

# RATING & RISCHIO NEL PORTAFOGLIO

**Come suddividere il proprio investimento obbligazionario in ragione della personale accettazione dei potenziali rischi. Le valutazioni di affidabilità delle emissioni governative e societarie da parte delle agenzie specializzate. Il principio della diversificazione: quanti titoli diversi a seconda dell'ammontare complessivo investito**

## Focus

■ Con una valutazione che va dalla tripla A (il massimo) alla D (il minimo) le cosiddette agenzie di rating giudicano in continuazione la capacità di Stati e aziende di rispettare gli impegni quando emettono prestiti obbligazionari. Per l'investitore il rating AAA significa garanzia altissima che l'obbligazione verrà rimborsata, mentre D indica un rischio elevatissimo e segnala un debitore sull'orlo del fallimento.

■ I giudizi su un debitore (e quindi sui titoli che ha emesso) possono essere modificati nel tempo, come è successo a molte banche e addirittura a molti Stati durante la recente crisi finanziaria. Bisogna quindi, dopo aver sottoscritto o comprato sul mercato delle obbligazioni, tenere sempre sotto controllo il rating.

■ La scelta dei titoli per un portafoglio obbligazionario, al di là del principio irrinunciabile della diversificazione, deve tener conto della propensione al rischio dell'investitore.

### ■ di Angelo Drusiani

In un mondo popolato di graduatorie non fa eccezione il sistema finanziario, dove agli strumenti azionari, obbligazionari e valutari viene attribuito un valore non solo di mercato, ma, in particolare per i titoli di debito, anche un grado di affidabilità. Le agenzie di rating, specializzate nella valutazione delle aziende, delle loro prospettive, della loro capacità di rispettare gli impegni, emettono continuamente valutazioni ed esprimono giudizi sulle obbligazioni in emissione o già in circolazione, utilizzando le prime quattro lettere dell'alfabeto quali voti, per determinare, anche in questo caso, una classifica.

### VOTI IN PAGELLA

La classifica piazza al primo posto gli strumenti assegnatari della tripla A e all'ultimo i prodotti finanziari cui viene attribuita la lettera D. Nel primo caso, l'emissione obbligazionaria è considerata portatrice di un livello di garanzia molto alto, mentre nel secondo, all'opposto, è ritenuta sull'orlo del fallimento. Oggetto dei giudizi delle agenzie di rating sono sia i prestiti societari, sia i titoli di Stato. Le emissioni governative sono collocate, mediamente, per importi pari ad un controvalore di 15 - 20 miliardi di euro. I titoli societari faticano a superare il miliardo di euro, ma, in compenso, offrono, molto spes-

so, caratteristiche molto varie. Le stesse, peraltro, che, in alcuni casi, possono produrre danni importanti, dei quali s'è avuto un chiaro esempio, a partire dal 2007, con effetti pesantissimi sui mercati finanziari. Le agenzie di rating, una volta assegnato il grado di affidabilità ad un emittente o ad un'emissione particolare, non hanno concluso il loro compito, perché le prospettive delle aziende o degli Stati possono mutare continuamente. Le agenzie stesse, di conseguenza, intervengono, esprimendo nuove valutazioni, che, in tempi anche rapidi, potrebbero migliorare o peggiorare il giudizio d'affidabilità iniziale. Non è infrequente assistere ad operazioni di incremento del rating, "upgrading", o di riduzione dello stesso, "downgrading", che hanno per oggetto soprattutto le società, ma che, generalmente, producono effetti molto più rilevanti, se riferite a debitori governativi. Da inizio 2009, il grado d'affidabilità attribuito a Irlanda e Spagna è stato ridotto dal massimo giudizio, tripla A, a doppia A più, valore di un solo grado inferiore, rispetto a quello precedente. L'Irlanda ha pagato la crisi del sistema bancario, che s'è manifestata in forma molto più aggressiva che altrove. La Spagna ha subito le difficoltà del settore immobiliare. È del 30 marzo la decisione di Standard & Poor's di ridurre il rating irlandese, mentre è del 19 gennaio l'intervento sul-

l'affidabilità della Spagna. In ambedue i casi, si tratta di operazioni effettuate nel 2009. Come nel 2009 è la decisione di assegnare il rating singola A meno alle emissioni del Governo greco, che, fino al 15 gennaio scorso, era assegnataro di un grado appena superiore, singola A, e singola A più a quelle portoghesi, dal 21 gennaio, sceso, anche in questo caso, di un grado, doppia A meno.

### USA E GRAN BRETAGNA MANTENGONO LA TRIPLA A

Mancano due debitori importanti, nel novero degli emittenti declassati, Stati Uniti e Regno Unito. Ai paesi anglosassoni più rappresentativi è attribuito il massimo grado di affidabilità, tripla A. La tempesta finanziaria che ha colpito una parte del sistema bancario non è bastata a mutare la considerazione nei confronti di due fra le più importanti economie mondiali, da parte delle società specializzate nell'emettere giudizi. Il rating massimo, messo in discussione da voci di mercato, più volte, negli ultimi mesi, caratterizza ancora le emissioni di Washington e Londra. In questi due casi, forse, ha trionfato la politica, perché non è semplice "penalizzare" i prestiti di due simili potenze, mentre lo è stato per altri paesi, in particolare quelli citati sopra.

#### EVOLUZIONE RATING TESORO ITALIA DA INIZIO SECOLO

01-02-1999 AA

07-07-2004 AA-

19-10-2006 A+

ATTUALE A+

Quale strategia dovrebbe attuare l'investitore, facendo riferimento al rating attribuito ai vari strumenti finanziari? In primis, egli deve valutare la personale propensione al rischio, e, in un secondo tempo, l'ottica temporale da assegnare al portafoglio titoli da costruire. Quest'ultima è particolarmente importante, perché, spesso, coesistono obbligazioni ad alto rendimento, ma con modesto grado di liquidità. Titoli che, all'atto pratico, sarebbe opportuno acquistare, immettere

## La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
<b>Investment Grade Superiore</b>		
AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA
AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO
AA	AA2	
AA-	AA3	
A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A	A2	
A-	A3	
<b>Investment Grade Inferiore</b>		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>		
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
B	B2	
B-	B3	
CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI
CCC	CAA	
CCC-		
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

in portafoglio e ivi mantenerveli, fino alla naturale scadenza. Un ricorso al mercato, per vendere un'emissione poco liquida, potrebbe riservare sgradite sorprese, sia perché si rischierebbe di non trovare compratori, sia perché si potrebbe trovarli, ma con offerte a prezzi molto bassi. Situazione, questa, che sfavorisce il venditore in misura rilevante. Se, al contrario, le emissioni che propongono la redditività più elevata, ma che, nel contempo, sono state collocate per valori nominali modesti, resteranno in portafoglio fino alla naturale scadenza, il risparmiatore godrà dei frutti prodotti dell'investimento a suo tempo effettuato. Al di là di questa differenziazione, peraltro importante, è consigliabile desti-

nare ai titoli obbligazionari meno liquidi una quota non elevata del portafoglio personale. Se pure si opta per un investimento a medio o lungo periodo, nella convinzione che non si avrà necessità di utilizzare la somma depositata, vi possono essere circostanze che inducano ad una diversa strategia. L'acquisto di un immobile è l'esempio più ricorrente, che può costringere l'investitore a rivedere in tutto o in parte le proprie convinzioni. Una volta fissati questi due importanti criteri, la strategia dell'investitore può prendere corpo e, con essa, la definizione dei pesi da assegnare agli strumenti obbligazionari, a seconda del grado di affidabilità loro attribuito dalle agenzie di rating.

## LUGLIO/AGOSTO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 17-06-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
EU000A0T74M4	COMUNITÀ EUROPEA	3,25	07-11-14	AAA	99,27	3,40	1
XS0217360824	RABOBANK NEDERLAND	1,525	28-07-15	AA+	93,28	2,56	2
XS0414313691	TOTAL CAPITAL	3,50	27-02-14	AA	101,51	3,15	3
XS0331141332	ENI	4,75	14-11-17	AA-	102,21	4,43	4
XS0192595873	REPUBBLICA SLOVACCA	4,50	20-05-14	A+	101,64	4,12	5
XS0427020309	REPUBBLICA CECA	4,50	05-11-14	A	99,83	4,54	6
XS0162316490	POLONIA	4,50	05-02-13	A-	99,38	4,64	7
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM FINANCE	4,00	19-01-15	BBB +	98,46	4,31	8
XS0190291582	CROAZIA	5,00	15-04-14	BBB	95,07	6,21	9
XS0161667315	REPUBBLICA D'UNGHERIA	4,50	06-02-13	BBB -	94,82	6,13	10
XS0171638330	ROMANIA	5,75	02-07-10	BB+	101,60	4,12	11
XS0254095663	LOTTOMATICA	8,25	31-03-66	BB	83,88	8,78	12
XS0146556385	TELE DANMARK	6,50	19-04-12	BB-	100,09	6,45	13
XS0248696873	KAZKCOMMERTS INTERNATIONAL	5,125	23-03-11	B+	64,96	35,02	14
XS0237431837	TUI	5,125	10-12-12	B	63,81	20,12	15
DE000A0DAKG8	GOVERNO DELLA GIAMAICA	11,00	27-07-12	B-	97,45	12,01	16

**NB. Quota minima sottoscrivibile 50mila euro: titoli adatti a portafogli con importo di almeno 2milioni di euro.**

### Capire lettere e numeri

NELLA TABELLA: LA SCALA DEL RATING, OVVERO LE VALUTAZIONI CON LE QUALI LE AGENZIE SPECIALIZZATE MISURANO L'AFFIDABILITÀ DI CHI EMETTE OBBLIGAZIONI, E UNA SERIE DI TITOLI DI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- |   |  |
|---|--|
| 1 ■ ENTE REGIONALE  | 10 ■ EMITTENTE PUBBLICO  |
| 2 ■ BANCA COMMERCIALE OLANDESE. CEDOLA VARIABILE INDICIZZATA AL TASSO EURIBOR 3 MESI + 12,5. 28-7-2010: OPZIONE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 62,5. QUOTA MINIMA 50MILA EURO | 11 ■ EMITTENTE PUBBLICO  |
| 3 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA FRANCESE  | 12 ■ SOCIETÀ ITALIANA CHE GESTISCE LOTTERIE E SIMILI. 31-3-2016: OPZIONE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 5,05 PUNTI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO |
| 4 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA ITALIANA  | 13 ■ SOCIETÀ TELEFONICA DANESE   |
| 5 ■ EMITTENTE PUBBLICO  | 14 ■ BANCA COMMERCIALE OLANDESE. QUOTA MINIMA 50MILA EURO  |
| 6 ■ EMITTENTE PUBBLICO  | 15 ■ SOCIETÀ TEDESCA CHE FORNISCE SERVIZI VACANZIERI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO   |
| 7 ■ EMITTENTE PUBBLICO  | 16 ■ EMITTENTE PUBBLICO  |
| 8 ■ SOCIETÀ TELEFONICA TEDESCA  |  |
| 9 ■ EMITTENTE PUBBLICO  |  |

### RATING: COME SUDDIVIDERE IL PORTAFOGLIO

	PROPENSIONE AL RISCHIO	ELEVATA	MODERATA	BASSA
RATING TITOLO OBBLIGAZIONARIO				
ELEVATO		20%	40%	70%
MEDIO		55%	45%	25%
BASSO		25%	15%	5%

Se la propensione al rischio è alta il portafoglio avrà il 25% di strumenti con bassa affidabilità.

### RATING: DAL PIU' ALTO AL PIU' BASSO

TIPO RATING	ELEVATO	MEDIO	BASSO
	AAA	BBB+	B+
	AA+	BBB	B
	AA	BBB-	B-
	AA-	BB+	CCC-
	A+	BB	CCC
	A	BB-	CCC-
	A-		CC
			CC
			D

#### RISCHIO & STRATEGIA

Se la propensione al rischio è alta, il portafoglio potrebbe essere destinato a strumenti con basso grado di affidabilità, nella misura percentuale del 25%, che sale al 55%, per gli strumenti con rating di medio livello, e scende al 20%, per le obbligazioni con rating massimo, tripla A. Nel caso di propensione al rischio moderata, il peso dei titoli a basso grado di affidabilità dovrebbe attestarsi al 15%, mentre potrebbe essere del 45% quello riservato alle emissioni con rating di medio livello ed essere fissata al 40% la quota di strumenti con la massima affidabilità. Se l'investitore è molto prudente e non ama accollarsi rischi, trionferà la parte destinata alla parte superiore della classifica, fino al 70% del patrimonio, e sarà modestissima quella destinata alla parte inferiore della classifica stessa, 5%. La percentuale rimanente, 25% sarà riservata alle emissioni a media rischiosità. La tabella riassuntiva sarà quella in alto in questa pagina.

Nella scelta degli strumenti da immettere in portafoglio, chi ha una forte propensione al rischio, è solito preferire le obbligazioni delle società, anche se, a volte, il loro grado di liquidità, a parità di rating, è inferiore, rispetto a quello che caratterizza i titoli governativi. La

ragione della strategia va ricercata nel più elevato rendimento teorico che offrono i titoli emessi da società. Il risparmiatore che non ama i rischi e che s'accontenta anche di un portafoglio a redditività modesta, darà vita ad una composizione monotematica, con la presenza esclusiva di emissioni governative, pur suddivise tra Stati diversi. Il numero di emissioni da immettere nel portafoglio è condizionato non solo dalla propensione al rischio del risparmiatore, ma anche dalla consistenza dello stesso portafoglio. Se la dimensione è di 100 mila euro, il numero massimo di strumenti obbligazionari da acquistare potrebbe essere compreso fra 5, se si tratta solo di titoli governativi, e 10, se si scelgono anche emissioni societarie. Se si passa ad un milione di euro, si va da 7 a circa 20, nel caso di compresenza di titoli di Stato e obbligazioni di società.

Maggiore è il numero degli strumenti presenti nel portafoglio e maggiore è, probabilmente, sia il costo per le commissioni d'acquisto, sia i diritti di custodia, ambedue applicati dall'intermediario. Ma la diversificazione dei prodotti finanziari è irrinunciabile, anche se i costi complessivi della gestione del portafoglio risulteranno in parte superiori. ■

// Se la dimensione è di 100 mila euro, il numero massimo di strumenti obbligazionari da acquistare potrebbe essere compreso tra 5, se si tratta di titoli governativi, e 10, se si scelgono anche emissioni societarie. Se si passa a un milione di euro, si va da 7 a circa 20 //

**L'EMISSIONE DEL MESE**

**Angelo Drusiani**

Analisi di un bond a larga diffusione acquistabile sul mercato dagli investitori privati. Valutazione dei rischi e indicazioni operative

# ACCIAIO TEDESCCO DA 5,90% NETTO

**Quadriennale 6,75% lordo**

**THYSSENKRUPP FINANCE 6,75%  
25 FEBBRAIO 2013**

RATING S&P	BBB
QUANTITÀ EMessa COMPLESSIVA	1 MILIARDO
MONETA D'EMISSIONE	€URO
CODICE ISIN	DE000AOT61K1
PAGAMENTO CEDOLA	25 FEBBRAIO
PREZZO D'EMISSIONE AL PUBBLICO	99,491
DATA DI REGOLAMENTO IN COLLOCAMENTO	25 FEBBRAIO 2009
RENDIMENTO LORDO IN EMISSIONE	6,90%
DIFF. DI RENDIMENTO SU BUND 3,50% 12-4-2013	4,93 PUNTI
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	1.000 EURO

L'emissione dell'azienda specializzata nella produzione di acciaio è relativamente recente, febbraio scorso; e, come si verifica in questi casi, l'acquisto sul mercato secondario è soggetto alla consegna del prospetto di collocamento da parte dell'intermediario all'investitore. Superato l'aspetto burocratico, tutt'altro che trascurabile, il risparmiatore avrà a propria disposizione uno strumento che offre un rendimento lordo teorico superiore al 6%, un livello che soddisfa particolarmente i cassetisti. Il flusso cedolare con frequenza annuale è del 6,75%, pari al 5,91% netto circa. Si tratta di un introito di liquidità che, per un'obbligazione con durata quadriennale, rappresenta una vera rarità. Il grado di affidabilità attribuito al debitore, tripla B, lo costringe a costi di raccolta mediamente alti ma, al tempo stesso, non v'è dubbio che per il mercato simili proposte siano particolarmente appetibili.

**ALTA REDDITIVITÀ TEORICA**

La redditività teorica dell'emissione di ThyssenKrupp supera il rendimento offerto da un titolo governativo tedesco con pari scadenza di quasi 5 punti. L'attività sul mercato secondario è abbastanza intensa, perché numerosi sono gli operatori interessati a proporre prezzi d'acquisto o di vendita: il valore nominale collocato è importante e tale da sopporre che, anche in futuro, le compravendite quotidiane si manterranno su valori molto alti.

Non è frequente assistere a collocamenti per importi rilevanti, come in questo caso, ed è pure poco frequente che l'azienda tedesca si presenti sul mercato per raccogliere liquidità. Una simile situazione induce gli investitori a rivolgersi al mercato con entusiasmo, com'è accaduto per l'emissione ThyssenKrupp, pur avendo ben presente che il livello complessivo di rischiosità s'attesta ad un valore di poco superiore al 20%. Il dato è condizionato in particolare dalla possibile evoluzione dei tassi di mercato che, nell'arco dei prossimi quattro anni, potrebbero risentire negativamente di un incremento della dinamica inflazionistica.

Le percentuali consigliate per il risparmiatore prudente, dal 2,5% a 5 per cento, non esporrebbero comunque il patrimonio a cadute rilevanti, mentre consentirebbero all'investitore di beneficiare di flussi per interessi in entrata molto interessanti. ■

**Valutazione rischi di INVESTIRE**

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	30
RISCHIO EMITTENTE	20
RISCHIO LIQUIDITÀ	17,5
RISCHIO CAMBIO	0

**VALUTAZIONE MEDIA  
SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 16,875**

VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 22,5

**Quota consigliata in portafoglio**

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	10,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	5,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	2,50%