenziali appare quindi condivisibile.

Tabella 6 – Quote di mercato delle CRA in Europa

Name of CRA	Market Share
S&P Global Ratings	50.13%
Moody's Investor Service	32.79%
Fitch Ratings	10.05%
DBRS Ratings	1.31%
Scope Ratings	
Scope Hamburg	1.31%
CERVED Rating Agency	1.03%
ICAP CRIF	
CRIF Ratings	0.48%
modeFinance	0.42%
CreditReform Rating	0.38%
Kroll Bond Rating Agency Europe	0.37%
AM Best Europe-Rating Services	0.36%
GBB-Rating	0.33%
Qivalio	
EthiFinance Ratings	0.34%
Assekurata	0.25%
Capital Intelligence Ratings	0.11%
Nordic Credit Rating	0.11%
ARC Ratings	0.07%
Inbonis	0.06%
BCRA-Credit Rating Agency	0.03%
EuroRating	0.01%
TOTAL	100%

Fonte: ESMA (2022)

La Tabella 7 mostra, per ciascuna CRA, le categorie di rating creditizi per le quali l'agenzia è registrata presso l'ESMA. Dalla tabella emerge che i tre grandi player offrono tutti i tipi di rating, mentre gli altri operatori sono generalmente specializzati su alcuni settori.

Tabella 7 – Categorie di rating offerti dalle CRA registrate nella UE

Name of CRA	Less than 10%	Corporate: non-Financial	Corporate: Financial	Corporate: Insurance	Sovereign and Public Finance	Structured Finance
S&P Global Ratings	-					
Moody's Investor Service	-					
Fitch Ratings	-					
DBRS Ratings	Yes					
Scope Ratings						
Scope Hamburg	Yes					
CERVED	Yes					
CRIF Ratings						
ICAP CRIF	Yes					
ModeFinance	Yes					
Creditreform Rating	Yes					
Kroll Bond Rating Agency	Yes					
AM Best Europe-Rating Services	Yes					
GBB-Rating	Yes					
EthiFinance Ratings						
Qivalio	Yes					
Assekurata	Yes					
Capital Intelligence Ratings	Yes					
Nordic Credit Rating	Yes					
ARC Ratings	Yes					
Capital Intelligence Ratings	Yes					
INBONIS	Yes					
BCRA-Credit Rating Agency	Yes					
EuroRating	Yes					

Fonte: ESMA (2022)

2.2. La fotografia del mercato nei maggiori paesi europei

La struttura di un mercato dipende fortemente dall'organizzazione dell'offerta, ma è anche influenzata dalla dimensione e dalla composizione della domanda. È, quindi, opportuno dedicare attenzione anche a tale ultimo aspetto. Al riguardo, in questa sezione esponiamo alcuni dati di sintesi derivanti dall'analisi di un ampio campione di imprese operanti in cinque paesi europei: Italia, Francia, Germania, Spagna, UK. Il campione comprende tutte le società attive nel 2021 in questi paesi, i cui dati finanziari fossero disponibili al momento in cui è stata effettuata la rilevazione (febbraio 2023): 9.846.691 imprese in tutto. Di queste, 2.375 sono le imprese dotate di (*solicited*) *credit rating* a lungo termine assegnato da almeno una delle tre agenzie: Moody's, S&P, Fitch.²

² Si ringrazia Moody's Analytics per la estrazione ed elaborazione dei dati, tratti dalla banca-dati Orbis.

Tabella 8 – La diffusione del rating in alcuni paesi europei

	Percentuale di imprese dotate di rating sul totale	Numero imprese dotate di rating
ITALIA	0,002%	94
FRANCIA	0,049%	272
GERMANIA	0,109%	1294
SPAGNA	0,014%	89
UK	0,019%	626

Tabella 9 – La diffusione del rating in Italia

	Percentuale di imprese dotate di rating sul totale	Numero imprese dotate di rating
NORD	0,0034%	68
CENTRO	0,0027%	23
SUD	0,0002%	3

La Tabella 8 riporta, per ciascun paese considerato, il numero assoluto e relativo (in percentuale sul totale delle imprese operanti in quel paese) delle imprese dotate di rating. Il numero relativo è basso in tutti i paesi, com'era da attendersi data l'ampiezza del denominatore che comprende tutte le imprese operanti. Tuttavia, si nota una minore diffusione del rating in Italia rispetto agli altri paesi considerati. La Tabella 9 riporta lo stesso tipo di analisi riferita al nostro paese, suddiviso nelle tre aree geografiche: Nord, Centro, Sud.³ Si osserva una frequenza di imprese dotate di rating sul totale simile nelle prime due aree, mentre essa è nettamente inferiore nel Sud del paese.

Le Tabelle 10 e 11 riportano, rispettivamente per l'intero campione e per l'Italia, il numero assoluto e relativo delle imprese dotate di rating per ogni settore produttivo: i settori sono ordinati in ordine decrescente in base al numero relativo (imprese dotate di rating sul numero totale di imprese operanti in ciascun settore). Il settore finanziario (banche, assicurazioni e altri intermediari finanziari) e quello delle *utilities* (servizi di pubblica utilità) sono quelli in cui l'assegnazione di rating è più diffusa, seguiti da: produzione di mezzi di trasporto (ad es. industria automobilistica), industria chimica/farmaceutica, attività minerarie/estrattive e settore delle comunicazioni. Negli altri settori, sia industriali sia di servizi, la frequenza nella assegnazione del rating risulta inferiore, sia per l'intero campione, sia per l'Italia.

³ Nord: Valle D'Aosta, Piemonte, Lombardia, Liguria, Veneto, Emilia-Romagna, Trentino, Friuli). Centro: Toscana, Lazio, Marche, Umbria). Sud: Abruzzo, Molise, Campania, Puglia, Basilicata, Calabria, Sicilia, Sardegna.

Tabella 10 – La diffusione del rating per settore produttivo: intero campione

Settori	% imprese con rating sul totale	Numero imprese con rating
Servizi bancari, assicurativi e finanziari	0,594%	1513
Attività minerarie ed estrattive	0,193%	24
Servizi di pubblica utilità	0,143%	85
Produzione di mezzi di trasporto	0,120%	22
Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche	0,089%	35
Comunicazioni	0,057%	19
Produzione di macchinari industriali, elettrici ed elettronici	0,024%	27
Servizi alle imprese (holding)	0,020%	380
Prodotti in cuoio, pietra, argille e vetro	0,020%	6
Editoria e stampa	0,013%	8
Trasporti, servizi doganali e stoccaggio	0,013%	39
Industria alimentare e del tabacco	0,013%	15
Servizi immobiliari	0,010%	67
Gestione e trattamento dei rifiuti	0,009%	2
Media e telecomunicazioni	0,008%	8
Industria del legno, dell'arredo e della carta	0,008%	6
Metallurgia e prodotti in metallo	0,005%	7
Industria tessile e dell'abbigliamento	0,005%	4
Pubblica amministrazione, Istruzione, Salute e Servizi sociali	0,004%	14
Software per computer	0,003%	7
Viaggi, intrattenimento e accoglienza	0,002%	27
Commercio al dettaglio	0,002%	18
Edilizia	0,002%	20
Commercio all'ingrosso	0,001%	11

Tabella 11 – La diffusione del rating per settore produttivo: Italia

Settori	% imprese con rating sul totale	Numero imprese con rating
Servizi di pubblica utilità	0,084%	12
Servizi bancari, assicurativi e finanziari	0,030%	29
Comunicazioni	0,026%	3
Produzione di mezzi di trasporto	0,024%	2
Prodotti chimici, farmaceutici, petroliferi, articoli in gomma e materie plastiche	0,020%	3
Attività minerarie ed estrattive	0,016%	2
Prodotti in cuoio, pietra, argille e vetro	0,011%	2
Media e telecomunicazioni	0,008%	1
Produzione di macchinari industriali, elettrici ed elettronici	0,005%	3
Servizi alle imprese (holding)	0,005%	22
Trasporti, servizi doganali e stoccaggio	0,005%	6
Software per computer	0,002%	1
Servizi immobiliari	0,001%	3
Industria del legno, dell'arredo e della carta	0,001%	1
Metallurgia e prodotti in metallo	0,001%	1
Edilizia	0,000%	2
Commercio all'ingrosso	0,000%	1

Nella Tabella 12 il campione è stato suddiviso in due sotto-campioni: imprese quotate in borsa e imprese non quotate. Com'era da attendersi, sia in Italia, sia negli altri paesi la percentuale di imprese dotate di rating è significativa (quasi il 10%) tra le imprese quotate in borsa, mentre è notevolmente inferiore tra quelle non quotate. Questo dato va valutato con cautela, poiché la quotazione in borsa è correlata positivamente con la dimensione delle imprese: la variabile dimensionale interferisce quindi con la quotazione come categoria di analisi.

Tuttavia, il divario tra i due sotto-campioni (imprese quotate e non) è tale da suggerire che la quotazione favorisca la decisione delle imprese, che emettono azioni e obbligazioni negoziate sul mercato, di richiedere un rating per trasmettere al mercato una informazione standardizzata e generalmente riconosciuta in relazione al merito di credito dell'emittente stesso. Del resto, la stessa regolamentazione della quotazione in borsa può rendere conveniente, in molti paesi europei, sopportare i costi di un rating per contenere i costi di altre certificazioni richieste nel caso di assenza di rating.

Tabella 12 – Confronto imprese quotate / non quotate

	% imprese con rating sul totale <i>intero campione</i>	% imprese con rating sul totale <i>Italia</i>
Quotate	9,81%	9,92%
Non quotate	0,02%	0,001%

L'eventuale presenza di soci finanziari è presa in considerazione nella Tabella 13, che suddivide il campione in due sotto-campioni: le imprese in cui i soci finanziari (quali banche, assicurazioni, fondi di investimento, fondi pensione) rappresentano almeno il 10% dell'azionariato e le altre imprese. Dai dati riportati in tabella emerge che la presenza di uno o più soci finanziari, che detengano una quota rilevante della proprietà, favorisce la decisione di rivolgersi ad una agenzia di rating per ottenere una valutazione del proprio merito di credito.

Tabella 13 – Ruolo dei soci finanziari

	% imprese con rating sul totale <i>intero campione</i>	% imprese con rating sul totale <i>Italia</i>
Imprese senza soci finanziari rilevanti	0,007%	0,001%
Imprese con uno o più soci finanziari rilevanti (partecipazione complessiva oltre 10%)	1,370%	0,360%

Infine, la Tabella 14 presenta alcuni indicatori di sintesi, mettendo a confronto le imprese dotate di rating con le altre imprese del campione (sia per l'Italia, sia per tutti i cinque paesi considerati). Com'era da attendersi, le imprese dotate di rating sono quelle di maggiore dimensione, dove la dimensione di impresa è misurata per mezzo di due indicatori: il valore della produzione e il numero di dipendenti (quest'ultimo può essere visto anche come un indicatore di complessità organizzativa). Entrambe queste variabili presentano un valore medio molto più elevato nel sotto-campione delle imprese dotate di rating rispetto alle altre. È interessante valutare un indicatore di solidità finanziaria, quale il rapporto tra l'indebitamento a lungo termine e la redditività (a sua volta misurata dall'EBITDA⁴). L'indicatore riportato (media dei debiti a lungo termine rapportato all'EBITDA medio per ciascuno dei due sotto-campioni) va preso con cautela, data l'elevata eterogeneità delle imprese appartenenti allo stesso sotto-campione. Tuttavia, il divario tra le imprese dotate e quelle non dotate di rating appare molto ampio: le prime hanno mediamente un rapporto debiti/reddito assai più basso delle seconde (sia in Italia, sia negli altri paesi considerati). Trattandosi di *solicited ratings*, la maggiore solidità finanziaria delle imprese dotate di rating rispetto alle altre potrebbe essere (in parte) dovuta ad un fenomeno di auto-selezione: le imprese più solide hanno un maggiore incentivo a richiedere una valutazione esterna del proprio merito di credito, anticipando un giudizio favorevole.

⁴ Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization.

Tabella 14 – Imprese dotate e non dotate di rating a confronto

	Intero campione		Italia	
	Imprese dotate di rating	Imprese NON dotate di rating	Imprese dotate di rating	Imprese NON dotate di rating
Medie:				
Valore della produzione (euro)	3.141.545.703	4.115.909	4.834.463.711	1.244.355
Numero dipendenti	10.373	12	11.272	5
Debiti a lungo termine / EBITDA	0,0024	2,1276	0,0032	1,3027

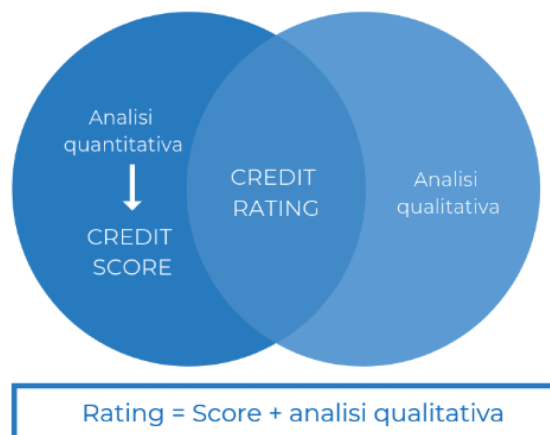
Fintech e credit scoring

Il settore del rating, come altri all'interno del sistema finanziario (si pensi al settore dei pagamenti), sta subendo profonde trasformazioni legate agli sviluppi della tecnologia. L'utilizzo di tecniche di intelligenza artificiale e *machine learning* (AI-ML) a supporto della valutazione del rischio di credito consentono un'automatizzazione dell'analisi. Ciò può portare a notevoli incrementi di efficienza. Oltre al risparmio di costi, le tecniche di AI-ML e di *big data analytics* consentono di raggiungere un notevole grado di accuratezza nella stima della probabilità di *default* dei soggetti analizzati, grazie alla elaborazione di grandi quantità di dati (sia come numero delle osservazioni sia come gamma di variabili considerate) e all'utilizzo di tecniche sofisticate e di una elevata potenza di calcolo.

3.1. Credit scores e ratings

Per comprendere le relazioni tra Fintech e valutazione del merito di credito, è bene distinguere tra *credit score* e *credit rating*. Mentre il primo si basa esclusivamente su un'analisi quantitativa, il secondo sfrutta anche informazioni e considerazioni qualitative elaborate da un analista finanziario. I credit score si traducono in un punteggio relativo all'affidabilità creditizia di un'azienda, che viene calcolato attraverso l'applicazione di un algoritmo o di un modello statistico prefissato. Trattandosi di un giudizio assegnato in maniera automatica, lo scoring potrà tenere conto solo di variabili quantificabili matematicamente, escludendo i parametri qualitativi per i quali si rendono invece necessarie le competenze e l'esperienza di un analista finanziario: in questo secondo caso parliamo di credit rating. Il rating di credito è un parere sulla capacità di un'azienda di generare le risorse necessarie a far fronte agli impegni finanziari contratti che, come abbiamo già detto nelle sezioni precedenti, tende anche a usare indicatori quantitativi. Nell'analisi preliminare all'emissione del rating rientrano tutti i fattori che determinano lo stato di salute di un'azienda: non solo le caratteristiche economico-finanziarie, vale a dire l'analisi della redditività, della liquidità, della solvibilità e via dicendo, ma anche parametri qualitativi, come le capacità nella gestione dell'impresa e la stabilità del paese in cui opera. Riassumendo, mentre lo scoring si basa principalmente sull'analisi dei dati di bilancio dell'azienda, confrontando i valori di ciascun indice con i valori medi risultanti dal confronto settoriale, il rating estende l'analisi anche a fattori esterni, valutando tutto ciò che può influenzare l'andamento dell'azienda.

I credit score trovano due vie di applicazione: la proposizione al mercato dello stesso score (per applicativi digitali o appendici a *Business Information* tradizionali) oppure come parte di elaborazioni innovative di credit rating, che oltre al singolo intervento dell'analista prevedono l'integrazione di credit score automatizzati (si veda la Figura 2). In alcuni casi, il credit score rappresenta per gli analisti una base quantitativa fondamentale per le attività di rating: laddove il modello si occupa di analizzare un set di informazioni economico-finanziarie provenienti da bilanci depositati pubblicamente, l'analista va a completare il proprio giudizio con analisi qualitative e macro-economiche.

Figura 2 – Score e Rating

Fonte: Modefinance

Un'altra fonte di valore rappresentata dai credit score è l'opportunità che essi danno di assegnare una classe di rischio, e quindi uno score, anche senza avere a disposizione tutte le informazioni necessarie: si pensi alle diverse legislazioni che obbligano o meno a depositare dati diversi, a seconda delle diverse tipologie di imprese.

Un'ulteriore innovazione è costituita dagli strumenti di *Rating-as-a-Service*, basati su modellistica avanzata, che sono stati sviluppati nel corso degli ultimi anni. Queste soluzioni integrano le funzionalità e i servizi di un'agenzia di rating Fintech in una piattaforma web modulare per la valutazione del rischio di controparte e di gestione del portafoglio investimenti ed esposizioni, offrendo una soluzione flessibile e adattabile a diverse esigenze. Un esempio *leader* in questo ambito è fornito dalla piattaforma Tigran Risk Platform, che utilizza una tecnologia di AI (brevettata da Modefinance) per formulare giudizi di credit rating proprietari per gli utenti.

3.2. L'intelligenza artificiale nel credit scoring: l'analisi di Banca d'Italia

È tuttavia facilmente intuibile che la complementarità fra credit score e credit rating non si risolve, sempre, in un'interazione positiva in cui il credit score funge da componente specifica del credit rating. Con il potenziamento esponenziale del calcolo quantitativo e dell'uso dei big data, il credit score tende a diventare un tutto in competizione con il credit rating. Al riguardo, è di grande interesse un recente studio di un gruppo di ricercatori della Banca d'Italia che analizza il tema dell'utilizzo di tecniche di intelligenza artificiale e di *machine learning* (AI-ML) a supporto della valutazione del rischio di credito da parte degli intermediari finanziari italiani.⁵ Il lavoro è suddiviso in due parti. Nella prima parte, teorica, si analizza il contesto tecnico/scientifico, normativo e di policy, arrivando (tra gli altri) ai seguenti risultati:

- nella valutazione del merito di credito, l'utilizzo di tecniche di AI-ML porta a stime più accurate rispetto agli approcci statistici tradizionali;
- tuttavia, tali tecniche comportano un livello di complessità tale da richiedere che il progresso della tecnologia si accompagni a forme di presidio che assicurino la necessaria trasparenza

⁵ Si veda Banca d'Italia (2022 a).

sulle logiche seguite. In altri termini, vi è un trade-off tra accuratezza delle stime e “spiegabilità” delle procedure seguite e dei risultati ottenuti;

- alcune distorsioni (non corretta differenziazione del rischio e discriminazione nei confronti di individui o gruppi sociali) possono manifestarsi nei sistemi di AI-ML, analogamente ai sistemi statistici tradizionali. Queste distorsioni possono verificarsi nelle fasi di raccolta dei dati, nella specificazione del modello e nell’analisi degli output. La peculiarità della distorsione nei sistemi ad apprendimento automatico è che la presenza di *bias* tende a generare un pericoloso ciclo di *feedback*, in cui la distorsione può essere confermata e rinforzata.

La seconda parte dello studio contiene una verifica empirica, basata sull’esperienza degli intermediari italiani che utilizzano tecniche AI-ML per il credit scoring. Le principali evidenze possono essere riassunte come segue:

- il fenomeno del ML applicato al credit scoring è ancora limitato, ma in crescita;
- in un panorama ampio e crescente di soluzioni tecnologiche, le scelte degli intermediari si concentrano su pochi modelli di ML, che presentano i minori costi di implementazione, affermandosi come standard di mercato;
- la presunta maggiore accuratezza nelle stime dei modelli di ML rispetto ai modelli statistici tradizionali è confermata dall’esperienza degli intermediari selezionati nell’indagine;
- esiste un potenziale in termini di leva inclusiva che i sistemi di AI-ML possono esprimere, accedendo a fonti dati alternative: si osservano prime esperienze di allargamento dell’offerta di credito a fasce di clienti tradizionalmente esclusi per la loro scarsa storia creditizia;
- il *feedback* degli intermediari mostra un generale ottimismo: l’utilizzo delle tecniche di AI comporterebbe molti benefici e pochi rischi incrementali rispetto alle tecniche tradizionali;
- i meccanismi di *governance* relativi ai modelli di ML appaiono in molti casi poco focalizzati sui nuovi rischi connessi con l’adozione di tecniche AI-ML, con particolare riguardo a: adeguatezza della reportistica, coinvolgimento e formazione del personale, gestione del ricorso (a volte ampio) all’outsourcing.

3.3. Fintech e fattori ESG: un case study

L’analisi del merito creditizio si sta rapidamente evolvendo per tenere conto non solo di parametri finanziari, ma anche dei fattori di sostenibilità ambientale e, più in generale, dei criteri ESG (Environmental, Social, Governance). Approfondiremo l’analisi di sostenibilità e l’attribuzione di rating ESG nel prossimo capitolo. Qui riportiamo l’esperienza di una Fintech (October), operante nel settore della concessione del credito alle PMI, in merito all’integrazione dei fattori ESG nell’analisi delle controparti che è fondata sul credit score e sull’AI. Il prestito “ESG responsabile” cerca di quantificare i rischi che non possono essere misurati con i tradizionali parametri finanziari. A tal fine, October ha messo in atto politiche e strumenti dedicati per tenere sistematicamente conto di criteri extra-finanziari nell’analisi degli investimenti e nel processo decisionale. In particolare, October ha adottato una politica formalizzata di restrizione/esclusione del credito, nonché un punteggio ESG sistematico basato su dati proprietari, che costituisce parte integrante del processo di valutazione dei potenziali mutuatari che richiedono un prestito sulla piattaforma di October. Ciò dimostra che l’uso di strumenti

quantitativi non tradizionali può diventare sia un'alternativa rispetto al rating, sia uno strumento per fornire valutazioni che incorporano uno spettro di variabili più ricco rispetto a quello finanziario o di solvibilità rispetto agli obblighi contrattuali stipulati.

Politica di esclusione. In primo luogo, la politica di esclusione di October è formalizzata in documenti dedicati e aggiornata in base alla evoluzione della politica creditizia. È il primo filtro, che viene applicato sistematicamente nella prima fase di ogni processo di richiesta di prestito. La politica di esclusione specifica, sotto forma di un elenco di codici NACE vietati, alcuni settori che sono esclusi a priori dalle attività di prestito di October, per ragioni di elevato impatto ambientale o per implicazioni negative sociali ed etiche.

ESG Score - Seconda generazione. A partire da settembre 2021, October ha lanciato una seconda generazione del suo Score di impatto ESG basato sui dati. Si tratta di un sistema più completo in termini di copertura dei parametri rispetto alla prima generazione (oltre 30 KPI che includono dati a livello di società, di settore e di Paese), completamente automatizzato e funzionale all'allineamento del portafoglio-prestiti con i requisiti stabiliti dalle più recenti normative europee in materia di finanza sostenibile, in particolare la *Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* e la Tassonomia europea delle attività economiche sostenibili. Il nuovo punteggio si basa su un approccio *double-face* alla materialità, ossia considera non solo il lato "outside-in" (impatto degli aspetti ESG sulle attività dell'azienda), ma anche il lato "inside-out" (impatto dell'azienda sugli aspetti ESG circostanti). A tal fine, esso include indicatori sia top-down che bottom-up, accuratamente ricavati da una varietà di fonti di dati disponibili, nonché sfruttando gli strumenti tecnologici sviluppati internamente da October per estrarre diversi indicatori rilevanti di fonte primaria direttamente attraverso la scansione dei documenti dei mutuatari. Alcuni esempi sono: il comportamento nel rimborso dei prestiti e nel pagamento dei salari, la fornitura di sicurezza sociale e assicurazione ai dipendenti, l'utilizzo di un fornitore di energia verde, la frequenza di casi di frode, il coinvolgimento in procedimenti legali.

L'ESG Score di October è costruito sfruttando un mix di fonti di dati interne ed esterne. Questa scelta mira a costruire un punteggio alimentato da dati che sono da un lato il più possibile specifici per l'azienda e dall'altro convalidati da esperti esterni e organizzazioni internazionali di settore. In particolare, l'ESG Score di October combina tre diverse fonti di dati:

- dati aziendali interni, che October estrae direttamente dai documenti finanziari delle società mutuatarie;
- dati specifici del settore e del paese, provenienti da dataset di *information provider* esterni;
- dati pubblici e open-source provenienti da banche dati settoriali riconosciute a livello internazionale.

L'ESG Score di seconda generazione è sistematicamente integrato nel processo di concessione del credito e ha un impatto sul prezzo di ogni prestito. Ciò avviene attraverso l'implementazione di un sistema di *bonus/malus*: ai progetti con un buon punteggio ESG viene assegnato un incentivo di prezzo (*bonus*), mentre ai progetti con un punteggio ESG scarso viene assegnato un *malus* di prezzo o addirittura un criterio di esclusione.

I rating ESG

Le conseguenze, che si possono trarre dall'analisi condotta nella precedente sezione a proposito del caso October, sono almeno due. Come si è già accennato, l'uso di metodi quantitativi non tradizionali consente un'assoluta discontinuità in termini di indicatori utilizzabili per valutare l'affidabilità di una data impresa rispetto a uno specifico campo di attività. I big data non hanno, infatti, limiti percepibili nella capacità di elaborazione di uno spettro amplissimo di indicatori nel campo prescelto. In secondo luogo, come mostra la centralità riservata ai criteri ESG, diventa possibile valutare l'affidabilità di un'impresa rispetto a un ampio spettro di attività. In quanto segue, non è né possibile né opportuno sviluppare la prima conseguenza che fuoriesce dal campo del rating. È invece molto rilevante approfondire il legame fra rating ed ESG.

Con l'adozione nel 2015 dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite, 195 Paesi hanno scelto una via più sostenibile per il nostro pianeta e la nostra economia. L'Accordo di Parigi si è rivelato un punto di svolta nelle negoziazioni internazionali sul clima, poiché si tratta del primo accordo universale e giuridicamente vincolante, che impegna tutte le nazioni del mondo a intraprendere azioni concrete contro il riscaldamento globale. L'Agenda 2030 delle Nazioni Unite determina gli impegni sullo sviluppo sostenibile che dovranno essere realizzati entro il 2030, individuando 17 obiettivi globali (SDGs – *Sustainable Development Goals*). Gli obiettivi hanno carattere universale, si rivolgono tanto ai paesi in via di sviluppo quanto ai paesi avanzati, e sono fondati sull'integrazione tra le tre dimensioni dello sviluppo sostenibile: *Environmental, Social, Governance* (ESG).

La sostenibilità in senso lato è da tempo al centro delle politiche della Unione Europea. La transizione verso un'economia a basso contenuto di carbonio, più efficiente in termini di utilizzo delle risorse e circolare, sono elementi fondamentali per garantire la competitività a lungo termine del sistema imprenditoriale europeo. A tale riguardo, bastino il riferimento al programma dell'attuale Commissione e la risposta allo shock pandemico. Lo strumento di politica fiscale centrale, imperniato sul principale programma di Next Generation – EU (il Recovery and Resilience Facility) e sui Piani nazionali di ripresa e resilienza necessari per attivarlo, privilegia tre pilastri: la transizione verde, la transizione digitale e l'inclusione sociale. Se declinati congiuntamente, questi tre pilastri sono il fondamento macroeconomico di ESG.

La convergenza del sistema finanziario verso le problematiche relative alla sostenibilità si è rivelata, negli ultimi anni, di fondamentale importanza. Oltre ai rating tradizionali, l'allineamento a criteri ESG da parte del mondo corporate e la relativa valutazione e verifica degli stessi, risulta ormai essere una pratica cruciale. Il riorientamento del mercato dei capitali verso investimenti più sostenibili esige, però, una transizione di ampia portata, che garantisca e promuova una maggiore trasparenza con una visione di lungo termine. L'introduzione di questo nuovo ambito di valutazione impone la revisione del tradizionale binomio rischio - rendimento come criterio di valutazione degli investimenti, introducendo una nuova relazione: rischio – rendimento – sostenibilità. Questi tre obiettivi non sono necessariamente in contrapposizione ma, come dimostrato da numerose ricerche empiriche, possono convergere e favorire una migliore selezione delle opportunità di investimento.¹

¹ Sugli sviluppi della finanza sostenibile, e sui relativi aspetti di regolamentazione, si vedano le analisi contenute nei numeri 1/2020 e 1/2022 di *Osservatorio Monetario*.

Il rating ESG è il giudizio di un'agenzia sulla performance di un'impresa in relazione alla sostenibilità. Nella prima dimensione (*Environmental*) rientrano, ad esempio, il livello di emissioni e di rifiuti prodotti dall'impresa, il tipo di energia utilizzata (proveniente da fonti fossili oppure rinnovabili) e il consumo di risorse naturali. Nella seconda categoria (*Social*) troviamo la tutela dei diritti umani e della forza lavoro, nonché la realizzazione di prodotti socialmente sostenibili. Infine, sotto il profilo della *Governance* si pone l'attenzione sulla strategia in tema di responsabilità sociale d'impresa, di indipendenza e diversità del management, nonché sulla tutela dei diritti degli azionisti. Il punteggio assegnato è aggiornato annualmente ed è realizzato sulla base di elementi quantitativi oltre che qualitativi. Alcuni rating valutano anche la trasparenza relativa alla pubblicazione di dati utili per la predisposizione del rating. Il rating ESG può essere normalizzato per il settore di appartenenza, attribuendo pesi differenti alle sue componenti a seconda dell'esposizione del settore ai diversi rischi di carattere climatico, sociale e di *governance*.

In linea di principio, l'obiettivo del rating ESG, oltre a quello di fornire informazioni utili agli investitori e agli altri *stakeholders* dell'impresa, dovrebbe essere quello di accompagnare il management dell'impresa in un percorso legato alla sostenibilità. Alla fine del percorso, la società dovrebbe essere in grado di:

- riportare correttamente le informazioni relative alla propria impronta sostenibile (*carbon footprint* o emissione di gas serra) secondo schemi di rendicontazione basati su standard internazionali;
- divulgare pubblicamente gli impatti più significativi sui fattori ESG;
- garantire adeguata trasparenza sulla gestione delle problematiche di sostenibilità;
- supportare sia le decisioni interne, sia quelle esterne (fornitori, istituzioni finanziarie, ecc.) circa il contributo dell'organizzazione ad uno sviluppo sostenibile (definendo obiettivi e implementando specifiche *policies*).

4.1. Le caratteristiche del mercato dei rating ESG

Il mercato dei rating ESG è caratterizzato dalla presenza di una molteplicità di enti che vi operano. Negli ultimi anni, l'impetuoso sviluppo del mercato è avvenuto in seguito al crescente interesse dei mercati finanziari, nel tentativo di ancorare le tradizionali valutazioni di investimento alle più recenti considerazioni in ambito di sostenibilità. Secondo una recente indagine dell'ESMA², le caratteristiche principali del mercato UE sono le seguenti:

- **struttura del mercato concentrata.** I fornitori sono suddivisi tra un numero ristretto di entità extra UE molto grandi e un numero elevato di entità UE significativamente più piccole. Sotto questo profilo, il mercato dei rating ESG non è diverso dal mercato dei rating di credito che (come abbiamo visto nel Capitolo 2) è caratterizzato dalla presenza di tre grandi player e di numerosi operatori molto più piccoli. Una struttura così concentrata non sembra efficiente, poiché consente ad alcune grandi agenzie di godere di una posizione dominante rispetto alle altre. Sarebbe auspicabile una struttura di mercato più bilanciata tra grandi e piccoli operatori. Per questo motivo, la *CRA regulation*

² Si veda ESMA (2022 b).

ha introdotto incentivi affinché gli utenti si rivolgano ad agenzie di rating che detengono una quota di mercato inferiore al 10%;

- **il modello di business predominante è “investor-pays”**, nel quale gli investitori si rivolgono a providers per avere giudizi e informazioni sulla performance di sostenibilità dei soggetti che intendono finanziare. La fornitura di rating ESG su base “issuer-pays” (un emittente di strumenti finanziari incarica un provider di formulare un rating di sostenibilità) è comunque più diffusa del previsto ed è stata indicata in circa un terzo delle risposte dei provider;
- la maggior parte degli utenti di rating ESG **si rivolge a diversi fornitori per aumentare la gamma di soggetti/prodotti finanziari sui quali può ottenere informazioni** in relazione alla loro performance di sostenibilità;
- le entità coperte da questi prodotti sono tenute a **dedicare almeno un certo livello di risorse** alle loro interazioni con i fornitori di rating ESG.

Nel corso degli anni recenti, le stesse agenzie di rating sono state testimoni dirette di una crescita di interesse estremamente rapida per i temi legati alla sostenibilità. Per questa ragione, dovendo necessariamente adattarsi in modo rapido alle richieste sempre più stringenti degli attori di mercato, esse hanno dovuto adattare le proprie risorse, in termini di tempo e di personale, alle varie istanze presentate. Questo processo ha portato nel tempo a un aumento massivo delle società soggette a valutazione, a cui non sempre è potuto seguire un adattamento tempestivo in termini di approfondimenti settoriali specifici e una conoscenza dettagliata della materia di volta in volta valutata. Per questa ragione, alcuni grandi operatori (ad esempio Moody’s e Morningstar) hanno preferito accelerare l’acquisizione di competenze attraverso l’acquisizione di agenzie di rating ESG specializzate (VigeoEiris, Sustainalytics). Tuttavia, questo processo non sembra avere alterato significativamente la struttura di mercato descritta più sopra.

4.2. Eterogeneità e greenwashing

Finora, l’assenza di uno standard comune e di una regolamentazione³ applicabile a tutto il reporting non finanziario ha severamente limitato la coerenza e la comparabilità tra i rating ESG forniti dai diversi provider. Manca una definizione condivisa a livello internazionale su cosa si debba intendere esattamente per “ESG compliant” e per “sostenibilità”. Mancano criteri di misurazione del rischio di sostenibilità comunemente accettati, come invece esistono per il rischio di credito. Rispetto al rischio di credito, le informazioni disponibili sul rischio climatico/ambientale e sulle altre dimensioni della sostenibilità (S e G) sono assai meno accurate. Il fatto che ciascuna agenzia di rating ESG abbia sviluppato la propria metodologia proprietaria di analisi, per quanto giustificabile, non ha certo contribuito alla convergenza delle informazioni e dei metodi alla base dei rating ESG. Queste lacune esistenti nel panorama internazionale gettano qualche perplessità sull’efficacia dei rating ESG che, nonostante i progressi fatti negli ultimi anni, resta limitata da problemi di *greenwashing* e di scarsa comparabilità tra i giudizi forniti dai diversi provider. Infine, i potenziali conflitti tra le diverse dimensioni della sostenibilità (si pensi al potenziale contrasto tra la tutela dell’ambiente e quella dell’occupazione) non sembrano essere stati affrontati adeguatamente nel dibattito di *policy*.

³ Per i profili di regolamentazione, relativi alla finanza sostenibile, si rimanda al precedente rapporto di Assolombarda (2022).

Una problematica che ha impattato negativamente sulla comparabilità è relativa alla natura qualitativa di molti indicatori. Anche quando gli indicatori sono quantitativi, l'assenza di una storia di monitoraggio rende difficoltoso il processo di valutazione nel corso del tempo. È opportuno, inoltre, differenziare tra le aree *Environment*, *Social* e *Governance*. Se, infatti, a livello ambientale sono emersi nel corso degli ultimi anni alcuni standard di riferimento, utili a inquadrare scientificamente i concetti tipicamente associati all'ambiente (es. emissioni di gas serra, impronta di carbonio), lo stesso non è ancora avvenuto per le altre dimensioni, in particolare per quella *Social*. Per quanto concerne i *Key Performance Indicators* (KPI) a carattere "sociale", infatti, a oggi non sussistono standard così specifici né obbligatori che possano portare le società a effettuare delle *disclosure* significative e comparabili in merito. Alcuni tentativi per inquadrare temi specifici sono stati supportati da alcuni provider (ad es. il *Bloomberg Gender Equality Index*). In area *Governance*, la pluralità di paesi in cui vengono basate le operazioni di un'azienda può comportare la presenza di differenti contesti normativi: questo significa che multinazionali appartenenti allo stesso settore, ma a differenti aree geografiche, potrebbero presentare ulteriori problemi di comparabilità.

La sistematica divergenza tra le valutazioni ESG, relative ad una determinata impresa o ad un determinato titolo, fornite dalle diverse agenzie specializzate, emerge dalla letteratura scientifica empirica. Uno studio recente⁴ mostra che i rating ESG di diversi provider sono significativamente in disaccordo. A seconda delle stime, le correlazioni tra i rating ESG vanno da 0,38 a 0,71: valori relativamente bassi e comunque inferiori a quelli relativi ai rating di credito. Questo studio si basa sui rating ESG di sei diversi valutatori: KLD, Sustainalytics, Moody's ESG (in precedenza Vigeo-Eiris), S&P Global (in precedenza RobecoSAM), Refinitiv (in precedenza Asset4) e MSCI. A conclusioni analoghe arriva un'altra ricerca,⁵ che esamina i rating attribuiti da Refinitiv e Bloomberg alle società quotate in Europa e negli USA nel periodo 2010-2020: la divergenza di opinioni sullo score ESG complessivo è risultata stabile nel mercato europeo ed è aumentata nel mercato statunitense; per quanto riguarda le singole componenti ESG, in entrambi i mercati si osserva un'ampia divergenza di opinioni sulla *governance* e una divergenza crescente nel tempo per la componente sociale.

4.3. Alla ricerca di standard comuni

Le difficoltà relative alla divergenza e alla scarsa comparabilità delle diverse valutazioni ESG hanno trovato negli anni alcune risposte nella creazione di alcuni standard di sostenibilità. Tuttavia, i progressi compiuti su questo fronte (definizione di standard condivisi di sostenibilità) non risolvono completamente il problema della divergenza dei rating ESG. Il superamento della eterogeneità nei giudizi richiederebbe anche una base informativa comune tra i vari provider e l'omogeneità delle metodologie, analogamente a quanto avviene per i rating creditizi.

Nel 2000 la *Global Reporting Initiative* (GRI)⁶ ha permesso una prima standardizzazione. Nel 1999 è stata resa disponibile una bozza delle "Linee guida GRI". È avvenuta un'ampia consultazione a cui ha fatto seguito un progetto pilota che ha coinvolto 31 aziende, antecedente alla prime Linee guida GRI pubblicate nel 2000. Questo modello di rappresentazione, che si è diffuso soprattutto in Europa, si occupa principalmente di analizzare l'impatto della società in questione sui temi ESG. Negli anni

4 Si veda Berg, Kolbel e Rigobon (2022).

5 Si veda Anselmi e Petrella (2022).

6 <https://www.globalreporting.org/>

seguenti, diverse organizzazioni no-profit e fondazioni hanno introdotto criteri di rendicontazione non finanziaria, nel tentativo di creare degli standard di riferimento per il mercato. Tuttavia, in questa fase si è assistito ad una certa frammentazione, dovuta alla pluralità delle iniziative.

Un parziale rimedio a questa frammentazione è venuto dall’iniziativa del *Financial Stability Board* (FSB), che nel 2015 ha istituito la *Task Force on Climate-Related Financial Disclosure* (TCFD)⁷, con l’obiettivo di sviluppare linee-guida per un sistema coerente di rendicontazione relativo ai rischi finanziari legati ai cambiamenti climatici. Nel 2017 la TCFD ha pubblicato una serie di raccomandazioni (aggiornate nel 2021) che sono diventate un punto di riferimento internazionale per aumentare la qualità e la comparabilità delle informazioni, relative alla sostenibilità, divulgate dalle imprese. Alla fine del 2021, otto giurisdizioni (tra cui la UE) hanno previsto regole di reporting in linea con le raccomandazioni della TCFD.⁸

A queste iniziative si aggiungono gli standard e i benchmark creati dagli investitori, che rispondono alle richieste di informazioni, relative alla sostenibilità, provenienti dai mercati finanziari. Una di esse è la associazione *Climate Action 100+*⁹ (CA100+), nata nel 2017 sulla scia dell’Accordo di Parigi del 2015. Gli investitori firmatari di *Climate Action 100+* ritengono che il coinvolgimento e la collaborazione con le società in cui investono, per garantire una maggiore divulgazione dei rischi dovuti al cambiamento climatico e per promuovere strategie aziendali di riduzione delle emissioni, sia coerente con il loro dovere fiduciario ed essenziale per raggiungere gli obiettivi dell’Accordo di Parigi. Negli ultimi anni l’iniziativa si è progressivamente estesa, arrivando a coinvolgere 700 investitori, responsabili complessivamente di 68 trilioni di dollari di patrimonio gestito, ed ha come target le 166 società maggiormente responsabili di emissioni nocive al mondo. Il CA100+ *Net Zero Company benchmark* valuta il modo in cui le aziende target stanno affrontando i rischi del cambiamento climatico e forniscono informazioni agli investitori sulla transizione verso modelli di business a zero emissioni nette. Lo standard elaborato da CA100+ costituisce oggi uno degli strumenti principali utilizzati dagli investitori per valutare il progresso delle imprese sul fronte della sostenibilità.

4.4. Il processo analitico e le informazioni alla base del rating ESG

Da quanto sopra, emerge che l’universo dei rating ESG è ancora variegato e in cerca di uno standard comune. Tuttavia, alcune *best practices* stanno emergendo nel mercato, anche grazie all’azione di coordinamento esercitato dalle autorità e dalle istituzioni pubbliche. Una di queste è il FSB, già richiamato nel paragrafo precedente. In Europa un impulso decisivo, seppure limitato alla dimensione *Environmental*, è venuto dalla introduzione della Tassonomia UE relativa alle attività economiche e finanziarie classificabili come “sostenibili”.

In questo paragrafo, illustriamo alcuni esempi di *best practices* relative al processo analitico e alle informazioni utilizzate nella formulazione dei rating di sostenibilità, nonché all’organizzazione delle informazioni in *Key Performance Indicators*.

Il processo analitico, alla base della formulazione dei rating ESG, può essere schematizzato nelle cinque fasi seguenti (illustrate nella Figura 3):

7 <https://www.fsb-tcfid.org/>

8 Si veda Banca d’Italia (2022 b).

9 <https://www.climateaction100.org/about/>

- 1 **Ricerca di documentazione** resa pubblica dalla società sul proprio sito internet e/o tramite altri canali (bilancio, Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), codice etico). Nel caso in cui alcune e/o tutte le informazioni non siano disponibili pubblicamente, vengono richiesti direttamente alla società documenti e dati non finanziari specifici;
- 2 **Ricerche e analisi di mercato** sulla base dell'area geografica, del settore di appartenenza e di *drivers* ambientali e sociali specifici;
- 3 Somministrazione di un **questionario**, al fine di ottenere informazioni altrimenti non disponibili, soprattutto di carattere E ed S;
- 4 **Management meeting** con le figure apicali della società, in modo tale da colmare eventuali lacune di informazione, emerse nell'analisi dei documenti, e da comprendere le strategie della società stessa sui temi ESG;
- 5 **Monitoraggio annuale** della implementazione delle strategie aziendali, in un'ottica di allineamento alle *best practice*. Il rating iniziale risulta, quindi, un punto di partenza, sulla base del quale valutare lo sviluppo e la realizzazione delle strategie aziendali sui temi ESG.

Figura 3 – Il processo di assegnazione del rating ESG



Fonte: CRIF

Le informazioni utilizzate nell'analisi di sostenibilità possono essere classificate, per ciascuna delle tre aree ESG, nel modo seguente:

● **AMBIENTE (E):**

- **consumi energetici:** consumo totale di energia elettrica all'interno della società (sia da fonti non rinnovabili che rinnovabili);
- **produzione di energia:** l'energia può essere acquistata da fonti esterne o prodotta dalla società stessa (ad esempio: eolica, fotovoltaica, *waste-to-energy*);
- **riduzione dei consumi energetici:** come risultato di iniziative di efficienza, contribuendo a ridurre i consumi e a raggiungere obiettivi precedentemente prefissati;
- **emissioni:** la consuntivazione e la riduzione delle emissioni di gas serra rappresentano un importante contributo al cambiamento climatico. La classificazione seguita è quella internazionale, che ha stabilito una classificazione secondo degli "Scope":

- Scope 1: emissioni dirette di gas serra,
 - Scope 2: emissioni indirette di gas serra (comprese le emissioni derivanti dall'acquisto di energia),
 - Scope 3: altre emissioni indirette di gas serra (emissioni non controllate dalla società, generate da attività quali la produzione di materiali acquistati e il trasporto di combustibili acquistati);
 - **riduzione delle emissioni di gas serra:** come risultato di iniziative di efficienza, contribuendo a ridurre i consumi e raggiungere obiettivi precedentemente fissati;
 - **consumo di acqua:** consumo totale di acqua da parte della società;
 - **rifiuti:** quantità di rifiuti come conseguenza delle attività della società e tipologia di rifiuti differenziati al fine di adottare misure di circolarità.
- **SOCIALE (S):**
- **dipendenti:** individui all'interno della società in termini di genere, età, ecc. La società può assumere un ruolo attivo al fine di promuovere la diversità, eliminare pregiudizi di genere, e sostenere le pari opportunità;
 - **divario retributivo di genere:** differenza tra la retribuzione media di donne e uomini;
 - **policy sociali:** descrizione delle policy adottate dalla società, ad esempio quelle relative al rispetto dei diritti umani;
 - **formazione:** ore medie di formazione al fine di migliorare le competenze dei dipendenti;
 - **welfare:** investimenti e benefits a favore dei dipendenti;
 - **infortuni sul lavoro e malattie:** numero di decessi dovuti a infortuni sul lavoro e malattie professionali;
 - **valutazione dei fornitori:** selezione dei fornitori anche sulla base di criteri ESG;
 - **social community engagement:** sviluppo di investimenti e iniziative, e relativi impatti sulle comunità e sulle economie locali.
- **GOVERNANCE (G):**
- **trasparenza e accountability:** informazioni, relative alle politiche aziendali relative alle tematiche ESG, fornite a tutti gli stakeholders dell'impresa;
 - **governance aziendale:** descrizione della struttura di governance della società, in termini di composizione del CdA, membri esecutivi e non esecutivi, indipendenza, genere, ecc.;
 - **policy etiche:** descrizione delle policy adottate dalla società in tema di governance, ad esempio l'adozione di un Codice Etico.

La raccolta e la classificazione delle informazioni, relative alla sostenibilità di un'impresa, possono essere veicolate attraverso degli indicatori conosciuti come "Key Performance Indicators" (KPI), che sono schematizzati nella Figura 4.

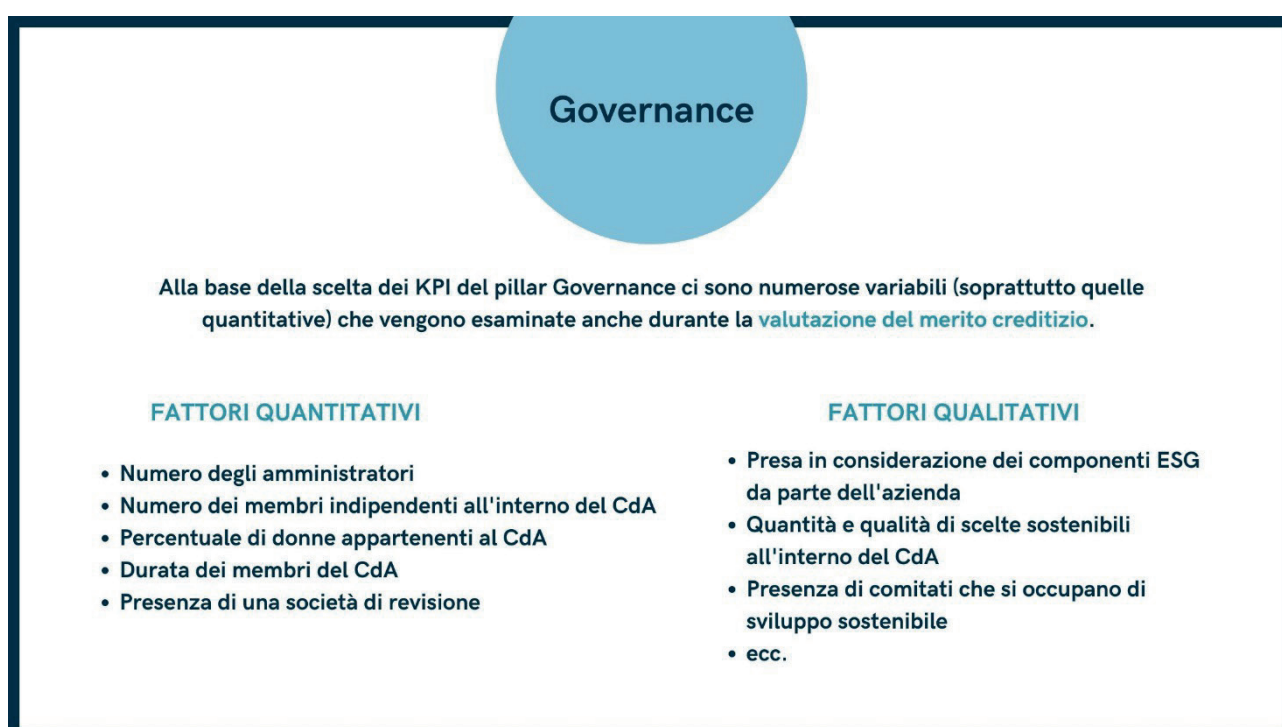
Relativamente alla dimensione *Governance*, alla base dei KPI ci sono numerose variabili, soprattutto quelle quantitative, che vengono esaminate anche durante la valutazione del merito creditizio. I fattori quantitativi che contraddistinguono l'aspetto *Governance* sono il numero degli

amministratori, il numero dei membri indipendenti all'interno del Consiglio di Amministrazione, la percentuale di donne appartenenti al CdA, la durata dei membri del CdA e la presenza di una società di revisione. I fattori qualitativi comprendono, ad esempio: la considerazione dei fattori ESG da parte dell'azienda, la quantità e la qualità di scelte sostenibili all'interno del CdA, la presenza di comitati che si occupano dello sviluppo sostenibile.

L'analisi della dimensione *Social* comprende i seguenti indicatori: 1) *Employment*: condizioni di lavoro dignitose, diversità e uguaglianza, rispetto dei diritti umani, dialogo sociale, opportunità di formazione; 2) *Customers*: impatto dell'attività aziendale sui lavoratori, sui clienti, sui fornitori e sulla comunità, protezione dei dati personali dei consumatori; 3) *Supply chain*: selezione di fornitori che mantengono gli standard ambientali e sociali, tracciabilità di prodotti o servizi lungo tutta la catena di valore; 4) *Community*: KPI che definisce come l'azienda investe nel luogo in cui opera e l'impatto dell'attività dell'impresa sul territorio.

Infine, nella valutazione degli aspetti *Environmental*, il punto di riferimento generalmente riconosciuto è rappresentato dal Regolamento UE 2020/852 (Tassonomia), ovvero il sistema di classificazione delle attività economiche, definito dalla Commissione UE, che definisce i criteri guida per misurare il grado di sostenibilità di un'attività economica. Tali criteri si declinano a partire da sei obiettivi: 1) mitigazione dei cambiamenti climatici; 2) adattamento ai cambiamenti climatici; 3) uso sostenibile e protezione delle risorse idriche; 4) transizione verso un'economia circolare; 5) prevenzione e riduzione dell'inquinamento; 6) protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

Figura 4 – Key Performance Indicators (KPI)



Social

Per la categorizzazione del pillar Social, il team si basa su un **report di tassonomia sociale** all'interno della quale sono definiti 4 sotto-pillar:

EMPLOYMENT (OCCUPAZIONE)

- Condizioni di lavoro dignitose
- Diversità e uguaglianza
- Rispetto dei diritti umani
- Dialogo sociale
- Opportunità di formazione

CUSTOMERS (SOCIETA' E CLIENTI)

- Impatto del lavoro sui clienti, sui fornitori, sui lavoratori e sulla comunità
- Protezione dei dati personali dei consumatori

SUPPLY CHAIN

- Selezione di fornitori che mantengono gli standard ambientali e sociali
- La tracciabilità di prodotti o servizi lungo tutta la catena di valore

COMMUNITY

- Impatto dell'attività dell'impresa sul territorio

Environmental

Il riferimento principale per il pillar Environmental è il **Regolamento UE 2020/852 (Tassonomia)** redatto dalla Commissione Europea, ovvero un sistema di classificazione delle attività economiche che definisce dei criteri guida per misurare il grado di ecosostenibilità di un'impresa. Tali criteri si declinano a partire da **6 obiettivi ambientali principali**:

- **MITIGAZIONE** dei cambiamenti climatici
- **ADATTAMENTO** ai cambiamenti climatici
- **Uso sostenibile e protezione delle risorse IDRICHE E MARINE**
- **Transizione verso un'ECONOMIA CIRCOLARE**
- **Prevenzione e riduzione dell'INQUINAMENTO**
- **Protezione e ripristino delle BIODIVERSITA' E DEGLI ECOSISTEMI**

Fonte: Modefinance

Le conclusioni e le raccomandazioni di Assolombarda

5.1. Le conclusioni

L'evidenza empirica riportata in questo rapporto mette in luce una minore diffusione del ricorso al rating in Italia rispetto agli altri grandi paesi europei. Poiché il sistema produttivo italiano è caratterizzato da un elevato numero di PMI, è ragionevole pensare che vi sia una relazione tra ridotta dimensione media delle imprese e minore ricorso al rating. In prospettiva, un aumento della dimensione media delle imprese italiane faciliterebbe, quindi, una più elevata incidenza dei rating; d'altro canto, un **maggiore ricorso al rating potrebbe essere un fattore positivo di sviluppo del nostro sistema imprenditoriale**. Esso potrebbe migliorare la reputazione delle imprese e agevolare l'accesso al mercato finanziario, favorendo così la crescita dimensionale delle imprese stesse. La maggiore diffusione del rating dovrebbe fare parte di un più generale processo di ristrutturazione produttiva del paese, in un'ottica di "politica industriale" e di maggiore apertura da parte degli imprenditori al mercato finanziario e alla trasparenza verso il pubblico degli investitori. Affinché ciò avvenga, è necessario che **il rating, sia di credito sia di sostenibilità, venga visto dalle imprese come uno strumento gestionale** e quindi come una opportunità da sfruttare in positivo, non come un obbligo o come un onere che si aggiunge a tanti altri.

Tuttavia, **affinché la tesi appena esposta sia concretamente attuabile** e non rimanga un mero auspicio, **occorre affrontare e risolvere una serie di problemi** più relativi al settore dei rating di credito e di sostenibilità, che derivano dalle analisi contenute nei precedenti capitoli.

Il primo è l'approccio principalmente backward-looking, che guarda molto poco alle performance future. Infatti, le valutazioni di rating sono basate più sulla storia aziendale (performance passata e corrente) che su un approccio forward-looking, nel quale si tenga conto dell'ottica prospettica dell'azienda oltre che del suo business corrente. Il passaggio ad un approccio maggiormente forward-looking è un elemento fondamentale per un rating "moderno".

Il secondo problema è che con l'ESG ritorna alla ribalta il tema delle asimmetrie informative. È noto che l'accesso al credito è spesso reso più difficoltoso da questo ostacolo: i potenziali finanziatori, banche e tutti coloro che investono in strumenti del mercato finanziario, hanno meno informazioni, relative alle caratteristiche e all'attività di una impresa, rispetto a coloro che la gestiscono. Le asimmetrie informative possono indurre le banche e gli altri partecipanti al mercato finanziario a limitare l'offerta di credito, arrivando a generare fenomeni di razionamento, in cui un'impresa non riceve credito anche se disposta a pagare un tasso di interesse elevato (e comunque commisurato a un suo eventuale più alto rischio) rispetto al livello prevalente sul mercato. Le evidenze empiriche mostrano che il problema delle asimmetrie informative è tipicamente più grave per le imprese di minore dimensione e per quelle di nuova/recente costituzione.

Se, ormai, sulle informazioni che sono diventate più classiche (es. bilanci, Centrale Rischi, andamenti...) questo problema sembrava si stesse riducendo, ne è prova il sostanziale allineamento dei rating finanziari, l'introduzione dell'ESG nei regolamenti finanziari sta riproponendo fortemente il tema.

A questo si collega **il terzo problema. La divergenza e scarsa comparabilità tra le valutazioni espresse dai rating ESG**. Tra le cause alla base di questa disomogeneità vi è, da un lato, la mancanza di una definizione univoca e completa di attività economica e finanziaria sostenibile e, dall'altro, la diversità di metodologie adottate, in quanto ciascuna agenzia decide quali aspetti includere nel proprio rating e che peso attribuire a ciascun aspetto. La disomogeneità di rating ESG tra *providers* ha diverse importanti conseguenze. In primo luogo, essa rende difficile valutare la performance, sotto il profilo della sostenibilità, di società, fondi e portafogli, che è lo scopo principale dei rating ESG. In secondo luogo, la divergenza di rating ESG riduce gli incentivi delle aziende a migliorare le proprie prestazioni ESG: le aziende ricevono segnali contrastanti dalle agenzie di rating su quali azioni sono attese e saranno valutate dal mercato, e ciò potrebbe portare a sotto-investimenti nelle attività volte a migliorare la performance ESG. In terzo luogo, è meno probabile che i mercati prezzino correttamente la performance ESG delle imprese, che può avere un peso rilevante nella valutazione delle attività finanziarie.

Ultimo problema importante è **la forte concentrazione del mercato dei rating** (sia di credito, sia ESG). Quanto previsto dall'articolo 8 della *CRA Regulation*, citato anche nel capitolo 2.1, non sembra che stia portando gli effetti desiderati, in termini di allargamento dell'offerta di mercato e l'aumento della competizione. Questo fattore rischia di frenare anche l'innovazione e lo sviluppo di approcci differenti nel mondo, seppur molto regolato, dei rating.

5.2. Le raccomandazioni a noi e ai nostri principali stakeholder

Avviare a soluzione i problemi appena enunciati è un compito complesso, che richiede il coinvolgimento dei diversi attori in gioco. Per questo lavoro i **cinque interlocutori** per noi più importanti da raggiungere sono: **Grandi imprese, PMI, Istituzioni a autorità di regolamentazione, Mondo finanziario e agenzie di rating e associazioni imprenditoriali**. I rating sintetizzano una notevole mole di informazioni e sappiamo bene che l'informazione è un bene pubblico: la sua produzione e diffusione è soggetta ad esternalità. Per questo riteniamo che tutti i soggetti coinvolti debbano fare uno sforzo per migliorare la qualità e la diffusione dei rating: la posta in gioco è il raggiungimento di un esito collettivamente positivo. Questo capitolo conclusivo fornisce quindi alcune **raccomandazioni**, indirizzate ai principali attori a cui questo rapporto si rivolge.

5.2.1. Grandi Imprese

Le grandi imprese hanno un ruolo di responsabilità nei confronti della catena di fornitura che possono contribuire ad aiutare in diversi modi:

- **mantenendo comportamenti puntuali di pagamento** e non allungando troppo i tempi di pagamento, **aiutando le imprese della filiera a non subire effetti negativi legati agli “insoluti bancari” e a diminuire le necessità finanziarie legate al circolante**, riducendone l'esposizione totale, rendendolo più finanziabile (più le scadenze di incasso si allungano, meno diventano finanziabili e maggiori sono i castelletti richiesti) e contribuendo a ridurre il rischio di credito globale. In questo ambito, la diffusione di strumenti di finanziamento come il maturity factoring o il reverse factoring possono sicuramente dare un ottimo supporto;
- **coinvolgendo maggiormente le PMI di filiera nel processo di qualifica che, sempre di più,**

va a integrare il calcolo di scoring quali-quantitativi o rating all'interno delle normali procedure, comunicando in maniera trasparente e costante eventuali cambiamenti nei punteggi. Se è vero che il processo di qualifica si basa su variabili che possono variare molto da impresa ad impresa (es. puntualità consegne, qualità del prodotto, qualità del servizio clienti...), è anche vero che per il calcolo della “qualità” economico-finanziaria ci si basa sempre di più su rating acquisiti esternamente e che sono, pertanto, normalmente influenzati dalle dinamiche di bilancio e di andamentale dei rating finanziari. Quindi, un piccolo supporto in questa direzione contribuirebbe ad aiutare le PMI anche nell'accesso alla finanza.

Considerando il crescente interesse ad avere una supply chain più vicina, sana e che può mobilitare risorse per compensare scenari avversi, tutto ciò rappresenta un investimento strategico molto utile per i prossimi anni.

5.2.2. PMI

Le PMI devono abituarsi a confrontarsi con i rating come elemento non solo “necessario”, ma anche utile per migliorare l'accesso al credito, la competitività e per spingere la managerializzazione delle imprese. Infatti, come abbiamo visto, non sono utilizzati più solo dalle banche, ma arrivano ad essere elementi fortemente integrati nelle valutazioni commerciali di fornitura o di acquisizione cliente. Inoltre, il “punteggio” di ogni azienda può essere facilmente acquistato dalle agenzie di rating. Quindi, meglio partire preparati. Il percorso può avvenire a passi, incominciando dalla costruzione di un sistema interno di analisi, per poi passare alla richiesta di rating ufficiali. In quest'ottica, anche la certificazione dei dati (non solo bilancio, ma anche, ad esempio, ESG) diventa un investimento per migliorarne la valorizzazione nei sistemi di rating.

In termini concreti, le PMI dovrebbero:

- **dotarsi di strumenti di analisi dei dati di bilancio annuali e infra-annuali** che permettano il **monitoraggio** degli **indici** più legati al proprio modello di business e ai **flussi finanziari** prodotti. Questo le aiuterebbe a misurarsi, a comprendere aree di fragilità e di forza, ipotizzando percorsi di miglioramento o anticipando strategie di reazione in caso di peggioramento dei dati di bilancio;
- **controllare mensilmente la propria Centrale Rischi** di Banca d'Italia, per verificare almeno:
 - come vengono usati gli affidamenti ed evitare un utilizzo elevato delle linee (solitamente si prende come riferimento il 75% del rapporto tra accordato operativo e utilizzo);
 - la presenza di sconfini e di altre anomalie (sofferenze, ...).

Tutti questi elementi possono avere effetti importanti sui rating perché, a volte, anche scelte in “buona fede”, come ad esempio concentrare le Ri.Ba. o fatture su una banca riempiendo il castelletto perché offre le condizioni migliori, a lungo andare possono contribuire a un peggioramento del rating;

- **calcolare mensilmente il rating del Fondo di Garanzia**, aggiungendo una spia in più nel cruscotto di controllo aziendale. Infatti, al rating del Fondo di Garanzia sono associate una Classe di valutazione (da 1 a 12), una Fascia di valutazione (da 1 a 5) e una Probabilità di inadempimento (da 0,12% a 22,98%). Inoltre, tale rating combina i risultati di bilancio con quelli della Centrale Rischi. Quindi, se il punteggio si modifica da un mese all'altro e non è stato inserito un nuovo bilancio, il cambiamento è sicuramente da attribuire alla Centrale Rischi;

- **considerare il rating come un’opportunità e uno strumento gestionale.** Da un lato, rappresenta uno strumento fondamentale per veicolare al mercato finanziario un’informazione sintetica sulla affidabilità dell’impresa. Dall’altro, lo stesso processo di richiesta e assegnazione, se basato su di un dialogo costruttivo tra l’impresa e chi esprime il giudizio di rating, può spingere processi di managerializzazione, attraverso l’incremento della cultura interna dell’azienda, l’accrescimento e lo sviluppo dell’organizzazione aziendale e delle competenze interne, l’aumento della capacità di comunicare e di confrontarsi con il mondo finanziario. Tutto questo porta alla possibilità di accedere a forme più sofisticate e variegata di finanza o di capitali e di entrare maggiormente nel radar di imprese di maggiori dimensioni.

Nel [BOX](#) in coda a questo documento abbiamo riassunto alcune iniziative di Assolombarda che possono aiutare le imprese a mettere in pratica questi punti.

5.2.3. Istituzioni a autorità di regolamentazione

Le istituzioni hanno un ruolo importante su questo tema. Senza entrare volutamente nell’ambito di importanti modifiche regolamentari, anche perché qualsiasi spostamento potrebbe causare un effetto domino non facilmente prevedibile, riteniamo possano esserci comunque ampi spazi di miglioramento.

Tra le azioni principali che possono essere introdotte:

- **favorire l’esame da parte delle imprese della Centrale Rischi di Banca d’Italia e il calcolo di rating**, tra cui quello del Fondo Centrale di Garanzia. Questo aiuterebbe le aziende a mantenere maggiormente sotto controllo gli effetti legati all’utilizzo degli affidamenti, quali: l’utilizzo eccessivo delle linee a revoca o autoliquidanti, gli sconfini, il rapporto tra crediti non pagati e pagati... Tale risultato potrebbe essere raggiunto in modo abbastanza semplice, aggiungendo al servizio di abbonamento annuale gratuito di Banca d’Italia la possibilità di ricevere il documento degli ultimi 12/36 mesi e non solo quello dell’ultimo mese;
- **favorire la concorrenza tra i fornitori di servizi per le imprese per migliorare l’offerta e ridurre i costi**, ad esempio:
 - **rendendo disponibile l’accesso alle informazioni di Centrale Rischi a tutti gli intermediari finanziari** (ad esempio quelli appartenenti al settore Fintech) che ne sono attualmente esclusi. Questo passaggio eviterebbe distorsioni della concorrenza e favorirebbe lo sviluppo degli operatori di minore dimensione. Naturalmente, esso potrebbe avvenire solo a condizione che eventuali problemi, legati alla tutela dei dati sensibili, vengano affrontati e adeguatamente risolti;
 - **introducendo meccanismi che favoriscano la “portabilità” della storia creditizia** dell’impresa da un finanziatore a un altro, in modo da favorire il calcolo più preciso e reattivo del Rating. Tale portabilità, a livello di sistema, avrebbe un effetto positivo in termini di miglior presidio del rischio di credito globale;
 - monitorando e rafforzando le previsioni regolamentari contenute nella CRA Regulation per **promuovere la crescita della quota di mercato delle agenzie che attualmente hanno una quota inferiore al 10%** nella UE. Le autorità di regolazione e vigilanza sul settore del rating si devono fare maggiormente carico del problema della eccessiva **concentrazione del mercato**. È opportuna una **verifica del grado di attuazione di questa regola**. Tale verifica contribuirebbe a diluire la concentrazione del mercato del rating (sia di credito, sia ESG), che resta ancora molto alta, e favorirebbe lo sviluppo di un mercato con maggiore offerta e a prezzi più competitivi.

Pur coscienti che non sia un punto che potrà trovare molto terreno fertile nei regolatori, non possiamo non sottolineare anche in questo lavoro la necessità di spingere per avere un migliore equilibrio tra manifestazione di effetti «positivi» e «negativi» sui rating delle imprese. Ad esempio, un fattore negativo ha impatti quasi immediati, mentre un ritorno alla normalità necessita di mesi per essere riassorbito: questa asimmetria va corretta.

5.2.4. Mondo finanziario e agenzie di rating

Gli stakeholder finanziari e le agenzie di **rating nei prossimi anni continueranno sempre di più ad avere un ruolo importante** nella misurazione del valore delle aziende. **Questo fatto deve portare a una maggiore consapevolezza da parte di tali attori in merito alle responsabilità che si assumono quando attribuiscono** punteggi alle imprese. Qualora si trascurino o si pesino in modo scorretto gli elementi strategici del business aziendale, i relativi punteggi risulteranno distorti; e tali distorsioni avranno impatti negativi tanto più importanti quanto più saranno rapidi i cambiamenti del contesto economico e quanto più “normali” diventeranno le richieste di rating da parte delle imprese. Ciò giustifica un’affermazione già sopra formulata: la definizione di rating efficaci (inefficaci) ha conseguenze positive (negative) che non riguardano solo l’ambito finanziario, ma sono molto pervasivi.

In questo scenario sarà molto importante:

- aumentare gli sforzi **per rendere il rating più moderno** e in grado di **misurare meglio le componenti di valore delle imprese di oggi**:
 - **occorre integrare sempre di più l’approccio forward-looking nei rating.** Le valutazioni di una data impresa da parte delle banche e delle agenzie di rating sono spesso basate più sulla storia aziendale (backward-looking) che su un approccio nel quale si tiene conto dell’ottica prospettica dell’azienda oltre che del suo business corrente (forward-looking). Sotto questo profilo, ci sono margini di miglioramento nei canali di comunicazione tra agenzie e imprese oggetto di rating. Il giudizio delle agenzie dovrebbe basarsi maggiormente sui business plan delle aziende per quanto attiene ai rating creditizi e sui piani di inclusione dei fattori ESG nelle strategie aziendali per quanto attiene ai rating di sostenibilità. Inoltre, l’analisi finanziaria, basata sui dati di bilancio delle società valutate, dovrebbe sempre essere accompagnata dalla analisi del contesto economico in cui le aziende operano, anche con il supporto di economisti esperti di settore;
 - a livello industriale, **la digitalizzazione e l’Industria 4.0** ci hanno insegnato che queste componenti **sono ormai sempre più presenti in tutte le imprese**. Il processo continuerà a rafforzarsi nei prossimi anni, con effetto anche nei bilanci tramite l’aumento di alcune tipologie di costi e la maggiore presenza di immobilizzazioni immateriali. **Oggi non si può più misurare il valore di un’azienda, anche manifatturiera, senza tenere in considerazione questi elementi.** Anche nel settore dei servizi, esistono numerose tipologie di asset “non fisici” (ad esempio, cataloghi musicali) che però hanno effetti molto tangibili e misurabili nel conto economico. La sfida futura dei rating sarà anche quella di far emergere questi valori;
 - **parlando del tema ESG, non possiamo non richiamare quanto avevamo scritto** nei capitoli 6.1 (Rating ESG), 6.2 (database unico europeo ESG) e 7.1.3 (raccomandazioni alle istituzioni) del **nostro documento “Finanza Sostenibile: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese”**. Nonostante sia passato un anno dalla presentazione di quel lavoro, il database unico europeo è in fase di stallo e, come

sottolineato anche nel capitolo 4.2 di questo documento, i Rating ESG continuano a presentare ampia variabilità di allineamento e di modalità differenti di raccolta dati. Pur comprendendo che nel breve periodo è un livello di “entropia” in processi così dirimpenti, occorre mantenerla a livelli accettabili e abbassarla rapidamente perché le imprese si trovano a compilare format differenti che indagano gli stessi elementi, con aggravio di costi e rischiando di introdurre un ulteriore gradino nell’accesso alla finanza. Sotto questo profilo, è auspicabile un maggiore coordinamento tra gli operatori del mercato finanziario, anche grazie al supporto fornito dalle associazioni di categoria. Gli standard europei che vanno dalla Tassonomia UE¹⁰ alla VSME (Voluntary Standard for non-listed SMEs) devono essere per tutti il riferimento intorno a cui allineare la raccolta di informazioni. La standardizzazione delle informazioni e una maggiore trasparenza in relazione alle metodologie e ai dati utilizzati dai providers di rating ESG, in modo da favorire una maggiore confrontabilità tra i diversi rating, non dovrebbe di per sé essere un fattore di limitazione della concorrenza, che si eserciterebbe comunque sulla qualità e sui costi dei servizi resi.

Un approccio, che guardi al futuro e consideri anche i nuovi elementi di valore giudicati importanti dal mercato, aiuterà sicuramente le imprese che ricorreranno al rating ad aumentare le opzioni di finanziamento a loro disposizione, rendendo più semplice l’accesso alla finanza strutturata e alla raccolta di capitale di rischio.

- **garantire la tempestiva comunicazione alle imprese degli eventi negativi che incidono sul rating e aiutarle a ridurne gli impatti:**
 - oggi, chiunque abbia un conto bancario e un app sa che è normale ricevere comunicazioni e notifiche riguardo a segnalazioni di controllo (oltre che proposte commerciali). Riteniamo che le stesse informazioni andrebbero veicolate dagli stakeholder finanziari verso le imprese con riguardo ai principali eventi negativi che influiscono sul rating (es. sconfini, utilizzi eccessivi degli accordati operativi, mancato pagamento di rate). In tal modo, diventerebbe più semplice per le imprese mantenere la propria Centrale Rischi e il rapporto finanziario “in ordine”. Questo tipo di comunicazioni potrebbe essere inviato via PEC, in modo da mantenere il procedimento tracciato e uscire dell’impasse che spesso si genera nella relazione tra finanziatori e imprese con scambi di “perché non mi avete avvisato” e “Ma, no. Te lo avevo detto”. La sola avvertenza, peraltro dirimente, è che le informazioni non si trasformino in forme improprie atte a generare, come è accaduto prima e durante la crisi finanziaria internazionale del 2007-2009, miglioramenti fittizi del rating. La strada deve passare per la ricerca attiva e disponibile di soluzioni che non lascino in difficoltà nessuna delle due parti;
 - abbinato al punto precedente, non si tratta di sviluppare, come accaduto in altri casi, forme di offerta parallela a quella finanziaria che sono più a servizio del conto economico che del modello di business; i finanziatori **devono invece tornare a investire sulla cura del cliente per fare in modo che non si utilizzino in modo improprio o dannoso per il rating le forme di finanziamento** a disposizione (ad esempio, i già citati utilizzi importanti degli affidamenti, gli sconfini, rate scadute di finanziamento). Insomma, i finanziatori devono aiutare le imprese a gestire il rapporto all’interno della selva della regolamentazione bancaria (ad esempio, [default bancario](#), [forborne](#)..).

¹⁰ Introdotta con il Regolamento UE 2020/852 e ancora in completamento.

Ciò avrebbe sicuramente un effetto positivo sia sugli accantonamenti bancari, sia sulle possibilità di incrementare il credito alle imprese, sia sulla possibilità di queste ultime di accedere a un ventaglio di opzioni di finanziamento, potendo disporre di un rating buono.

5.2.5. Associazioni imprenditoriali

Anche alle associazioni imprenditoriali è richiesto uno sforzo di proattività e di innovazione costante per anticipare e accompagnare le esigenze delle imprese e del mercato. Tali associazioni devono **favorire lo scambio di conoscenze ed esperienze, devono sviluppare soluzioni pratiche e concrete per aiutare le imprese a capire come sono posizionate e come migliorare il giudizio espresso dai rating**. In particolare, devono mettere in campo:

- **azioni di sensibilizzazione, formazione e documenti** che aiutino le imprese a comprendere meglio le regole e i meccanismi di funzionamento del rating e di come questo possa diventare anche uno strumento a supporto dello sviluppo aziendale;
- **percorsi di accompagnamento e servizi specifici** per offrire:
 - sostegno alle imprese nel monitorare e controllare l'andamento delle variabili che influenzano il rating (ad esempio, bilanci, Centrale Rischi, utilizzo ottimale delle linee di credito, ESG);
 - strumenti in grado di valorizzare e trasferire gli aspetti qualificanti dell'impresa verso i relativi stakeholder, agevolando così un calcolo più corretto del punteggio aziendale;
 - una guida alle imprese e agli imprenditori per un utilizzo del rating e di altri strumenti che migliori la gestione dell'organizzazione aziendale e le performance e il valore dell'azienda;
- **azioni per favorire la diffusione dei rating tra le imprese a condizione di maggior favore rispetto a quelle normali di mercato**. Alcuni esempi potrebbero essere la stipula di accordi, convenzioni e la proposta di agevolazioni per ridurre le spese di emissione di rating effettuate da soggetti qualificati;
- **presidio della normativa con un focus sugli impatti sulle imprese**. A tal proposito, potrebbe essere utile la costituzione di tavoli permanenti in Assolombarda, da sviluppare con il contributo delle realtà associate (imprese, agenzie di rating, fintech e banche), in cui affrontare in maniera costruttiva esigenze di gruppi di imprese e portare avanti progettualità comuni.

Contributi e ringraziamenti

L'impostazione e i contenuti del lavoro sono stati elaborati grazie al contributo di Marcello Messori, Angelo Baglioni e esaminati, discussi dal Gruppo Tecnico Credito e Finanza 2021-2025 di Assolombarda, che ringraziamo per la collaborazione e l'impegno che hanno dedicato a questo lavoro:

Presidente

- Paolo Gerardini - Microsys

Componenti

- Maria Antonietta Bianchi Albrici - Tai Milano
- Federica Biancone - Cap Holding
- Giulia Castoldi - Bcs
- Mattia Ciprian - modefinance
- Riccardo Massimo Colombo - Co.Ge.Fin.
- Anna Lambiase - IR Top
- Alberto Marchesi - Sapio Produzione Idrogeno Ossigeno
- Marco Montagna - Merkur
- Pierdavide Montonati - Whatmatters società Benefit
- Antonio Orofino - Touring Servizi
- Umberto Piattelli – LCA Studio Legale
- Andrea Siano - Argos
- Mirna Villi - Guna

Per Assolombarda hanno contribuito ai lavori Alessandro Bielli e Leonardo Carreri.

Inoltre, desideriamo riservare un ringraziamento particolare a Sergio Cerruti (Presidente del Gruppo Media, Comunicazione e Spettacolo di Assolombarda e Presidente di AFI - Associazione Fonografici Italiani) e al Gruppo di Lavoro che ha svolto un ruolo fondamentale nel completamento di questo lavoro fornendoci contenuti e utili spunti di riflessione:

- Vanessa Federico Andreoli - Eni Spa
- Romei Antonio - BNL BNP Paribas
- Marco Bonsanto - Cribis
- Matteo Camelia - Aidexa
- Franco Castagna - Pellegrini spa
- Massimo Colombo - Intesa Sanpaolo
- Marco Attilio Federico - Moody's Analytics
- Fabrizio Pascazio - Intesa Sanpaolo
- Luisa Quarta - Moody's Analytics
- Francesco Ramazzotti - Illimity
- Sergio Zocchi - October

BOX - Sintesi delle principali azioni di Assolombarda per aiutare le imprese a controllare e migliorare il proprio rating

Anche prendendo spunti dal lavoro che ha portato alla stesura di questo documento, nel 2023 Assolombarda intensificherà ulteriormente la propria azione in ambito Credito e Finanza a supporto e tutela delle imprese intorno ad alcuni principi cardine:

- stimolare la consapevolezza di cambiamento delle imprese, accompagnandole con un approccio consulenziale professionale e confidenziale;
- potenziare e sviluppare servizi costruiti con taglio imprenditoriale, continuando a prestare grande attenzione alla loro fruibilità e al rispondere alle esigenze e alle sfide dei prossimi anni;
- ripensare alle relazioni con le istituzioni e con un mondo della finanza in forte cambiamento per garantire la migliore tutela delle imprese e canali di dialogo dedicati.

Questa attività vede l'Associazione impegnata su più fronti (progettuale, servizi e formazione) tutti caratterizzati dalla ricerca di un approccio personalizzato, trovando soluzioni che valorizzino i punti di forza e la complementarità con gli attori dell'ecosistema territoriale. In questo schema, trovano spazio, in modo integrato con le altre attività, anche alcune azioni attivate dall'Associazione nel recente passato.

Bancopass: il compagno ideale a supporto dello sviluppo d'impresa

[Bancopass](#) dal 2013 ha aiutati migliaia di imprese, in particolare **PMI** e **startup**, nella pianificazione finanziaria e in un accesso più veloce a tutte le fonti di finanziamento, da quello più classiche [a quelle più innovative](#).

Tra le funzioni che le imprese possono utilizzare le imprese a mantenere sotto controllo gli elementi che influenzano il rating:

- ottenere con un click un report che analizza la situazione economico-patrimoniale, i flussi finanziari e permette di personalizzare quali indici tenere sotto controllo;
- controllare facilmente la propria Centrale Rischi ([richiedibile gratuitamente a Banca d'Italia](#)), monitorando l'andamento mensile dei rapporti con le singole banche e verificando l'eventuale presenza di segnalazioni;
- calcolare velocemente il Rating del Fondo di Garanzia con evidenza della classe di valutazione, della Fascia di valutazione, della Probabilità di inadempimento e di come questo voto finale sia influenzato dalla componente finanziaria (bilanci) e da quella andamentale (Centrale Rischi);
- verificare come si posiziona l'azienda rispetto al settore di appartenenza, attraverso il confronto delle principali performance che compongono lo scoring economico-finanziario di un rating. Questa funzione si può combinare con la funzione per creare business plan, proiettando nel futuro le valutazioni.

Inoltre, anche tramite la partnership con [Open-Es](#), le aziende possono calcolare le proprie performance di sostenibilità e combinare questa informazione con una presentazione quali-quantitativa da inviare alle principali banche e finanziatori e che, in modo guidato, aiuta anche a rendere evidenti gli elementi ESG che caratterizzano il modello di business e le strategie dell'azienda.

Bancopass coinvolge già oltre 50 territoriali del Sistema Confindustria, in grado di amplificarne gli effetti sulle 3.500 imprese che già lo utilizzano e sul resto delle associate.

Bibliografia

Anselmi G. e Petrella G. (2022): Il Rating ESG. Dinamica temporale e spaziale, divergenze di opinioni tra provider ed effetti sui rendimenti azionari, in *Osservatorio Monetario* n.2/2022 (<https://www.assbb.it/osservatorio-monetario/>).

Assolombarda (2022): *Finanza Sostenibile: priorità e prospettive per la crescita e lo sviluppo delle imprese*, Milano.

Baglioni A. (2018): *La rete bucata. Le regole e i controlli sulla finanza*, Mondadori Education, Milano.

Baglioni A. e R. Bianchini (2023): *La gestione dei rischi ambientali in banca: regole e vigilanza*, Laboratorio SPL Collana Ambiente n.237, REF Ricerche (<https://laboratorioref.it/la-gestione-dei-rischi-ambientali-in-banca-regole-e-vigilanza/>).

Banca d'Italia (2022 a): *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, Questioni di Economia e Finanza n.721.

Banca d'Italia (2022 b), *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, Roma.

Berg F., J. Kolbel e R. Rigobon (2022): Aggregate confusion. The divergence of ESG ratings, *Review of Finance*, 26(6).

BRI (2017): *High-level summary of Basel III reforms*, Basel Committee on Banking Supervision, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea.

BRI (2016): *Reducing variation in credit risk-weighted assets – Constraints on the use of internal model approaches. Consultative document*, Basel Committee on Banking Supervision, Banca dei Regolamenti Internazionali, Basilea.

Castaldo A. – Palla L. (2016): *L'informazione nei mercati finanziari: il ruolo delle agenzie di rating*, Giappichelli Editore, Torino.

Cucinelli D. – Nieri L. – Novembre E. – Piserà S. (2022): Oltre Basilea III. L'evoluzione della regolamentazione prudenziale sul rischio di credito, in *Osservatorio Monetario* n. 2/2022.

ESMA (2022 a): *Report on CRA Market Share Calculation*, European Securities and Markets Authority, dicembre 2022.

ESMA (2022 b): *Call for Evidence on Market Characteristics of ESG Rating and Data Providers in the EU*, European Securities and Markets Authority, giugno 2022.

Ferri G. – Laticignola P. (2009): *Le agenzie di rating*, Il Mulino, Bologna.

Osservatorio Monetario (2022): *Il sistema finanziario quale motore della sostenibilità*, n. 1/2022.

Osservatorio Monetario (2020): *Finanza verde: regole, opportunità, rischi*, n.1/2020.

www.assolombarda.it

Seguici su:

