

RIVISTA DELL'ASSOCIAZIONE
FRA LE CASSE DI RISPARMIO ITALIANE

IL RISPARMIO

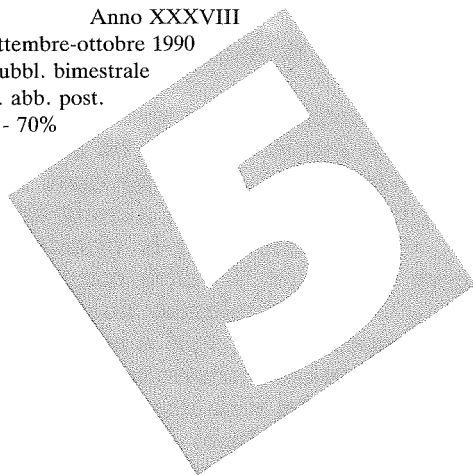
Anno XXXVIII

N. 5, settembre-ottobre 1990

Pubbl. bimestrale

Sped. abb. post.

Gruppo IV - 70%



ESTRATTO



COMMERCIAL PAPER E EURONOTES

Francesco A. Caputo Nasseti

ORIGINI E MERCATI

GENESI E SVILUPPO — La commercial paper (CP) è uno strumento finanziario che occupa un ruolo di rilievo nel mercato mondiale dei capitali.

È un titolo cartaceo (*promissory note*) contenente la promessa di pagare una certa somma ad una determinata scadenza, solitamente inferiore ad un anno (la sua durata varia in genere tra i trenta ed i centottanta giorni); in termini giuridici italiani può definirsi un vaglia cambiario al portatore.

Analizzare lo sviluppo storico della CP è utile per meglio comprendere il fenomeno nel suo complesso.

Il primo mercato ebbe origine a New York attorno al 1850. Società industriali e commerciali attraverso l'emissione di carta commerciale raccoglievano finanziamenti dalle istituzioni creditizie utilizzando l'attività di intermediari (*dealers* o *brokers*).

Un sostanziale mutamento fu rappresentato dall'ingresso nel mercato, intorno al 1920, della General Motors Acceptance Corporation (GMAC), la società finanziaria collegata al noto gruppo automobilistico che ha come oggetto il finanziamento dell'acquisto delle automobili da questo prodotte.

La GMAC iniziò ad emettere CP direttamente senza ricorrere al servizio dei *dealers*, fino a quel momento sempre presenti nel processo di finanziamento.

L'importanza di questo cambiamento risiede in due fattori:

- segna l'ingresso delle società finanziarie in un mercato sino ad allora monopolio delle società industriali e commerciali;
- sancisce l'introduzione di un nuovo meccanismo di emissione.

RAGIONI DI UNO SVILUPPO — Motivo fondamentale per il quale una società si avvale di un programma di CP è quello di avere uno strumento funzionale alle sue esigenze di finanziamento a breve e di gestione della liquidità.

Con la crescente sofisticazione delle conoscenze finanziarie delle società e con le crescenti necessità di finanziamento correlate alla progressiva globalizzazione delle attività industriali e commerciali si è registrato un incremento del mercato della CP, che, da

fenomeno esclusivamente americano, ha assunto rilevanza internazionale.

Oltre a questa ragione « pratica » è interessante sottolineare da un punto di vista storico alcuni interventi legislativi che, nel favorire il ricorso al debito al di fuori del sistema bancario, hanno dato un impulso allo sviluppo del mercato.

In alcuni momenti storici, infatti, le regolamentazioni collegate alle strette monetarie hanno portato i tassi di interesse oltre i livelli — fissati dalla Federal Reserve — ai quali le banche potevano indebitarsi. Essendo difficile, pertanto, per le banche raccogliere fondi attraverso i tradizionali strumenti (depositi, certificati di deposito ecc.) in quanto esse non potevano remunerare i depositanti ai livelli di mercato, queste crearono dei veicoli finanziari per l'emissione — ai tassi correnti — di CP garantita dalla casa madre.

D'altro lato i limiti imposti dalle autorità monetarie sulla crescita degli impieghi — rendendo difficile per le banche soddisfare le esigenze di finanziamento dei loro clienti — spinse questi ultimi a cercare forme di finanziamento diverse e tra queste la emissione di CP.

Oltre a questi interventi legislativi e regolamentari, un ulteriore stimolo è derivato dallo sviluppo del mercato automobilistico e dall'aumento del consumo di beni durevoli con conseguente aumento della domanda di credito a breve. In virtù di questo le società finanziarie, sottoposte a crescenti richieste di finanziamento e quindi alla ricerca di nuove fonti di indebitamento, infoltirono decisamente la schiera degli emittenti fino a rappresentare oggi oltre il 70% del mercato.

I PARTECIPANTI — Negli USA l'ammontare delle CP in essere alla fine di maggio del 1990 si aggirava intorno ai 650 miliardi di dollari contro i 33 miliardi del 1970.

Gli emittenti, circa 1700, possono essere così suddivisi:

istituzioni finanziarie	73%
società industriali e commerciali	27%

È importante notare che tra le istituzioni finanziarie sono annoverate anche società che, pur operando in questo settore, sono in realtà emanazioni di gruppi industriali.

Dal punto di vista della distribuzione geografica il 78,6% degli emittenti è americano, mentre il restante 21,4% è rappresentato da prenditori stranieri.

Gli emittenti sul mercato americano, come abbiamo visto per la GMAC, possono assumere anche la funzione di intermediari.

Così circa il 40% della carta commerciale in circolazione sul mercato americano all'aprile 1990 veniva distribuito direttamente dagli emittenti senza avvalersi dell'attività dei *dealers*. Holding finanziarie ed assicurative legate a grandi gruppi industriali quali Ford, General Motors, Sears Roebuck, Westinghouse hanno convenienza, dati gli ammontari emessi, ad impiantare delle vere e proprie *dealing rooms* (GMAC ha un gruppo di ventisei persone solo a questo scopo ed ha circa \$ 35 miliardi di CP in essere) per la gestione della loro tesoreria a breve.

Il rimanente 60% è, invece, gestito dalle grandi banche di investimento americane (Merrill Lynch, Shearson Lehman, Citicorp, Goldman Sachs) che, grazie alla loro vasta rete di clientela, agiscono da intermediari (*dealers*) occupandosi di fare incontrare domanda ed offerta. Ciascun *dealer* muove giornalmente anche un miliardo di dollari di CP. Si calcola che i primi sei *dealers* controllino il 90% del mercato trattato da intermediari.

Gli investitori sono quasi esclusivamente americani (98,9%) concentrati nella zona nordorientale del paese (51,9%) e possono essere così suddivisi:

banche	22,3%
assicurazioni	18,7%
municipalità (città e Stati federali)	14,4%
società di investimento	27,1%
società industriali e commerciali	16,2%
altri	1,3%

Lo sviluppo di un mercato della CP in Europa si è avuto soltanto a partire dal 1985, ma, nonostante il ritardo, alla fine dell'aprile 1990, secondo la stima curata da Euromoney, ha raggiunto il volume di \$ 65 miliardi.

L'euromercato, a differenza del mercato americano — sorto come un *domestic market* ed ancora in parte tale —, è un mercato internazionale nella maniera più completa, non soggetto a restrizioni o a regolamentazioni di sorta e vi partecipano, come evidenziato dai grafici, nelle vesti di emittenti, di investitori e di intermediari, società provenienti dai maggiori paesi sviluppati. Attualmente sull'euromercato vengono scambiate ogni settimana CP per importi superiori ai settanta miliardi di dollari e vengono annunciati numerosi nuovi programmi, mentre il numero degli emittenti supera i novecento.

La distribuzione geografica di questi ultimi alla fine del 1989, sulla base del numero dei programmi, è la seguente:

U.S.A.	20%
--------	-----

Europa continentale	52%
Regno Unito	18%
Estremo Oriente	7%
Medio Oriente	1%
Enti sovranazionali ed altri	2%

Altra interessante classificazione è quella effettuata in base all'attività degli emittenti (fonte Citicorp, settembre 1989):

società industriali e commerciali	41%
società finanziarie	9%
banche	25%
<i>sovereigns</i> (Repubbliche, Regni, enti statali)	14%
altri	11%

Gli investitori presenti sull'euromercato possono essere così suddivisi:

società commerciali	33%
banche	24%
<i>supranationals</i>	10%
fondi di investimento	10%
banche centrali	7%
assicurazioni	6%
fondi pensione	5%
<i>sovereigns</i>	5%

La distribuzione geografica degli investitori è molto estesa:

Regno Unito	33%
Europa continentale	28%
Paesi scandinavi	15%
Nord America	10%
Sud America	5%
Medio ed Estremo Oriente, Australia	9%

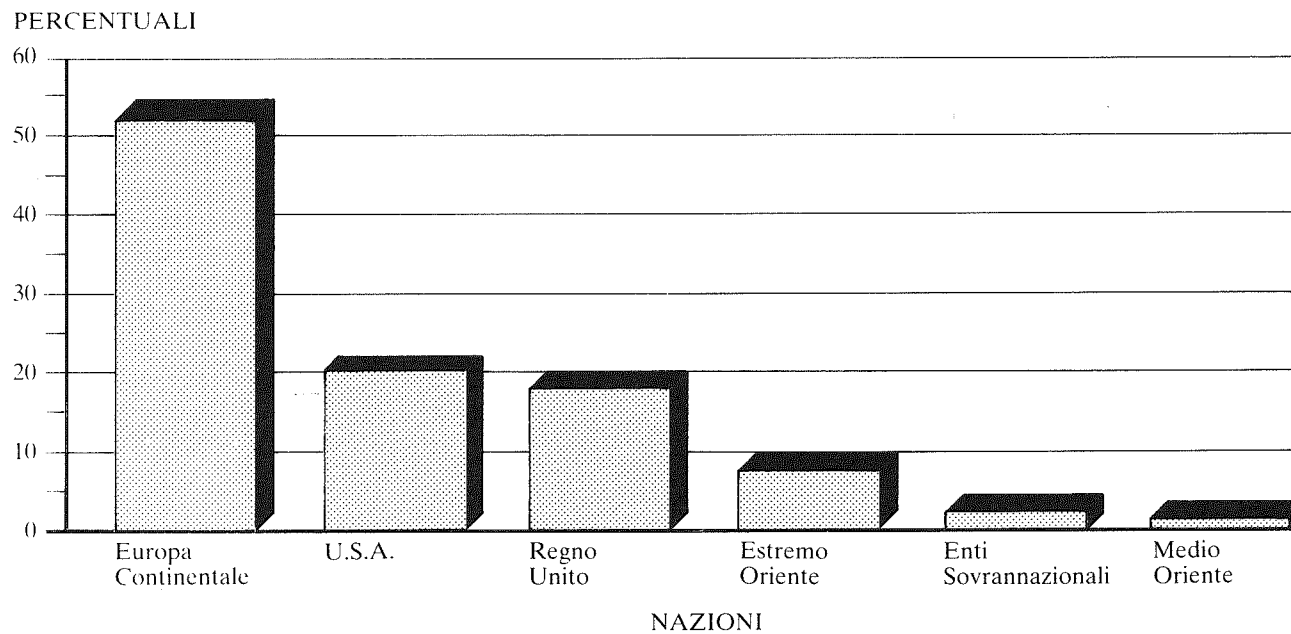
I MERCATI MINORI — Parallelamente a quelli che abbiamo visto costituire i due mercati tradizionali si sono sviluppati alcuni mercati domestici in diversi altri paesi.

Sono mercati minori, regolamentati e controllati dalle relative autorità di vigilanza.

Tra questi i maggiori sono quello canadese (sorto agli inizi degli anni cinquanta), quello australiano (sorto nel 1972) e quello svedese (sorto nel 1983). Particolare interesse presentano il mercato francese, quello olandese e ultimamente quello spagnolo.

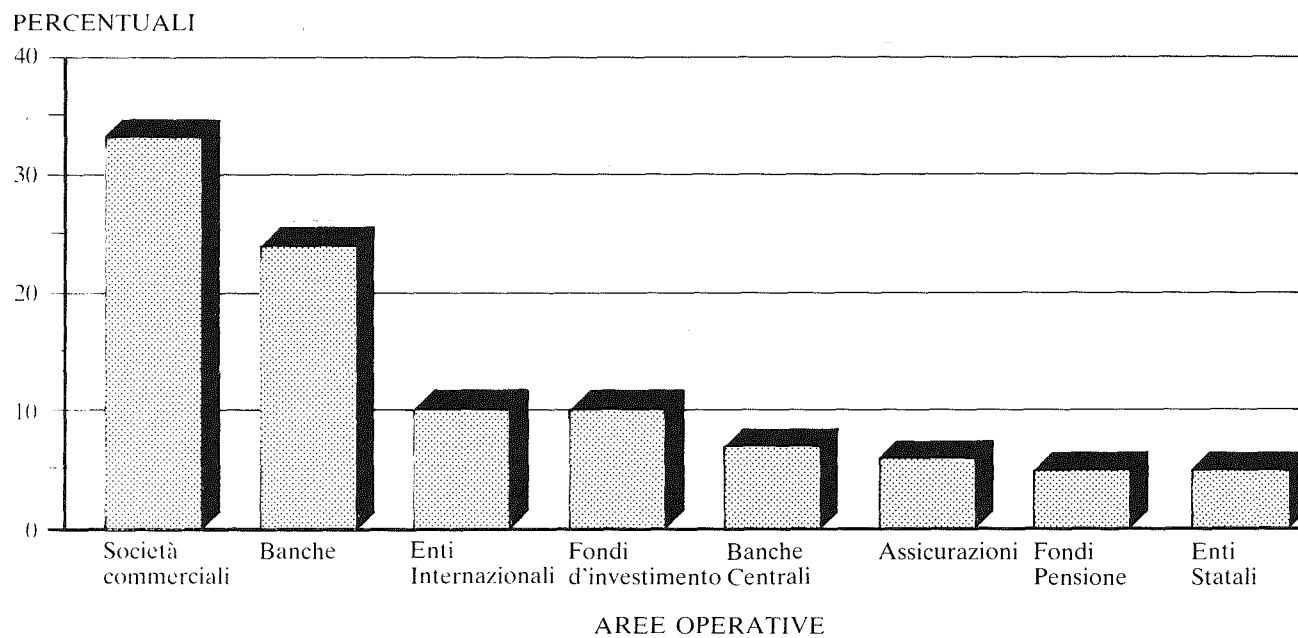
Figura 1

DIVISIONE GEOGRAFICA EMITTENTI



Fonte: « International Financial Review », 1990.

INVESTITORI IN EUROCOMMERCIAL PAPER

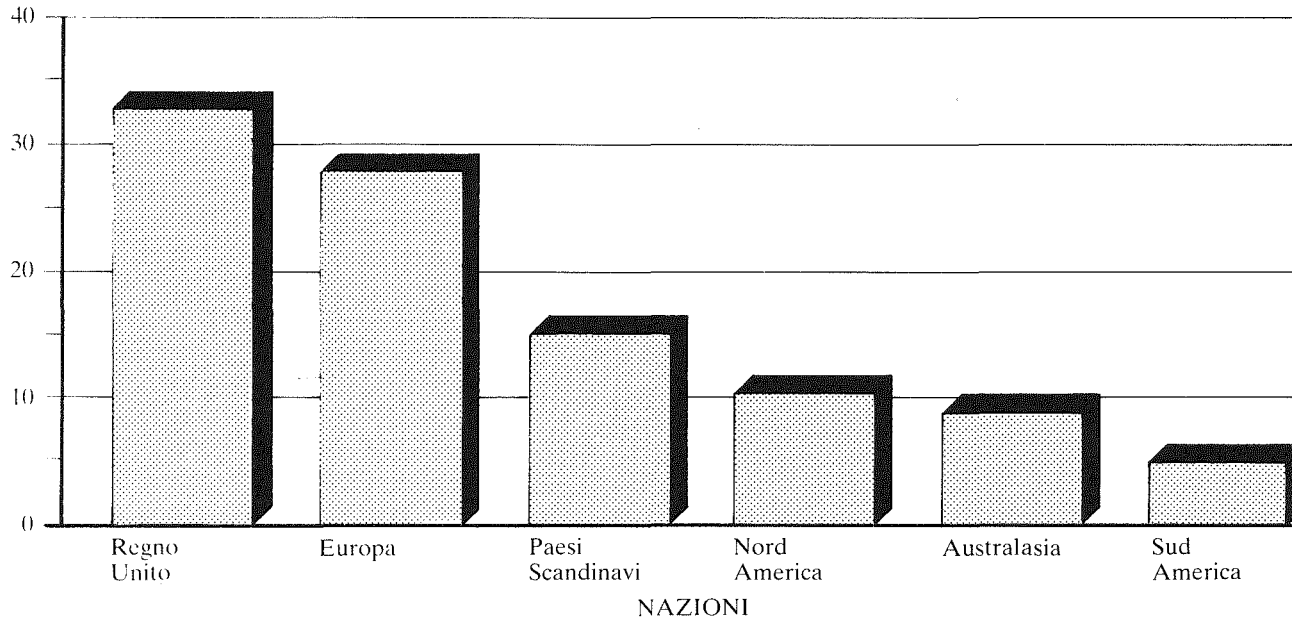


Fonte: Lloyd's Merchant Bank.

Figura 3

DIVISIONE GEOGRAFICA INVESTITORI

PERCENTUALI



Fonte: Lloyds Merchant Bank.

In Francia sono oltre sessanta gli emittenti di *billets di trésorerie* ed il mercato ha raggiunto un giro di affari di 165 miliardi di franchi francesi.

Il mercato olandese conta intorno ai cinquanta emittenti con un giro di affari di 9,5 miliardi di fiorini. I partecipanti sono società troppo piccole per avere accesso all'euromercato, enti territoriali e grandi società straniere alla ricerca di diversificare la valuta delle loro fonti di raccolta. Dal punto di vista degli investitori, invece, i maggiori acquirenti sono banche o società finanziarie che danno vita ad un attivo mercato secondario, attraverso l'attività di intermediazione svolta dalle più importanti banche olandesi.

La restrittiva politica creditizia imposta dalla Banca di Spagna ha portato il mercato dei *pagares de empresa* (le CP spagnole) a rappresentare attualmente uno dei maggiori mercati europei con un giro di affari di circa 20 miliardi di dollari. Le società commerciali ed industriali impossibilitate ad ottenere fondi dalle banche si sono infatti rivolte direttamente agli investitori, attirati a loro volta da margini di rendimento superiori alle normali forme di investimento.

Ultimo nato è il mercato inglese: nel maggio 1986 la Banca di Inghilterra ha autorizzato l'emissione di CP in sterline. Dopo una fase di avvio incerta, risultavano all'inizio del 1990 CP emesse per 4,8 miliardi di sterline.

DALLE EURONOTES ALLA COMMERCIAL PAPER

Il fenomeno delle CP in Europa è strettamente collegato a quello delle *Euronotes* (EN).

Semplicisticamente, ma su questo punto torneremo con maggiore attenzione, si può dire che la EN in nulla differisce dalla CP se non per il fatto di essere emessa a valere su di una linea di credito di sostegno a medio termine accordata da una o più banche alla società emittente (*back-up line* o *back-stop facility*). La prima apparizione delle EN è databile agli inizi degli anni settanta allorché una ventina di società americane, tra cui General Food e Woolworth, con l'intenzione di finanziare le loro attività estere cominciarono ad emetterle. Il costo globale, compreso il costo della linea di credito e delle commissioni dell'intermediario (*dealer*), era mediamente $3/8\%$ p.a. al di sopra del *Libor* (*London InterBank Offer Rate*, il tasso interbancario di offerta sul mercato di Londra), molto conveniente se comparato

al costo di ogni altro strumento alternativo che variava tra 1/2 % ed 1% sopra il *Libor*.

Questo mercato, dominato interamente dai *dealers* americani (la sola Goldman Sachs deteneva oltre il 50% del mercato) e che raggiunse nel momento di maggiore sviluppo un volume di \$ 2 miliardi, scomparve nel 1974 a seguito di diversi fattori:

— nel febbraio le restrizioni valutarie negli USA furono abolite e le società americane, che costituivano il 100% degli emittenti, non ebbero più necessità di raccogliere fondi all'estero potendo utilizzare le risorse domestiche per finanziare attività estere;

— contemporaneamente il mercato interno americano fu aperto agli emittenti europei (il primo fu Electricité de France seguito dalla British Petroleum e Marks and Spencer) e date le sue dimensioni attirò i migliori nomi dell'industria europea in cerca di fonti alternative di indebitamento.

Alla fine degli anni settanta il sistema bancario internazionale attraversò una fase di drastico cambiamento. I margini sui tradizionali prestiti in *pool* divennero sempre più sottili — a causa anche della abbondante liquidità legata all'ingresso nell'euromercato dei paesi arabi rapidamente arricchiti grazie all'aumento del prezzo del petrolio — e, quindi, le banche cercarono di incrementare la loro redditività (misurata secondo l'indice ROA, *Return On Assets*) senza tuttavia aumentare il volume delle proprie attività. Le commissioni percepibili su attività fuori bilancio, quali appunto le *underwriting fees* (le commissioni percepite per l'impegno a mantenere disponibile la linea di credito di sostegno dei programmi di EN), furono una delle soluzioni a tale situazione. Nel 1978 la prima operazione di questo tipo fu organizzata dalla Citicorp per la New Zealand Shipping Company.

L'ente pubblico neozelandese cercava un finanziamento sull'euromercato sotto la forma di un tradizionale prestito sindacato. La Citicorp propose, invece, un sistema alternativo frutto della esperienza della banca americana sia nel settore dei prestiti sindacati che in quello delle obbligazioni cartacee.

Il nuovo sistema di finanziamento « ibrido » consisteva nel mettere a disposizione del prenditore, dietro pagamento di una commissione, una linea di credito a medio termine che veniva utilizzata attraverso l'emissione di titoli a tre e sei mesi, sottoscritti dalla Citicorp per il loro intero ammontare. Era lei stessa (*sole placing agent*) che provvedeva a distribuirli tra gli investitori tradizionalmente operanti sull'euromercato.

Attraverso questo sistema furono soddisfatte due diverse esigenze: quella degli investitori in strumenti a breve termine, abituali

acquirenti di certificati di deposito emessi da banche a rendimenti al di sotto del *Libor*, che poterono ottenere da un lato un ritorno migliore (1/8 % al di sopra del *Libor*) sul loro investimento e dall'altro diversificare il portafoglio e, di conseguenza, il proprio rischio. D'altra parte le banche in cerca di commissioni poterono assumere impegni a medio termine per la sottoscrizione di titoli a breve, qualora il mercato non li avesse recepiti. Il nuovo sistema (il cui perfezionamento fu realizzato durante il 1979 e 1980 tramite diverse operazioni caratterizzate da una sostanziale segretezza volta a mantenere il monopolio del nuovo strumento da parte della Citicorp) ebbe la sua definitiva consacrazione nel 1981 quando la stessa banca americana organizzò la prima *Revolving Underwriting Facility (RUF)* sindacata a favore del governo della Nuova Zelanda.

Durante i sette anni di durata di questa operazione di \$ 500 milioni, le nove banche formanti il sindacato si impegnavano a comprare *pro rata* le note emesse dalla società per poi rivenderle agli investitori con un guadagno sulla attività di intermediazione.

Il *sole placing agent*, generalmente il *lead manager* della RUF, comprava tutte le EN emesse ad un rendimento determinato al tempo della creazione della RUF.

Per tale ruolo il *sole placing agent* non riceveva alcuna commissione, ma poteva beneficiare dei profitti realizzabili dalla vendita delle EN ad un prezzo più alto (e ad un rendimento più basso per l'investitore).

Tutte le EN che il *sole placing agent* non era in grado di vendere venivano acquistate dagli *underwriters* ad un tasso prestabilito. Questi potevano tenere le EN fino alla scadenza oppure piazzarle a loro volta sul mercato. Ovviamente, però, in questo caso il prezzo di vendita doveva essere più alto del prezzo pagato al *sole placing agent*, rendendo così difficile ed improbabile la vendita dato che la domanda si era mostrata inesistente anche ad un livello più basso.

Poiché il margine concordato che l'emittente pagava sulle EN era normalmente lo stesso che avrebbe ottenuto indebitandosi a medio termine, questi non beneficiava della maggior domanda degli investitori che, attratti dalla brevità dell'impegno finanziario, erano interessati a comprare le sue EN. In sostanza: maggiore era la domanda, maggiore era il profitto che il *sole placing agent* poteva realizzare.

In pratica gli *underwriters* ricevevano le EN solo quando non c'era domanda per le stesse sul mercato, cosicché diverse banche

cominciarono a considerare che tale metodo le escludeva dal remunerativo meccanismo della distribuzione.

Un terzo svantaggio della RUF era il ruolo di un unico *placing agent* che limitava la quantità di carta emettibile e l'ammontare dei programmi stessi, in quanto il numero degli investitori, per quanto grande fosse, era pur sempre limitato a quelli conosciuti dall'*agent*.

A quel tempo gli investitori erano principalmente piccole banche affamate di attività, che potevano così partecipare all'euromercato senza impegnarsi a lungo termine e per le grandi cifre che caratterizzavano tale mercato.

Inizialmente non fu fatto alcuno sforzo per sviluppare una diversa e più ampia base di investitori poiché la domanda proveniente dal sistema bancario era sufficiente.

La situazione cambiò nel 1982 in seguito alla crisi del debito del terzo mondo ed ai fallimenti di diverse banche (Banco Ambrosiano, Drysdale Securities, Lombard Wall Securities Inc., Penn Square Bank).

Le banche cercavano di migliorare la qualità del proprio portafoglio ed erano disposte a ricevere margini minori; mentre le società industriali e commerciali, in particolare le più solide, presto si accorsero che la loro qualità o *credit rating* era migliore di quella di alcune banche e, conseguentemente, vollero pagare meno.

Il problema dei limiti delle RUF divenne chiaro nel 1984 quando il Regno di Spagna lanciò una RUF di \$ 500 milioni attraverso la Merrill Lynch. Durante la composizione del *pool* la struttura fu cambiata più volte con lo scopo di permettere agli *underwriters* più ampio accesso alle EN dando la possibilità anche a queste banche di partecipare al meccanismo di distribuzione dei titoli. La soluzione fu il meccanismo del *tender panel* che, preso in prestito dal mercato australiano, trovò larga applicazione ed immediato successo.

Con il *tender panel* ad ogni emissione tutti i membri possono fare la loro offerta competitiva per l'acquisto delle EN per qualsiasi ammontare e prezzo (il solo limite nell'ammontare è dato dalla richiesta dell'emittente).

Solitamente i membri del *tender panel* sono anche gli *underwriters*, ma le due figure possono anche non coincidere.

Nel caso in cui i membri del *tender panel* non comprino le EN o nel caso in cui le offerte non siano sufficienti o non siano ritenute soddisfacenti dall'emittente, gli *underwriters* sono chiamati ad acquistare le EN ad un prezzo prestabilito (solitamente

un margine sopra il *Libor*), cosicché l'emittente conosce sempre quale può essere il massimo costo per le EN.

Anche in questo caso gli *underwriters* possono tenere le EN oppure rivenderle.

Questa struttura consente all'emittente di beneficiare di fondi ad un minor costo quando la domanda è alta e nel contempo consente agli *underwriters*, che sono membri del *tender panel*, di ricevere una sorta di valore aggiunto derivante dalla loro partecipazione al meccanismo di distribuzione.

Dal 1984 in poi tale struttura divenne la tecnica normalmente adottata e la principale conseguenza fu il deciso calo dei margini: quello che prima era stato un mercato al di sopra del *Libor* divenne un mercato ampiamente al di sotto del *Libor* ed in molti casi anche al di sotto del *Libid*.

Inoltre il maggior numero delle banche partecipanti alla distribuzione fece sì che la ricerca di investitori si indirizzasse oltre il mondo bancario e che tra le fila degli investitori comparissero i fondi pensione, le assicurazioni, le banche centrali, i fondi comuni e soprattutto le grandi società industriali e commerciali impegnate nella attività di gestione della loro liquidità.

In pratica gli investitori possono comprare EN della durata di pochi mesi e conseguentemente possono non richiedere rendimenti pari ad un impegno a medio termine, mentre gli *underwriters* ricevono le commissioni che riflettono il loro ruolo, il quale — a differenza di un tradizionale prestito — presenta minori se non remote possibilità di erogazione effettiva.

Inoltre l'*underwriter* che partecipa al *tender panel*, come di solito avviene, ha la possibilità di incrementare il profitto attraverso la vendita delle EN agli investitori.

In sintesi i vantaggi di RUF e NIF (si ricordi che i confini molto labili tra le due fattispecie sono stati individuati nel fatto che le prime — a differenza delle seconde — sono *underwritten*, cioè caratterizzate dall'obbligo delle banche di comprare i titoli emessi rimasti disponibili dopo l'attività di distribuzione del *sole placing agent* o a seguito di una asta di poco successo nel sistema del *tender panel*) si possono così sintetizzare:

- per l'investitore: rendimento maggiore e diversificazione del portafoglio;
- per l'emittente: costi di indebitamento più contenuti;
- per la banca: profitti della intermediazione e delle commissioni di *underwriting*, securitizzazione del debito e conseguente maggiore liquidità.

La flessibilità delle RUF e delle NIF è simile a quella delle *Revolving Syndicated Facilities* (RSF) in base alle quali il mutuatario può ottenere anticipi per brevi periodi (*short term advances*), ripagarli a ciascuna scadenza e ottenere di nuovo anticipi fino al termine della *facility* (solitamente a medio termine).

Il costo delle RSF è generalmente superiore a quello delle RUF e delle NIF perché la banca sopporta entrambi i rischi (il rischio per cassa nel breve periodo e il rischio creditizio nel lungo periodo) e si esclude la possibilità di un profitto di intermediazione. Nel 1985 cominciò ad essere evidente che si era sviluppata una grande domanda per emittenti di EN di ottima qualità. Questi non avevano difficoltà nel vendere le EN e raramente ricorrevano agli *underwriters*.

Il bisogno di una *back-stop facility* (presente nelle RUF e nelle NIF) venne meno.

Il passaggio successivo comportò la creazione di un metodo per piazzare le *notes* presso gli investitori finali senza una linea di credito di sostegno e, nel contempo, per dare agli emittenti il beneficio derivante da ogni incremento della domanda.

Il metodo utilizzato fu quello della *dealership*.

Con tale sistema l'emittente comunica ai *dealers* quando ha bisogno di fondi, per quale importo e scadenza e questi cercano di vendere le *notes* agli investitori finali.

Inizialmente i *dealers* potevano comprare direttamente le *notes* nel caso in cui il piazzamento presso gli investitori fosse difficoltoso. Tale meccanismo, però, consentì in certi casi la svendita delle *notes* sul mercato secondario con l'effetto negativo di allontanare gli investitori dalle emissioni.

Verso la fine del 1986 si affermò la pratica di nominare i *dealers* per agire solo come *agents* (rappresentanti) al fine di evitare tale svendita. La consacrazione ufficiale di tale meccanismo si è avuta nel 1987 con il programma di *eurocommercial paper* emesso dalla Electricité de France in base al quale ai *dealers* è proibito acquistare carta dall'emittente. I *dealers* ricevono una commissione per ogni *note* venduta.

Si ritiene che il meccanismo della *dealership* abbia diversi vantaggi:

- i *dealers* possono agire più direttamente senza dover attendere i tempi tecnici di un *tender panel*;
- l'emittente ha un contatto regolare con i propri *dealers* che lo informano della domanda degli investitori;
- gli investitori hanno accesso a specifici emittenti;
- in una situazione di competitività i *dealers* possono essere sostituiti.

tamento. I contratti utilizzati — il cui testo si può considerare standard — sono:

— un *dealership agreement* (il contratto che regola il rapporto tra il *dealer* e l'emittente);

— un *issue and paying agency agreement* (il contratto che regola i rapporti tra il soggetto incaricato della attività di emissione e pagamento delle CP e l'emittente).

Questa standardizzazione si riflette nella brevità dei tempi necessari alla creazione di un programma.

Ultimo dei vantaggi per l'emittente è la possibilità di effettuare *arbitraggi* con altre divise. Spesso, ad esempio, società svedesi emettono CP in \$ convertiti contestualmente in corone svedesi per cogliere l'opportunità di pagare il denaro meno di quanto lo avrebbero pagato emettendo direttamente in corone svedesi sul mercato domestico.

DURATA, DIVISE E TAGLI

Le ECP/EN possono essere emesse per una durata minima di sette giorni e massima di 365 giorni.

Le CP americane possono avere una durata massima di 183 giorni. La durata media delle ECP/EN è comunque assai inferiore essendo generalmente emesse per 1, 3 e 6 mesi.

Negli USA la durata media delle CP è di 60 giorni.

Si hanno delle *notes* anche per periodi spezzati, specialmente le ECP, che sono più elastiche per ciò che riguarda la durata. Per quanto concerne la divisa, l'euromercato è dominato dal dollaro, ma si trova anche carta in Ecu. Nel mercato americano le CP sono soltanto in dollari.

I tagli delle ECP/EN sono normalmente \$ 100.000, ma le transazioni avvengono per multipli di milioni.

RATING

Negli Stati Uniti il mercato è dominato dalle società di *rating* ed ogni emittente che voglia affrontare il mercato deve averne uno rilasciato da una delle maggiori agenzie.

In Europa, invece, il *rating* non è una condizione necessaria per l'emissione. Il mercato, però, si sta lentamente orientando in questo senso. Infatti, sempre più investitori, specialmente quelli non bancari che non hanno per oggetto principale della loro attività

l'analisi del credito, basano i propri criteri di investimento sui *ratings*.

Le maggiori agenzie di *rating* sono le americane Moody's Investor Service Inc. (Moody) e la Standard and Poor's Inc. (SP). Nell'aprile 1986 è stata costituita la Euroratings Service Ltd. Londra, che ha l'obiettivo di creare un'alternativa europea al dominio americano nel settore.

Negli Stati Uniti esistono anche altre importanti società di *rating* quali la Fitch's Investor Service Inc. che opera dal 1922, la Duff and Phelps Inc., la McCarthy, Cusanti e Maffei Inc.

L'Australian Rating domina il mercato australiano. In Canada due sono le società che assegnano *ratings*: la Canadian Bond Rating Service e la Dominion Bond Rating Service. L'Agence d'Evaluation Financière è stata costituita nel 1986 per il mercato francese. In Giappone ben quattro società emettono *ratings*: The Japan Bond Research Institute, Japan Credit Rating Agency, Mikuni & Co. Ltd, Nippon Investor Service Inc.

I *ratings* delle due maggiori agenzie mondiali (SP, Moody) sono di due tipi: uno per rischi assunti per periodi fino ad un anno ed uno per periodi superiori.

Ottenere un *rating* per la propria carta commerciale è senz'altro utile e offre diversi vantaggi, tra i quali una maggiore recettibilità presso gli investitori, ma richiede tempo e denaro.

Il costo approssimativo per un *rating* a breve termine a favore di una società che già non ne possiede uno a lungo termine è circa \$ 30.000. Inoltre occorrono \$ 20.000/25.000 per mantenerlo ogni anno. Se la società ha già un *rating* a lungo termine, il costo si aggira sui \$ 10.000/15.000 all'anno.

Possono essere necessari anche diversi mesi per ottenere il *rating*: dipende ovviamente dalla disponibilità di informazioni e dalla loro chiarezza.

Normalmente un emittente canadese o australiano si presenta sull'euromercato sia con il *rating* domestico sia con quello internazionale assegnato da SP o Moody.

I criteri in base ai quali queste due agenzie stabiliscono il *rating* non sono esattamente uguali e può accadere che una società che ha ottenuto il miglior *rating* da una agenzia non lo ottenga dall'altra.

In generale le agenzie valutano non solo la società in se stessa, ma anche il settore in cui opera sia a livello nazionale che mondiale: tengono cioè in considerazione le prospettive del tipo di industria e prodotto, l'impatto di nuove tecnologie, i tempi di reazione ai cambiamenti, gli eventuali cicli dello specifico setto-

re, la politica finanziaria della società, il *managment*, la regolamentazione del settore (sotto stretto controllo statale o libero). Inoltre esiste un principio chiamato *sovereign ceiling* in base al quale nessuna società, per quanto ottima possa essere, può ottenere un *rating* superiore a quello del paese a cui appartiene. Riportiamo in appendice nella lingua originale le definizioni dei *ratings* attribuiti da SP e da Moody.

RENDIMENTI

I rendimenti variano dal *Libor* più 0,25% per anno fino al *Libid* meno 50 centesimi.

Le società industriali e commerciali, come investitori, in genere si collocano nella fascia tra *Libid* e *Limean* (*London Interbank Mean rate*, cioè la media tra il *Libor* e il *Libid* che di solito è un sedicesimo al di sotto del *Libor* e un sedicesimo al di sopra del *Libid*, essendo un ottavo la differenza normale tra *Libor* e *Libid*).

I *sovereigns* (Repubbliche, Regni ed enti statali) investono in altri *sovereigns*.

Le banche investono dal *Limean* in su.

Nella figura 5 sono evidenziate le fasce di rendimento delle ECP/EN oggetto di investimento da parte di *sovereigns*, società industriali e commerciali e banche.

Figura 5

SOCIETÀ IND.LI/COMM.LI						
SOVEREIGNS					BANCHE	
LIBOR - 1/4	LIBOR - 3/16	LIBID	LIMEAN	LIBOR	LIBOR + 1/16	LIBOR + 1/8

COSTO DEL PROGRAMMA E DOCUMENTAZIONE

Il successo delle ECP/EN è dovuto anche al costo contenuto della creazione del programma.

I costi — *rating* a parte — riguardano:

— le spese legali per la documentazione (\$ 10.000/15.000);

- le spese per la stampa delle *notes* (\$ 2.000/4.000) e dell'*information memorandum* (prospetto informativo) (\$ 4.000);
- il costo della *legal opinion* (parere sempre necessario per queste operazioni) (\$ 4.000/9.000).

Negli ultimi anni è stata introdotta anche una *arrangement fee* (commissione per l'organizzazione) che normalmente si aggira attorno ai \$ 25.000.

Al fine di evitare la creazione di programmi che non vengono utilizzati, in alcuni nuovi contratti è stata inserita una commissione da pagarsi nel caso in cui l'utilizzo sia al di sotto del volume minimo necessario affinché i margini di intermediazione tratti dai *dealers* coprano i costi fissi che vengono sostenuti per la sola esistenza del programma.

Inoltre c'è una commissione da pagare annualmente (\$ 3.000) al *Paying Agent* (colui che conserva materialmente le *notes* e tramite il quale i pagamenti vengono effettuati) e un costo per ogni ECP/EN emessa (\$ 8/10).

Questi costi, se paragonati a quelli necessari per una emissione obbligazionaria o una *Revolving credit facility*, spiegano chiaramente il successo delle ECP/EN.

La documentazione consiste in un *Dealership Agreement*, che regola i rapporti tra i *dealers* e l'emittente, un *Issue and Paying Agency Agreement* che regola i rapporti tra l'emittente ed il soggetto incaricato della emissione e del pagamento delle CP.

Inoltre, è necessario un parere legale (*legal opinion*) ed un *information memorandum* destinato ai potenziali investitori nel quale sono riassunti i particolari del programma e la descrizione dell'emittente.

MECCANISMI DI DISTRIBUZIONE

Vediamo ora più da vicino i meccanismi di distribuzione delle *notes*.

Analizziamo in primo luogo il sistema del *tender panel* ed in seguito quello del *dealership*.

Tender panel

- Cinque giorni prima dell'emissione:

L'emittente comunica al *tender panel agent* l'intenzione di emettere carta (ammontare e scadenze). L'agente contatta i membri del *tender panel* invitandoli a fare le loro offerte.

- Tre giorni prima dell'emissione:

I membri del *tender panel* effettuano le loro offerte a mezzo

telex al *tender panel agent*. Le offerte possono essere per una quota dell'ammontare richiesto (in genere c'è un minimo richiedibile ed un minimo per ogni offerta) e devono specificare il margine riferito al *Libor* o al *Libid*. L'emittente è informato delle offerte ricevute e, se accetta (in tutto o in parte), si accorda con il *tender panel agent* per la distribuzione.

— Due giorni prima dell'emissione:

Il *tender panel agent* contatta gli offerenti per comunicare loro se le offerte sono state accettate o meno. Normalmente l'*agent* informa anche gli *underwriters* che l'emissione ha avuto successo e che è stata collocata e, pertanto, non necessita il loro intervento. Alle ore undici viene fissato il *Libor* e quindi il tasso effettivo a cui le *notes* sono emesse. L'*agent* comunica agli offerenti il tasso fissato.

— Giorno dell'emissione:

Il *Paying Agent* consegna le *notes* ai membri del *tender panel* dietro pagamento. L'operazione avviene normalmente tramite Cedel o Euroclear (le maggiori « stanze di compensazione » internazionali).

Eurocommercial paper

Il meccanismo è assai più semplice.

Ogni emissione può essere fatta in qualunque momento sia che l'emittente desideri fondi sia che l'investitore voglia comprare carta.

Un esempio illustra la snellezza della procedura di emissione:

— ore 10 l'investitore contatta il *dealer* per comprare della carta emessa dalla società Alfa,

— ore 10,15 il *dealer* contatta la società Alfa,

— ore 10,30 l'investitore accetta il livello a cui la società è disposta ad emettere,

— ore 12 il *Paying Agent* prepara la consegna della ECP contro pagamento con valuta due giorni lavorativi successivi.

FORMULE PER CALCOLARE I RENDIMENTI

Prima di passare alle formule matematiche per calcolare i rendimenti, precisiamo che la maggioranza delle ECP/EN è emessa su base sconto. Solo una minoranza è emessa con un tasso d'interesse che matura sull'ammontare nominale.

La formula per calcolare il prezzo da pagare per CP emesse su base sconto è la seguente:

$$P = \frac{IF}{1 + \frac{T \cdot G}{36.000}}$$

dove

P = prezzo

IF = importo facciale

T = tasso concordato (espresso come percentuale)

G = numero dei giorni dalla emissione o dall'acquisto fino alla scadenza.

(Se si tratta di CP in sterline bisogna dividere per 36.500).

Esempio:

— importo facciale (IF) US\$ 500.000

— giorni dall'emissione alla scadenza (G) 90

— tasso concordato (T) *Libor* + 0.10% p.a.

— *Libor* per il periodo corrispondente 6.50% p.a.

allora

$$P = \frac{500.000}{1 + \frac{6.60 \cdot 90}{36.000}} = \text{US\$ } 491.883,92$$

Se la CP ha un *coupon* (cioè gli interessi maturano sul valore facciale) la formula è la seguente:

$$P = IF \cdot \frac{36.000 + C \cdot D}{36.000 + T \cdot G}$$

dove

P = prezzo

IF = importo facciale

T = tasso concordato

G = numero dei giorni dall'emissione/acquisto fino alla scadenza

C = tasso del *coupon*

D = durata globale della CP (espressa in giorni dall'emissione alla scadenza)

Esempio di una CP che ha un *coupon* fissato sulla base del *Libid*

— importo facciale (IF) US\$ 100.000

— durata globale (D)	92
— numero giorni dall'acquisto alla scadenza (G)	70
— <i>coupon</i> (C)	6.875% p.a.
— tasso concordato (T)	6.94 % p.a.

allora

$$P = 100.000 \cdot \frac{36.000 + 6.875 \cdot 92}{36.000 + 6.94 \cdot 70} = \text{US\$ } 100.402,07$$

DIFFERENZE TRA IL MERCATO STATUNITENSE E L'EUROMERCATO

Abbiamo cercato di descrivere le principali caratteristiche delle ECP/EN. Vogliamo ora esaminare le differenze tra i due maggiori mercati: quello statunitense e quello europeo.

Come detto in precedenza la principale differenza risiede nell'aspetto dimensionale: a fine aprile 1990 le ECP/EN in circolazione ammontavano a \$ 65 miliardi, mentre le CP americane erano \$ 650 miliardi.

Dato quantitativo a parte, alcune delle attuali differenze sono destinate a rimanere anche in futuro, altre, invece, si attenueranno all'interno del fenomeno di globalizzazione dei mercati in atto. Elenchiamo ora le differenze permanenti che analizzeremo dettagliatamente in seguito:

- i compratori di ECP, provenendo da tutto il mondo, non attribuiscono particolare importanza alla nazionalità dell'emittente, mentre negli Stati Uniti gli investitori richiedono agli emittenti stranieri un premio o un rendimento più alto;
- la migliore qualità creditizia del mercato USA rispetto a quello europeo;
- le banche centrali, le società industriali e commerciali, le banche in genere sono importanti investitori nell'euromercato, mentre negli USA i più importanti investitori sono i *money market funds*;
- la durata media delle ECP/EN è almeno il doppio di quella americana;
- le ECP/EN sono trattate anche sul mercato secondario, mentre negli USA le CP sono acquistate sempre da investitori finali;
- l'emissione ed i meccanismi di regolamento e consegna nell'euromercato sono più complessi e più lunghi di quelli in uso negli Stati Uniti.

Le differenze, invece, destinate probabilmente a scomparire o ad attenuarsi sono:

g) l'euromercato è più competitivo essendo caratterizzato dalla presenza di molti *dealers*, mentre negli USA i due maggiori *dealers* controllano il 50% del mercato;

h) nell'euromercato tutta a carta viene venduta tramite *dealers*, mentre negli USA i *direct issuers* (emittenti diretti) sono molto importanti;

i) il *rating* non è indispensabile nell'euromercato, mentre lo è negli USA;

l) il meccanismo di fissazione dei prezzi in USA è molto più vario e si basa su diversi parametri di riferimento, mentre nell'euromercato tutta la carta è emessa in base al *Libor*.

Analizziamo meglio alcune di queste differenze.

a) *Internazionalità dell'euromercato*

L'euromercato per sua natura è un mercato internazionale, mentre il mercato americano è un mercato domestico nel quale i soggetti stranieri (comprendendovi anche le loro sussidiarie americane) occupano appena un quinto.

Negli anni settanta il sovrapprezzo (*foreign premium*) pagato dagli emittenti stranieri rispetto a quelli americani era 50 centesimi, è calato fino a 25 agli inizi degli anni ottanta ed attualmente è circa 5/10 centesimi.

Le ragioni di tale *foreign premium* sono varie.

Alcune sono da ricercarsi nelle restrizioni che limitano l'acquisto di carta emessa da soggetti non-USA e altre nelle difficoltà che gli investitori incontrano nell'analizzare aziende straniere.

Alcuni investitori istituzionali, infatti, hanno limiti interni circa il rischio estero che possono assumere. Per tentare di superare tale ostacolo molti emittenti hanno creato una sussidiaria negli USA (in genere nel Delaware per motivi fiscali) che emette CP con la garanzia della casa madre. Molti investitori comunque rispettano tali limiti in senso sostanziale e non prendono in considerazione la sede legale dell'emittente, bensì quella del garante. Altra ragione che giustifica il *foreign premium* è la difficoltà che gli investitori hanno nell'effettuare l'analisi del bilancio dell'emittente straniero al fine di valutarne il rischio. Le regole contabili sono spesso assai diverse e la normativa è complessa e non sempre richiede lo stesso standard di informazioni da rendere pubbliche.

Negli ultimi anni, comunque, vari fattori hanno contribuito alla riduzione del *foreign premium*. Tra questi la maggiore accessibi-

lità all'informazione sulle società straniere, il diffondersi del *rating*, la crescita dei *Money Market Funds* (MMF) che attualmente detengono circa la metà delle CP emesse da non americani. I gestori del MMF, infatti, sono solitamente più aggressivi e pronti a prendere maggiori rischi in quanto le loro *performances* sono commisurate esclusivamente ai risultati a breve termine.

b) *Credit quality*

Gli emittenti europei ed asiatici che emettono CP nel *domestic market* americano sono in genere grandi gruppi in cerca di una più larga base di investitori e godono di ottimi *ratings*. I dati esposti nella tavola 1 mostrano che alla fine del 1986 su 192 programmi non americani, 138 avevano A1+, 52 avevano A1 e solo due avevano A2.

Tavola 1

RATINGS DI EMITTENTI DI CP NEGLI USA

	A1+	A1	A2	A3	Totale	%
Emittenti USA	391	249	182	12	834	81.3
Emittenti non-USA	138	52	2	0	192	18.7
Totale	529	301	184	12	1026	—
Percentuale	51.6	29.3	17.9	1.2	—	—

Contrariamente, gli emittenti americani si sono rivolti all'euromercato per ottenere fondi che altrimenti con difficoltà avrebbero ottenuto negli USA.

I primi emittenti americani in Europa, infatti, sono state società elettriche con impianti nucleari non completati o bloccati. La distribuzione degli emittenti americani sull'euromercato analizzata sulla base dei *ratings* mostra una qualità decisamente inferiore rispetto a quella del mercato interno. I dati della tavola 2 evidenziano, per esempio, che alla fine del 1986 nel *domestic market* i programmi A1+ erano circa il doppio dei programmi con A2, mentre gli emittenti americani A1+ sull'euromercato erano circa il 50% meno di quelli con A2.

Tavola 2

RATINGS DI EMITTENTI STATUNITENSIS DI CP NEGLI USA
E NELL'EUROMERCATO

	A1 +	A1	A2	A3	Totale	%
Mercato USA	391	249	182	12	834	96.9
Euromercato	8	6	12	1	27	3.1
Totale	399	255	194	13	861	—
Percentuale	46.3	29.6	22.5	1.5	—	—

Quanto sopra deriva da un'analisi fondata sui *ratings*.

Il paragone tra i due mercati, effettuato sulla base della qualità di tutti gli emittenti siano essi con *rating* o meno, rivela un quadro più equilibrato, poiché gli emittenti senza *rating* sull'euromercato sono spesso di qualità non primaria.

La partecipazione massiccia all'euromercato delle banche che acquistano ECP a livelli superiori rispetto agli altri investitori (dal *Limean* in su) spiega come vi sia più spazio per emittenti non primari. Le banche, infatti, istituzionalmente analizzano il credito non sulla base dei *ratings*, ma valutando il bilancio della società e il settore in cui questa opera.

c) *Investor base*

Negli USA le banche centrali straniere e le banche commerciali occupano un ruolo del tutto marginale tra gli investitori di CP. In Europa, invece, il loro ruolo è molto importante.

Le banche centrali investono parte delle loro riserve in dollari esclusivamente in carta di primissima qualità (in genere *sovereign*). I gestori dei fondi comuni, fondi pensione, assicurazioni, i tesoriери di grandi società industriali e commerciali e banche investono in A1+/P1.

La carta con *rating* A2/P2 o senza *rating* è oggetto di investimento quasi unicamente da parte di banche.

La gamma dei rendimenti va da *Libid* meno 50 centesimi a *Libor* più 20 centesimi. I *sovereigns* emettono nella fascia più bassa (da *Libid* meno 10 in giù). Le CP con A1+/P1 emesse da società industriali e commerciali e da banche rendono generalmente sotto il *Libid* e, qualche volta, pochi centesimi sopra. La carta A1/P1 rende tra il *Libid* ed il *Limean*. Le CP A2/P2 e

quelle senza *rating* mostrano una gamma di rendimenti dal *Li-mean* al *Libor* superiore di diversi centesimi. Il costo dei fondi per le banche è generalmente *Libid* o appena inferiore e quindi difficilmente possono comprare CP con *rating* A1+ /P1.

d) *Durata*

La maggior parte delle ECP viene emessa con durata che varia tra i 60 ed i 180 giorni, mentre negli USA la durata media è inferiore ai 60 giorni. La gamma di durata nelle ECP è molto diversificata a differenza di quella americana e ciò facilita la presenza in Europa di un mercato secondario.

e) *Mercato secondario*

Grazie in parte alla più lunga durata delle ECP, in Europa esiste un attivo mercato secondario il cui volume settimanale supera del 40-60% quello primario. Tale mercato ovviamente aumenta durante le fasi di calo dei tassi e si restringe nel caso contrario. La liquidità del mercato USA dipende, invece, dalla brevità delle scadenze e dall'impegno dei *dealers* di ricomprare la carta venduta.

f) *Forme di regolamento*

In Europa la custodia e la effettiva emissione delle CP avviene a Londra, il *clearing* (consegna in stanza di compensazione) in Lussemburgo o in Belgio e il pagamento dei dollari a New York. L'intero meccanismo richiede due giorni.

Nel *domestic market* americano tutto avviene in giornata.

Analizziamo ora brevemente le differenze che abbiamo individuato come destinate ad attenuarsi.

g) *Concentrazione dei dealers*

Più della metà delle CP emesse negli Usa è venduta dalla Merrill Lynch e dalla Goldman Sachs. I primi sei *dealers* (i due citati più Morgan Stanley, Swiss Bank Corporation, Citicorp, Credit Suisse First Boston) controllano quasi completamente il mercato. Recentemente le banche americane, che fino a poco tempo fa potevano operare solo come intermediari, sono entrate nel settore acquistando la carta anche in proprio conquistandosi così una fetta del mercato. Anche i giganti giapponesi si apprestano ad entrare nel mercato Usa delle CP. Questa nuova situazione ha creato una forte competitività che ha già fatto vittime illustri come la Salomon Brothers, ritiratasi nell'ottobre del 1987.

In Europa, troviamo invece la situazione opposta.

Oltre una trentina di *dealers* affollano il mercato e la competitività è altissima.

La sopravvivenza in questo mercato è legata ai volumi di affari svolti. Essendo il mercato europeo molto più piccolo di quello americano, un inevitabile processo di selezione ridurrà notevolmente il numero degli attori. Calcolando in modo approssimativo che in Usa il margine medio è di 10 centesimi, gli utili che i sei maggiori *dealers* trattengono su \$ 300 miliardi (l'ammontare di CP emesso tramite *dealers*) sono \$ 300 milioni all'anno. In Europa, invece, il margine medio, a causa della accesa concorrenza, è molto più basso e si aggira sui 3 centesimi. L'utile, da dividere tra trenta *dealers* che si contendono il mercato di \$ 65 miliardi, è meno di \$ 20 milioni all'anno.

A partire del 1987 numerose sono state le vittime di tale processo sia tra i *dealers* minori che tra quelli maggiori e probabilmente altre se ne aggiungeranno.

h) *Emissioni dirette e intermedie*

Un ulteriore fattore che differenzia i due mercati risiede nel fatto che negli Usa circa il 50% della carta è emessa direttamente senza l'intermediazione di un *dealer*. Se una società emette grossi volumi di CP può investire i 10 centesimi, che altrimenti pagherebbe al *dealer*, in un'organizzazione interna che, in diretto contatto con il mercato, emette CP realizzando in tal modo un risparmio.

I *direct issuers* attivi sul mercato Usa al marzo 1990 erano circa trenta tra cui, i più importanti, GMAC con \$ 33 miliardi di CP in circolazione e Ford Motor Credit con \$ 15 miliardi.

La situazione di maggior concorrenza che si sta creando negli Usa condurrà ad una diminuzione dei margini e conseguentemente solo le società con notevoli volumi di CP in circolazione riusciranno a mantenere la convenienza del sistema diretto. Le altre torneranno a rivolgersi ai *dealers*.

i) *Rating*

Abbiamo visto in precedenza che negli Usa detenere un *rating* è condizione necessaria per emettere CP; in Europa, invece, solo il 50% degli emittenti ha un *rating*.

Le ragioni di tale differenza sono, per così dire, storiche. Infatti, i primi investitori nell'euromercato sono state le banche le quali si avvalgono dei propri analisti interni che applicano, nella valutazione del rischio, i criteri a cui l'istituto s'ispira. Con l'ingresso nel mercato di investitori non bancari è aumentata la necessità di un giudizio esterno sulla qualità del rischio.

Si può ragionevolmente prevedere che l'importanza del *rating* sul mercato europeo è destinata ad aumentare considerevolmente.

1) *Determinazione del prezzo*

I prezzi delle CP americane sono sempre basati su tassi di interesse assoluti, determinati *ab origine* senza alcun riferimento a parametri di riferimento esterni.

Nell'euromercato, invece, le emissioni sono generalmente legate ad un margine al di sopra o al disotto del *Libor*.

Tale situazione è ancora una volta da ricondurre alle origini dell'euromercato che tuttora conserva le caratteristiche di un mercato rivolto alle banche.

Alcune categorie di emittenti ed in particolare i *sovereigns*, però, sono in un certo qual modo legate all'andamento dei *Treasury Bills* americani. Quando, infatti, la forbice tra i tassi dei titoli di Stato americani e i tassi dell'eurodollaro aumenta, le CP emesse da *sovereigns* tendono ad avere margini più ampi al di sotto del *Libor*; quando la forbice si restringe avviene il contrario. In altre parole alcune sezioni dell'euromercato, pur essendo tecnicamente legate al *Libor*, seguono l'andamento di diversi mercati. Alla luce del minor peso che le banche sono destinate ad avere tra gli investitori nell'euromercato è ipotizzabile che in futuro ci si distacchi gradatamente dal *Libor* per assumere una maggior autonomia nel meccanismo di determinazione dei prezzi. La Banca di Inghilterra, per esempio, ha introdotto nel 1987 un indice chiamato BOECI (*Bank of England Composite Index*) nel tentativo, per ora non riuscito, di creare un parametro di riferimento diverso dal *Libor*. Il BOECI viene quotato ogni giorno alle ore 16 ed è costituito dalla media dei tassi di interesse applicati alle ECP con *rating* A1/P1 emesse da soggetti non bancari.

ASPETTI VALUTARI E FISCALI

La recente liberalizzazione valutaria non pone limiti all'acquisto di CP da parte di residenti.

Dal punto di vista fiscale il *capital gain* (la differenza fra la somma percepita alla scadenza della CP e quella investita inizialmente) che l'investitore residente realizza (la CP viene normalmente venduta su base sconto) è senz'altro reddito di capitale (art. 41 dpr 22 dicembre 1986 n. 917) e concorre alla formazione della base imponibile.

Si tratta, quindi, di un reddito di capitale realizzato all'estero. L'art. 26 del dpr 29 settembre 1973 n. 600 regola le ipotesi in cui deve essere effettuata la ritenuta alla fonte da parte del soggetto residente tramite il quale il reddito di capitale viene corrisposto al residente.

La banca italiana è sostituito di imposta ed è obbligata ad effettuare la ritenuta solo nel caso in cui esista una specifica norma. Orbene, il terzo comma dell'art. 26 dpr n. 600 cit. stabilisce che la ritenuta alla fonte si applica soltanto sugli interessi, premi ed altri frutti corrisposti a depositanti e correntisti o derivanti da obbligazioni e titoli simili se sono dovuti da soggetti non residenti. In particolare sottolineiamo che il citato art. 26 non ha recepito la modifica subita dall'art. 41 cit. che ora considera specificamente tra i redditi di capitale anche la differenza tra la somma percepita alla scadenza e quella inizialmente investita. È quindi difficilmente sostenibile l'inserimento dei « capital gains » realizzati sulle CP tra gli « interessi, premi ed altri frutti ». Anche ammesso che fossero inquadrabili tra gli « altri frutti », questi non derivano da depositi, conti correnti o obbligazioni e titoli simili.

In altri termini, l'interpretazione letterale dell'art. 26 cit. porta alla non applicazione della ritenuta da parte della banca che eroga a residenti il « profitto » dell'investimento in CP emessa da non residenti.

Infine, è da ritenere che nemmeno l'ultimo comma dell'art. 26 cit. possa trovare applicazione nella fattispecie *de qua* in quanto si riferisce a redditi di capitale eventualmente « corrisposti » dalla banca (nel nostro caso, invece, la banca « intermedia » soltanto il pagamento).

Un'altra ipotesi di ritenuta alla fonte è prevista dagli artt. 5 e 8 della legge n. 649 del 1983 per i proventi derivanti da titoli in serie o di massa (diversi dalle azioni e dalle obbligazioni o titoli simili) emessi da non residenti e collocati in Italia.

Orbene, le modalità di emissione delle CP in precedenza descritte fanno sì che queste non siano assimilabili ai titoli in serie o di massa. Le CP, infatti, non sono emesse a fronte di una unica operazione collettiva di prestito, ma rappresentano operazioni specifiche e non sono oggetto di una vera e propria attività di collocamento in Italia.

BIBLIOGRAFIA

LOYD BANKSON, MICHAEL LEE, *Euronotes, RUFs, TRUFs, NIFs, SNIFs and Bonuses*, edito da Euromoney Publications Ltd. Londra, 1985.

RICHARD FELIX, *Commercial Paper*, edito da Euromoney Publication Ltd. Londra, 1987.

ROBERT MACCAULEY, LAUREN HARGRAVES, *Eurocommercial Paper and U.S. Commercial Paper: Converting Money Markets?*, edito da Federal Reserve Bank Quarterly Review, New York, 1987.

« International Financial Review », rivista settimanale edita da IFR Publishing Ltd, Londra.

APPENDICE A

DEFINIZIONE DEI RATINGS
ATTRIBUITI DA STANDARD AND POOR'S INC.
E DA MOODY'S INVESTOR SERVICE INC.

STANDARD & POOR'S COMMERCIAL PAPER RATING DEFINITIONS AND DEBT RATING DEFINITIONS

Commercial paper ratings

A Standard & Poor's commercial paper rating is a current assessment of the likelihood of timely payment of debt having an original maturity of no more than 365 days.

Ratings are graded into four categories, ranging from A for the highest quality obligations to D for the lowest. The four categories are as follows:

A: Issues assigned this highest rating are regarded as having the greatest capacity for timely payment. Issues in this category are delineated with the numbers 1, 2 and 3 to indicate the relative degree of safety.

A-1: This designation indicates that the degree of safety regarding timely payment is either overwhelming or very strong. Those issues determined to possess overwhelming safety characteristics will be denoted with a plus (+) sign designation.

A-2: Capacity for timely payment on issues with this designation is strong. However, the relative degree of safety is not as high as issues designated A-1.

A-3: Issues carrying this designation have a satisfactory capacity for timely payment. They are, however, somewhat more vulnerable to the adverse effects of changes in circumstances than obligations carrying the higher designations.

B: Issues rated B are regarded as having only an adequate capacity for timely payment. However, such capacity may be damaged by changing conditions or short-term adversities.

C: This rating is assigned to short-term debt obligations with doubtful capacity for payment.

D: This rating indicates that the issue is either in default or is expected to be in default upon maturity.

MOODY'S SHORT TERM RATINGS

Moody's short-term debt ratings are opinions if the ability of issuers to repay punctually senior debt obligations which have an original maturity not exceeding one year.

Moody's employs the following three designations, all judged to be investment grade, to indicate the relative repayment ability of rated issuers:

Prime-1

Issuers rated Prime-1 (or supporting institutions) have a superior ability for repayment of senior short-term debt obligations. Prime-1 repayment ability will often be evidenced by many of the following characteristics:

- Leading market positions in well-established industries.*
- High rates of return on funds employed.*
- Conservative capitalisation structure with moderate reliance of debt and ample asset protection.*
- Broad margins in earnings coverage of fixed financial charges and high internal cash generation.*
- Well-established access to a range of financial markets and assured sources of alternate liquidity.*

Prime-2

Issuers rated Prime-2 (or supporting institutions) have a strong ability for repayment of senior short-term debt obligations. This will normally be evidenced by many of the characteristics cited above but to a lesser degree. Earnings trends and coverage ratios, while sound, may be more subject to variation. Capitalisation characteristics, while still appropriate, may be more affected by external conditions. Ample alternate liquidity is maintained.

Prime-3

Issuers rated Prime-3 (or supporting institutions) have an acceptable ability for repayment of senior short-term obligations. The effect of industry characteristics and market composition may be more pronounced. Variability in earnings and profitability may result in changes in the level of debt protection measurements and may require relatively high financial leverage. Adequate alternate liquidity is maintained.

Not Prime

Issuers rated Not Prime do not fall within any of the Prime rating categories.

APPENDICE B

PROSPETTI DI *NOTES*
RISPETTIVAMENTE IN DOLLARI E STERLINE

FORM OF DEFINITIVE U.S. DOLLAR NOTE

PENTLAND GROUP PLC
 28 Drumsheugh Gardens, Edinburgh EH3 7RN
 (incorporated in Scotland with limited liability)

US\$500,000/US\$1,000,000

No. Issue Date 19

Maturity Date 19

For value received, Pentland Group plc (the "Issuer") promises to pay to the bearer on the above-mentioned Maturity Date the sum of US\$500,000/US\$1,000,000 (five hundred thousand/one million United States Dollars) upon presentation and surrender of this Note at the offices of National Westminster Bank PLC, Corporate and Institutional Banking, 3rd Floor, 1 Princes Street, London EC2P 2AH (the "Paying Agent"). Payment will be made by transfer to a United States Dollar account maintained by the bearer with a bank in New York City.

If the Maturity Date falls on a day which is not a Business Day, this Note shall, notwithstanding such stated Maturity Date, become due and payable on the next succeeding Business Day provided that if such succeeding Business Day is more than 365 days from the Issue Date this Note shall become due and payable on the immediately preceding Business Day which is not more than 365 days from the Issue Date. "Business Day" means any day except a Saturday, Sunday or other day on which commercial banks in New York City and London are authorised by law to close.

Such payment shall be made without set-off or counterclaim and free and clear of, and without deduction or withholding for or on account of, any taxes, levies, duties, charges, deductions or withholdings, of any nature now or hereafter imposed, levied, collected, withheld or assessed by or in the United Kingdom or any taxing authority thereof or therein and any jurisdiction through or from which the Issuer makes payment hereunder unless such withholding or deduction is required by law. In that event, the Issuer shall pay such additional amounts as would be necessary in order that the net amounts received by the bearer of this Note after such withholding or deduction shall equal the amount which would have been receivable hereunder in the absence of such withholding or deduction, except that no such additional amount shall be payable in respect of this Note:—

- (i) to, or to a third party on behalf of, a bearer of this Note who is subject to such taxes, levies, duties, charges, deductions or withholdings in respect of this Note by reason of his being connected with the relevant jurisdiction otherwise than merely by holding this Note; or
- (ii) if this Note is presented for payment by or on behalf of a bearer who has not made, but in respect of whom such deduction or withholding would not have been required had such bearer made, a declaration of non-residence or other similar claim for exemption; or
- (iii) if this Note is presented for payment more than 30 days after the Maturity Date (if the full amount due in respect of this Note is duly received by the Paying Agent on or prior to the Maturity Date), except to the extent that the bearer of this Note would have been entitled to such additional amount on presenting the same for payment on the thirtieth day after such Maturity Date.

The income element in respect of this Note for the income period from the Issue Date to the Maturity Date for the purpose of Section 57 of, and Schedule 4 to, the Income and Corporation Taxes Act 1988, is the difference between the face amount and the issue price hereof.

This Note shall not be validly issued unless authenticated by National Westminster Bank PLC, as Issue Agent.

This Note is governed by, and shall be construed in accordance with, the laws of England.

IN WITNESS whereof the Issuer has caused this Note to be duly signed manually at London on its behalf.

PENTLAND GROUP PLC

Authenticated by National Westminster Bank PLC as Issue Agent
 NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC

By: By:
 (Authorised Signatory) (Authorised Signatory)
 without recourse, warranty or liability

By:
 (Authorised Signatory)

By:
 (Authorised Signatory)

This Note has not been and will not be registered under the Securities Act of 1933 of the United States of America (the "Securities Act") and may not be offered, sold, resold or delivered directly or indirectly in the United States (which term as used in this Note means the United States of America (including the States and the District of Columbia), its territories and possessions and all other areas subject to its jurisdiction) or to any United States person which term as used in this Note means any citizen or resident of the United States, any corporation, partnership or other entity created or organised in or under the laws of the United States or any estate or trust that is subject to United States federal income taxation regardless of the source of its income, provided that for purposes of this paragraph such term shall not include a branch or agency of a US bank or insurance company that is operating outside the United States for valid business reasons as a locally regulated branch or agency engaged in the banking or insurance business and not solely for the purpose of investing in securities not registered under the Securities Act except in the limited circumstances described in the notice relating to the Notes that each purchaser of this Note is required to deliver to any purchaser from it of this Note.

COMMERCIAL PAPER E EURONOTES

FORM OF DEFINITIVE STERLING NOTE

Sterling commercial paper issued in accordance with regulations made under section 4 of the Banking Act 1987.

PENTLAND GROUP PLC
 28 Drumshuegh Gardens, Edinburgh EH3 7RN
 (incorporated in Scotland with limited liability)

£500,000/£1,000,000

No. Issue Date 19

Maturity Date 19

For value received, Pentland Group plc (the "Issuer") promises to pay to the bearer on the above-mentioned Maturity Date the sum of £500,000/£1,000,000 (five hundred thousand/one million pounds sterling) upon presentation and surrender of this Note (through the medium of an authorised institution under the Banking Act 1987), at the offices of National Westminster Bank PLC, Corporate and Institutional Banking, 3rd Floor, 1 Princes Street, London EC2P 2AH (the "Paying Agent") by transfer to a pounds sterling account maintained by the bearer with a bank in London.

If the Maturity Date falls on a day which is not a Business Day, this Note shall, notwithstanding such stated Maturity Date, become due and payable on the next succeeding Business Day provided that if such succeeding Business Day is more than 365 days from the Issue Date this Note shall become due and payable on the immediately preceding Business Day which is not more than 365 days from the Issue Date. "Business Day" means any day except a Saturday, Sunday or other day on which commercial banks in London are authorised by law to close.

Such payment shall be made without set-off or counterclaim and free and clear of, and without deduction or withholding for or on account of, any taxes, levies, duties, charges, deductions or withholdings, of any nature now or hereafter imposed, levied, collected, withheld or assessed by or in the United Kingdom or any taxing authority thereof or therein and any jurisdiction through or from which the Issuer makes payment hereunder unless such withholding or deduction is required by law. In that event the Issuer shall pay such additional amounts as would be necessary in order that the net amounts received by the bearer of this Note after such withholding or deduction shall equal the amount which would have been receivable hereunder in the absence of such withholding or deduction, except that no such additional amount shall be payable in respect of this Note:—

- (i) to, or to a third party on behalf of, a bearer of this Note who is subject to such taxes, levies, duties, charges, deductions or withholdings in respect of this Note by reason of his being connected with the relevant jurisdiction otherwise than merely by holding this Note; or
- (ii) if this Note is presented for payment by or on behalf of a bearer who has not made, but in respect of whom such deduction or withholding would not have been required had such bearer made, a declaration of non-residence or other similar claim for exemption; or
- (iii) if this Note is presented for payment more than 30 days after the Maturity Date (if the full amount due in respect of this Note is duly received by the Paying Agent on or prior to the Maturity Date), except to the extent that the bearer of this Note would have been entitled to such additional amount on presenting the same for payment on the thirtieth day after such Maturity Date.

The Issuer is not an authorised institution under the Banking Act 1987 and repayment of the principal in connection with this Note is not guaranteed.

As at the Issue Date the Issuer was in compliance with its obligations under the listing rules made pursuant to Section 142 (6) of the Financial Services Act 1986 in respect of its shares and/or debt securities listed on The International Stock Exchange of the United Kingdom and the Republic of Ireland Limited and since the last publication in compliance with those rules of information about it, the Issuer, having made all reasonable enquiries, has not become aware of any change in its circumstances which could reasonably be regarded as significantly and adversely affecting its ability to meet its obligations in respect of this Note as they fall due.

The income element in respect of this Note for the income period from the Issue Date to the Maturity Date for the purpose of Section 57 of, and Schedule 4 to, the Income and Corporation Taxes Act 1988, is the difference between the face amount and the issue price hereof.

This Note shall not be validly issued unless authenticated by National Westminster Bank PLC as Issue Agent.

This Note is governed by, and shall be construed in accordance with, the laws of England.

IN WITNESS whereof the Issuer has caused this Note to be duly signed manually at London on its behalf.

PENTLAND GROUP PLC

Authenticated by National Westminster Bank PLC as Issue Agent
 NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC

By:
 (Authorised Signatory)

By:
 (Authorised Signatory)

By:
 (Authorised Signatory)
 without recourse, warranty or liability

This Note has not been and will not be registered under the Securities Act of 1933 of the United States of America (the "Securities Act") and may not be offered, sold, resold or delivered directly or indirectly in the United States (which term as used in this Note means the United States of America (including the States and the District of Columbia), its territories and possessions and all other areas subject to its jurisdiction) or to any United States person which term as used in this Note means any citizen or resident of the United States, any corporation, partnership or other entity created or organised in or under the laws of the United States or any estate or trust that is subject to United States federal income taxation regardless of the source of its income, provided that for purposes of this paragraph such term shall not include a branch or agency of a US bank or insurance company that is operating outside the United States for valid business reasons as a locally regulated branch or agency engaged in the banking or insurance business and not solely for the purpose of investing in securities not registered under the Securities Act except in the limited circumstances described in the notice relating to the Notes that each purchaser of this Note is required to deliver to any purchaser from it of this Note.