

VALUTARE IL RISCHIO DI CREDITO DELLE EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE ATTRAVERSO IL RATING

Dicembre 2003

chiavi di ricerca: [rating][risk management]

collocazione: [fixed income]

Il processo di globalizzazione dei mercati finanziari, in generale, e l'introduzione dell'euro, in particolare, hanno ampliato a dismisura le possibilità di accesso alle emissioni obbligazionarie da parte di tutte le tipologie di investitori. Contestualmente anche gli emittenti hanno potuto estendere le fonti di provvista.

Per gli investitori, siano essi intermediari professionali o piccoli risparmiatori, è perciò diventato determinante conoscere la rischiosità delle obbligazioni che si accingono a sottoscrivere: per quanto riguarda i tassi di interesse ed i tassi di cambio, le caratteristiche tecniche dei titoli contengono già quasi tutte le informazioni necessarie per stimarne la rischiosità. Le medesime caratteristiche poco dicono invece sul rischio di credito, cioè sulla capacità dell'emittente di rispettare con puntualità il pagamento di capitale e di interessi.

Il *rating* consente di comunicare sinteticamente il rischio di credito di un emittente e di un titolo obbligazionario. Esso è rilasciato da agenzie specializzate e indipendenti, le maggiori delle quali (Standard and Poor's, Moody's e Fitch-IBCA) sono di matrice anglosassone.

Secondo la definizione che ne dà Standard and Poor's (S&P's) il *credit rating* "rappresenta l'opinione dell'agenzia del merito di credito generale di un debitore o del merito di credito di un debitore con specifico riferimento a un particolare titolo di debito o un'altra forma di obbligo di natura finanziaria, basata su i fattori di rischio rilevanti".

Va comunque sottolineato che il *rating* emesso da queste agenzie non rappresenta affatto – a differenza di quelli di quelli emessi da *investment bank* o altri consulenti finanziari – una raccomandazione ad acquistare, vendere o mantenere un particolare valore mobiliare. Inoltre il *rating* non commenta l'adeguatezza di un investimento per un particolare investitore.

La classificazione dei vari livelli di rischi avviene tramite lettere dell'alfabeto e con modalità sostanzialmente analoghe per le varie agenzie. Ogni singolo livello (definito *notch*) corrisponde ad una probabilità di *default*, cioè di inadempienza dell'emittente.

Nella tabella seguente sono descritti i profili di rischiosità corrispondenti ai vari *notch*, con specifico riferimento ai *rating* per emissioni a lungo termine.

	Moody's	S & P's	Probabilità di default (%)	Rischio	Descrizione
INVESTMENT GRADE	Aaa	AAA	0,01	Minimo	Buone qualità dell'attivo, ampia diversificazione e dimensione consolidata, eccellente posizionamento di mercato, abilità manageriale distintiva, elevatissime capacità di copertura del debito.
	Aa1	AA+	0,02	Modesto	Buona qualità e liquidità dell'attivo, buon inserimento di mercato e diversificazione di sbocchi, buona qualità del management, solida capacità di copertura del debito. La differenza rispetto al massimo livello è modesta.
	Aa2	AA	0,03		
	Aa3	AA-	0,04		
	A1	A+	0,05	Medio basso	Qualità e liquidità dell'attivo soddisfacenti, inserimento di mercato e qualità del management nella media, standard creditizi normali, capacità di copertura del debito nella media. Indica che è un po' più suscettibile agli effetti negativi di cambiamenti nelle condizioni economiche.
	A2	A	0,07		
	A3	A-	0,09		
	Ba1	BBB+	0,13	Accettabile	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili, seppure con un grado di rischio apprezzabile, standard creditizi normali con lievi avanzi di liquidità e più debole capacità di copertura del debito.
	Ba2	BBB	0,18		
	Ba3	BBB-	0,32		
SPECULATIVE	Ba1	BB+	0,53	Accettabile con attenzione	Qualità e liquidità dell'attivo accettabili, seppure con un grado di rischio significativo, scarsa diversificazione delle attività, contenuta liquidità e limitati margini di copertura del debito.
	Ba2	BB	0,93		
	Ba3	BB-	1,57		

GRADE	B1	B+	2,64	Attenzione specifica e monitoraggio continuo	Credito sotto osservazione, qualità dell'attivo accettabile seppure con difficoltà temporanee di liquidità, alta leva finanziaria, qualche debolezza manageriale, di posizionamento e di inserimento di mercato
	B2	B	4,46		
	B3	B-	7,52		
	Caa	CCC	13,00	Sotto stretta osservazione	Credito sotto osservazione, qualità dell'attivo accettabile seppure con difficoltà temporanee di liquidità, alta leva finanziaria, qualche debolezza manageriale, di posizionamento e di inserimento di mercato. Difficoltà evidenti e gestione del debito a volte tesa e affannosa. Incertezze sulle possibilità di rimborso degli interessi, non ancora del capitale
	Ca	CC	26,00		
Default	C	C		Dubbio esito	
	D	D			Inadempienza sugli interessi e sul capitale

Esistono due ulteriori attributi che specificano ulteriormente il *rating* assegnato:

outlook: valuta la direzione potenziale del *rating* a lungo termine di un emittente, in una prospettiva di medio-lungo termine.

credit watch: allorché emergono elementi per procedere ad una modifica del *rating* corrente, l'emittente viene sottoposto a “*credit watch*”, ovvero posto “sotto osservazione”; da ciò consegue l'avvio di un processo di analisi e di incontri con il management

Il *rating* può misurare diversi aspetti del profilo creditizio di un emittente:

- emissioni a breve termine (*Short-Term Issue Credit Rating*): sono in genere assegnati a debiti considerati a breve termine nel rispettivo mercato, in genere 12-18 mesi. Le classi sono A-1, A-2, A-3, B, C e D.
- *Local currency and Foreign Currency Risk*: parte dal presupposto che un debito in valuta estera possa essere rimborsato con maggiori difficoltà rispetto a quello in valuta locale, dovute alle minori capacità che il rispettivo governo potrebbe avere a rimborsare il debito estero.

Secondo la nota relazione per cui a maggior rischio di un investimento deve corrispondere un maggior rendimento atteso, ad un *rating* inferiore corrisponde generalmente un rendimento di mercato più elevato.

La tabella seguente esemplifica questa relazione sulla base delle obbligazioni emesse da industrie automobilistiche, con differente scadenza.

Emittente	M	S&P	1-05	2-05	8-05	9-05	11-05	2-06	3-06	5-06	10-06	12-06	1-07	3-07	6-07	3-08	7-08	5-09	2-10	3-11	5-11	1-12	5-13	7-13
VOLKSWAGEN	A1	A	2,65													4,06		4,34				4,85	5,05	
DAIMLER-CHRYSLER	A3	BBB						3,61					4,00							5,07				
GENERAL MOTORS	A3	BBB		3,32			3,87	3,88			4,51			4,55			5,04							6,06
FORD	A3	BBB-		3,70		4,00				4,29					4,96									
FIAT	Ba3	-			4,32					5,42		5,21							6,41		6,77			

Tassi effettivi lordi rilevati il 1° dicembre 2003
M= Moody's S&P=Standard & Poor's

Siti di riferimento

www.moody.com

www.standardandpoors.com