

## OBBLIGAZIONI

## IL GRADO DI AFFIDABILITÀ

# COME GUARDARE AI RATING

■ di Angelo Drusiani

IN FORMA NARRATIVA, QUASI UN PICCOLO RACCONTO, ECCO UN'UTILE APPROFONDIMENTO SUI RATING DELLE OBBLIGAZIONI, SUL LORO SIGNIFICATO E SULLA LORO IMPORTANZA PER L'INVESTITORE.

«**M**olto spesso», conclude l'insegnante, «si tende ad investire il proprio denaro, solo in funzione del rendimento che si presume si otterrà, alla scadenza. Ci si dimentica, purtroppo, che altri aspetti andrebbero valutati. Il primo: perché il debitore paga un tasso d'interesse, mentre un debitore diverso ne paga uno superiore o un altro ancora inferiore?» Non aveva finito di porre il quesito, non agli alunni, ma a se stesso, per la verità, perché avrebbe voluto proseguire nell'elencazione degli aspetti

**Che cos'è, come viene dato e quanto è importante il giudizio delle agenzie specializzate sulla capacità degli emittenti di restituire i prestiti. Con tre portafogli-tipo per diversi gradi di tolleranza del rischio**

## Focus

■ Il rating è il voto che alcune agenzie specializzate danno a Paesi e società dopo averne valutato bilanci e prospettive. Questi voto misura in pratica l'affidabilità del debitore.

■ Più il rating è basso, più l'emittente deve pagare interessi più alti per compensare il maggiore rischio.

■ E' consigliabile inserire anche obbligazioni societarie a basso rating in un portafoglio di investimenti? Certamente sì, anche se a questo tipo di titoli andrebbe destinata una quota massima tra il 12,5 e il 17,5% del totale, a seconda di quanto si ama il rischio.

■ In ogni caso occorre sempre diversificare: scegliendo titoli non soltanto di società diverse, ma anche di settori produttivi diversi

## 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
A	A2	DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A-	A3	
<b>Investment Grade Inferiore</b>		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE
BBB	BAA2	AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
BB	BA2	AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>		
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
B	B2	AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
B-	B3	
CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ
CCC	CAA	DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI
CCC-		
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

evocati, che venne bruscamente interrotto: «Lo impone il mercato, il tasso di sconto, i rendimenti in essere al momento del collocamento». Fu Carlo a parlare, e lo fece concitatamente, appassionato com'era della materia, ma, soprattutto, buon conoscitore del mondo della finanza, cui il nonno lo aveva gradualmente introdotto. «Certo», rispose l'insegnante, «ma non basta. O, meglio, che significa lo impone il mercato?» «Che se un debitore emette un'obbligazione, dovrà farlo in funzione dei tassi d'interesse praticati dal mercato?» Carlo era soddisfatto della risposta, ma fu incalzato dall'insegnante: «Se così fosse, tutti gli emittenti pagherebbero lo stesso tasso d'interesse. Dove sarebbe la concorrenza fra di loro?». Per quanto agguerrito, l'alunno si trovò a disagio. Non ricordava, in quel momento, per-

## 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) BANCA REGIONALE IRLANDESE
- 2) SOCIETA' CEMENTIFERA SVIZZERA
- 3) SOCIETA' TV GRECA  
CALL A 103,625 DA 15-2-2010
- 4) SOCIETA' OTTICA TEDESCA  
CALL A 103,938 DA 15-11-2007
- 5) MINIMO 50MILA EURO  
CALL A 105,375 DA 15-8-2008

## OTTOBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0161229710	NESTLE'	3,500	11-02-2008	AAA	102,53	2,42	
XS0135809878	HELABA INTERNATIONAL	4,500	25-09-2006	AA+	102,33	2,26	(1)
XS0165544130	SHELL FINANCE	3,250	15-12-2008	AA	102,34	2,50	
XS0094758181	SIEMENS FINANCE	5,500	12-03-2007	AA-	104,67	2,33	
XS0163767105	DANONE FINANCE	3,375	5-03-2008	A+	101,99	2,54	
DE0009279034	DEUTSCHE POST	4,250	4-10-2007	A	103,59	2,46	
XS0217817112	DEUTSCHE TELEKOM	3,000	22-04-2009	A-	100,66	2,81	
XS0170227093	HOLCIM FINANCE	4,375	23-06-2010	BBB+	105,29	3,17	(2)
FR0010160929	VIVENDI UNIVERSAL	3,875	15-02-2012	BBB	101,93	3,53	
XS0214238239	THYSSENKRUPP	4,375	18-03-2015	BBB-	102,20	4,09	
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,750	12-01-2009	BB+	99,07	6,05	
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,250	3-07-2013	BB	88,75	9,30	
XS0145659651	REPUBBLICA DEL BRASILE	11,500	2-04-2009	BB-	120,30	5,13	
XS0212731631	ANTENNA TV	7,250	15-02-2015	B+	102,50	6,82	(3)
XS0178552716	JENOPTIK	7,000	28-06-2011	B	104,25	6,12	(4)
XS0197866170	MAGYAR TELECOM	10,750	15-08-2012	B-	118,50	5,57	(5)

# OBBLIGAZIONI

## IL GRADO DI AFFIDABILITÀ

ché vi fossero differenze tra un titolo obbligazionario e un altro, perché, in pratica, alcuni di questi strumenti offrirono rendimenti superiori ad altri. E pensare che era passato poco tempo dal giorno in cui un'importante agenzia di rating comunicò di avere messo sotto esame il grado d'affidabilità dell'Italia, lasciando trasparire la possibilità che esso potesse venire ridotto. Ma Carlo era in vacanza, perché, ad inizio agosto, se ne andava in giro per l'Europa, per valutare se davvero l'Italia fosse il Bel Paese e se davvero fosse il Paese in cui si vivesse meglio. Non lo aveva ancora deciso: mancavano ancora troppe nazioni da visitare, per esprimere un giudizio definitivo! «E' il grado d'affidabilità, la capacità del debitore di onorare gli impegni assunti, a determinare il livello del tasso da pagare al mercato».

### RATING, IL VOTO DOPO L'ESAME

Alle parole dell'insegnante, Carlo batté un pugno sul banco. «Il rating! Quante volte, nonno me n'ha parlato! E io me lo sono dimenticato! Che figura!», pensò, furioso, fra sé, il ragazzo. «Non so quanti di voi!», proseguì l'insegnante, «abbiano avuto modo di leggere sui quotidiani o d'aver udito nella lettura dei telegiornali o dei giornali radio che un'importante agenzia ha deciso, nel pieno dell'estate, di mettere sotto esame l'affidabilità dell'emittente pubblico italiano, con un outlook, con una prospettiva, negativa. Nel senso che potrebbe anche essere ridotto, se l'esame stesso darà riscontri poco brillanti». Silenzio in aula: evidentemente, tutti erano impegnati a vivere le vacanze nel migliore dei modi, dimenticando la finanza ed i suoi addentellati, nonostante fossero tutti iscritti ad un master di specializzazione in questa materia. «Bene, anzi male!», esclamò l'insegnante.

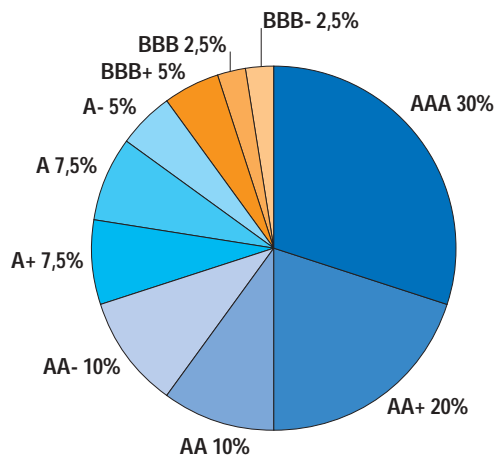
### DAI BILANCI ALLA PAGELLA

«Un'ottima ragione, per spiegarvi, nel dettaglio, il rating, la sua origine, il suo percorso, i suoi effetti sui prezzi di mercato degli strumenti finanziari cui fa riferimento. Ogni azienda pri-

### Tre portafogli-tipo in base ai rating

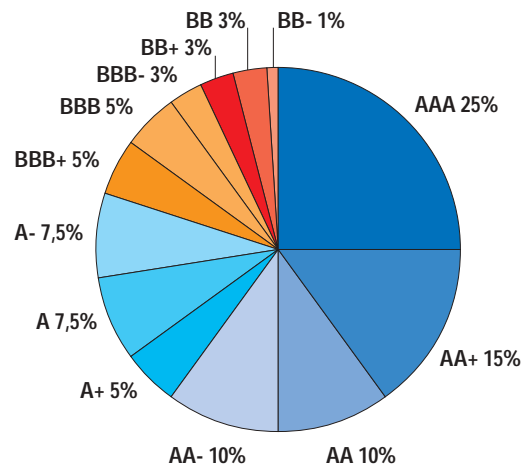
#### Basso Rischio

E' evidente l'assoluta prevalenza di emissioni ad altissimo o alto rating



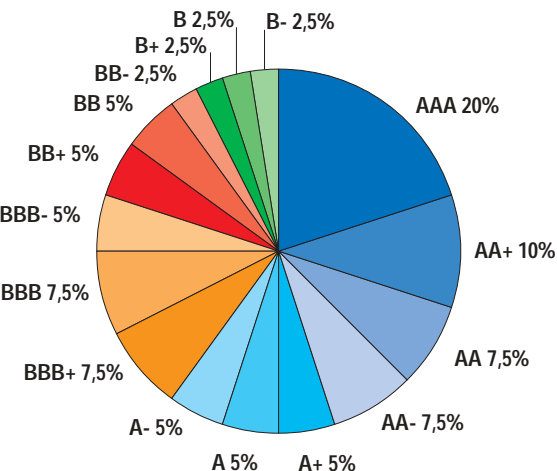
#### Medio Rischio

Anche se i titoli supersicuri prevalgono ampiamente, aumenta la quota di lettere "B"



#### Alto Rischio

Qui la ricerca di maggiore rendimento allarga la quota di titoli con gradi di affidabilità minori, fino a B-



**“ Le agenzie di rating sono attente alle evoluzioni aziendali e ne valutano di conseguenza le prospettive, riservandosi la possibilità sia di incrementare il grado di affidabilità a suo tempo assegnato, sia di ridurlo ”**

vata e ogni ministero del Tesoro presentano un bilancio consuntivo ed uno preventivo, dai quali è possibile dedurre il livello d'indebitamento complessivo e le possibili prospettive, dalle quali ricavare, indirettamente, se il debito stesso possa venire ridotto e se la potenzialità di crescita dell'azienda o di introiti del ministero offrano loro la capacità di fronteggiare gli impegni assunti. Maggiore è il debito complessivo e maggiori saranno i costi a carico del debitore, per finanziare il debito stesso. Ma se il fatturato dell'azienda aumenta o se la crescita del prodotto lordo del Paese è soddisfacente, non solo il debitore può far fronte ai propri impegni, ma può, gradualmente, ridurre il cosiddetto stock di debito. L'incremento del fatturato e la crescita del prodotto lordo contribuiscono a far aumentare la liquidità a disposizione del debitore, che, in parte, potrà essere destinata a nuovi investimenti, ma, in parte, a diminuire proprio lo stock di debito accumulato nel tempo.

### **LE AGENZIE SPECIALIZZATE**

Sia le società, sia gli Stati hanno una storia diversa, tra di loro. Differenza che si trasferisce direttamente nei loro bilanci e nelle loro prospettive. In questi ambiti, si muovono le agenzie specializzate nel valutare il grado d'affidabilità: esse hanno il compito di analizzare gli uni e le altre, e, dopo approfondite valutazioni, esprimono un giudizio. Danno, in pratica, un voto al debitore. Un voto non in decimi, in trentesimi o in centodecimi, ma in lettere dell'alfabeto. Ne utilizzano solo quattro, le prime, attribuendo loro un valore decrescente, partendo dalla lettera A. Non esistono solo quattro voti, ma molti di più: per fare sì che siano utilizzate solo quattro lettere, esse vengono raggruppate fra di loro, prima a gruppi di tre, poi di due, poi singolarmente. Il voto massimo è una tripla A. Il più basso è una D, che viene assegnato ad uno strumento, il cui debitore non rispetti l'impegno di pagare le cedole o di restituire, alla scadenza, il capitale preso a prestito. E' questo il solo caso in cui le agenzie emettono un giudizio a posteriori. Tutte le altre valutazioni, anche le più

basse, all'atto dell'emissione, quali singola C, possono venire assegnate, sia all'atto del collocamento dello strumento, sia durante la sua vita».

Che gli studenti avessero seguito con attenzione, ma anche con qualche perplessità, emerse dalla domanda di uno di loro: «Ma qual è l'esatta funzione del rating: determinare il tasso d'indebitamento dell'emittente di obbligazioni, o fornire una sorta di garanzia al sottoscrittore?». «Dal punto di vista pratico, è la prima, fornire un'indicazione, circa il tasso d'interesse che le società dovranno offrire al mercato, perché questi sia disposto a sottoscrivere i loro strumenti obbligazionari. Dal punto di vista psicologico, all'investitore interessa sapere quale sia il livello di affidabilità dell'emittente, secondo le agenzie di rating.

### **NESSUNA GARANZIA**

Ma di garanzie non ve ne sono, se non quelle offerte dalla capacità del debitore di fronteggiare i propri debiti. E' infatti la solvibilità della società o dello Stato emittente a fornire garanzie a chi investe negli strumenti da loro emessi. Una solvibilità, si tenga ben presente, che può variare, nel corso della vita del prestito collocato. Il debitore ha una propria vita economica, che può attraversare momenti più favorevoli ed altri meno. Situazioni, queste, che interessano da vicino l'attività delle agenzie di rating: esse sono attente alle evoluzioni aziendali e ne valutano di conseguenza le prospettive, riservandosi la possibilità sia di incrementare il grado d'affidabilità a suo tempo assegnato, sia di ridurlo.

### **ANCHE LE AGENZIE SBAGLIANO**

Naturalmente, non sempre gli interventi e i giudizi delle stesse agenzie sono tempestivi o vanno nel senso giusto. La non accessibilità a dati importanti che caratterizzano l'attività del debitore o un'interpretazione delle sue prospettive migliore di quella che poi si realizzeranno, possono condurre verso un'indicazione di rating superiore a quello che, in realtà, avrebbe dovuto essere?». «Si riferi-

# OBBLIGAZIONI

## IL GRADO DI AFFIDABILITÀ

### Da sapere

#### ■ **Profilo di rischio**

Termine con il quale si indica il grado di propensione al rischio dell'investitore. Ha un profilo di rischio alto chi aspira a rendimenti alti nel lungo termine, accettando la possibilità di accusare nel breve termine perdite in conto capitale. Al contrario ha un profilo di rischio basso l'investitore che tende a difendere sempre il capitale accettando di rinunciare alla possibilità di guadagnare di più nel medio-lungo termine.

#### ■ **Rischio/rendimento**

In un investimento finanziario è il rapporto esistente tra il rischio del portafoglio (variabilità del valore nel tempo) e il rendimento. Quest'ultimo può essere calcolato come guadagno potenziale atteso oppure come rendimento effettivo corrente o finale.

sce ai recenti casi italiani, Cirio e Parmalat?», chiesero, a più voci, gli studenti. «Non solo, ma pure al 1998, anno che segnò forti difficoltà per la Russia, in materia di pagamenti degli interessi e della restituzione di alcuni debiti contratti, pochi per la verità. In quell'anno, anche le cosiddette Tigri asiatiche, i paesi più aggressivi dell'Estremo Oriente, Malesia, Taiwan, Sud Corea, fra i più esposti, subirono una forte crisi finanziaria, che le agenzie non avevano previsto, dal momento che, solo pochi mesi prima che si verificasse detta crisi, avevano confermato il livello dei voti ai loro titoli pubblici, quasi tutti superiori ad A. E' la conferma che attribuire giudizi sui debitori emittenti di obbligazioni rappresenta un compito molto arduo e che può accadere che, in talune situazioni, tali giudizi possano risultare non corretti».

#### **RATING GIÙ? RENDIMENTI SU**

«Che cosa accadrebbe, in caso di una diminuzione del grado d'affidabilità?», domandarono più studenti. «Semplice e complessa, al tempo stesso, la risposta. In teoria, chi diviene assegnatario di un rating inferiore, dovrebbe pagare rendimenti più elevati. In pratica, se il nuovo rating è immediatamente successivo a quello precedente, di effetti sui prezzi non se ne verificano, se non in misura molto marginale e solo in un arco temporale molto limitato. Solo un calo consistente, che dovesse portare, ad esempio, il grado d'affidabilità del Tesoro italiano sotto il livello A, potrebbe incidere direttamente sulle quotazioni di mercato. Ipotesi, per ora, non all'orizzonte». «Se scende il rating, i titoli italiani diverrebbero più appetibili, per gli investitori internazionali?», chiese Carlo. «Sì, assolutamente sì. Il rischio Italia resta pur sempre un rischio molto contenuto. Sì, le emissioni del nostro Tesoro pagheranno un rendimento di poco superiore a quello degli analoghi titoli tedeschi o francesi, ma il differenziale è di 20-25 centesimi di punto. Un valore molto modesto, per il piccolo investitore, ma interessante per chi dispone di capitali ingenti».

#### **BASSI RATING IN PORTAFOGLIO?**

Intervenire uno studente, chiedendo: «Mi sembra di cogliere, dai suoi ragionamenti, che non vi sarebbero ragioni, per evitare gli investimenti a rischio superiore. In pratica, in un portafoglio obbligazioni da lei consigliato, lo spazio per titoli anche a rating non elevato sarebbe previsto?» «Per quanto paradossale possa apparire, all'indomani di avvenimenti negativi, come quelli che hanno colpito due aziende alimentari italiane, io credo che non esista alternativa ad una strategia, che preveda la presenza, in portafoglio, di strumenti a basso rating. A due condizioni, però: 1) che si disponga di un discreto grado di propensione al rischio; 2) che si limiti la presenza di emissioni potenzialmente più rischiose ad una quota contenuta. Questa scelta consente, da un lato, di creare una base di redditività abbastanza elevata, e, dall'altro, di evitare tracolli finanziari, qualora un'azienda a minor grado d'affidabilità s'avvii ad una fase che potrebbe trasformarsi in un vero default.

#### **DIVERSIFICARE SOCIETÀ E SETTORI**

Naturalmente, è necessario rivolgersi a più società: il mio consiglio è di assegnare ad ogni prestito a basso rating un peso massimo del 2,5%, arrivando ad un valore complessivo non superiore al 12,5%, se si è prudenti, e al 17,5%, se lo si è un poco meno. Meglio sarebbe muoversi tra diversi settori della produzione, al fine di non concentrare l'esposizione al rischio in un unico comparto. Ad esempio, in questo frangente economico, alcune emissioni di case automobilistiche pagano rendimenti molto alti: chi è goloso, potrebbe pensare di suddividere il rischio, assegnando ad ogni società produttrice di automobili un peso del 2,5%, ma arrivando, in totale, al 10% o ad un livello superiore. Occorre ricordare, in questo caso, che un'eventuale difficoltà che colpisse una delle aziende, con ricadute negative sui prezzi di mercato, si trasferirebbe, inevitabilmente sui prezzi di tutti i titoli di società analoghe». ■