



## QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

### Rating

(Prima parte) Le agenzie di *rating*, su cui ci siamo soffermati dettagliatamente in precedenza, nella parte "didascalica" del Lessico Finanziario, sono istituzioni, di emanazione anglosassone, specializzate nel fornire una valutazione sulla situazione finanziaria di emittenti, pubblici e privati, sulla loro affidabilità e capacità quindi di far fronte, correntemente ed in prospettiva, agli impegni finanziari assunti. La graduatoria fornita va dal massimo dell'affidabilità, fino a condizioni medie, scendendo poi alla soglia del cosiddetto "*investment grade*" (rilevante, come vedremo presto, per l'attività di gestione patrimoniale), fino a valutazioni negative che giungono al limite del *default*, cioè dell'insolvenza (mancato pagamento di interessi periodici e/o capitale, o non rispetto comunque delle scadenze previste), già in atto o potenzialmente probabile. Agiscono con innalzamenti ed abbassamenti del livello di *rating*, con dichiarazioni sull'evoluzione prevista e con l'immissione o l'esclusione del soggetto analizzato dalle *watch lists*, cioè le liste di osservazione quando l'evoluzione appare particolarmente problematica. Per il gestore e l'investitore il giudizio delle agenzie di *rating* si affianca ai giudizi degli analisti, soprattutto per quanto concerne le società quotate, ed ai livelli dei CDS (*Credit default Swaps*), cioè i premi che si pagano per assicurarsi contro l'eventualità di un mancato rimborso alla scadenza da parte di un emittente obbligazionario. Tutti questi temi sono stati di recente al centro delle cronache ed anche di molte polemiche. Alle società di *rating* (alle cui esistenti se ve vorrebbe da parte di alcuni affiancare un'altra più "eurocentrica") si è in particolare addebitato, da un lato, di non essere riuscite a prevedere l'evoluzione negativa di varie istituzioni, ma solo di aver emesso giudizi *ex post*, allorché la situazione critica si era già manifestata chiaramente e, dall'altro, di aver, con i loro giudizi e le loro dichiarazioni, accentuato situazioni di mercato già particolarmente critiche, esasperando la volatilità del mercato e le cosiddette pressioni speculative. Non entriamo in questi dibattiti, ricordando tuttavia come spesso politici ed amministratori siano alla ricerca di capri espiatori per problemi che in realtà né agenzie di *rating*, né investitori istituzionali, né cosiddetti speculatori hanno creato, ma di cui si sono limitati a prendere atto, adeguando di conseguenza le loro strategie. Non si può tuttavia negare che possano, per varie istituzioni che emettono valutazioni ed analisi, sussistere conflitti di interesse, in quanto i loro rapporti con le società e gli enti oggetto dell'analisi possono essere particolarmente complessi e diversificati, il che può rendere i responsi meno obiettivi, tempestivi o trasparenti di quanto potrebbero essere. Ma qui ci interessa soprattutto considerare l'attività di *rating* ed i suoi effetti sulla gestione patrimoniale così come effettuata dalle varie categorie di operatori, inclusi i gestori indipendenti, i cui tratti operativi risultano anche in questo caso particolari. (continua) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.

---



## QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

### Rating

(Seconda parte) Il *rating* degli emittenti è un elemento importante nella costituzione e nella gestione di un portafoglio, nonostante le incertezze, i ritardi e le contraddizioni che le agenzie di valutazione hanno mostrato, alimentando quelle polemiche cui abbiamo fatto un breve riferimento nello scorso articolo. Va detto anzitutto come certe tipologie di investitori, ad esempio fondi pensione, altre istituzioni assicurative e previdenziali, certe gestioni fiduciarie, e simili, non possano detenere in portafoglio titoli al di sotto della soglia fatidica di *"investment grade"* sulla base dei giudizi emessi da queste agenzie di *rating*. Accade così che, in caso di *downgrading*, cioè di abbassamento del grado di affidabilità di un certo emittente, il gestore debba vendere i relativi titoli che detiene in portafoglio non tanto sulla base di proprie strategie di gestione, ma in quanto obbligato dagli statuti e dai regolamenti dell'istituzione per cui opera. Ecco perché, in certe situazioni già critiche per alcuni emittenti, come è avvenuto di recente per i titoli governativi di alcuni paesi europei, Grecia in testa, l'abbassamento del *rating* (avvenuto peraltro tardivamente) oltre la soglia critica al di là dell'*investment grade*, ha prodotto sul mercato flussi di vendita che si sono aggiunti a quelli già determinati dall'incertezza e dai timori di un *default*, cioè di un'insolvenza o di una ristrutturazione del debito in futuro (il che, come vedremo presto, equivale a tutti gli effetti ad uno stato di insolvenza). Tuttavia l'attenzione al *rating* non è la stessa da parte delle diverse categorie di gestori. Si può dire che i grandi gestori, quali banche, fondi tradizionali, istituzioni pensionistiche e previdenziali citate, siano, nella costituzione dei loro portafogli, più legate a modelli che ampiamente considerano questo fattore, che invece risulta meno rilevante per quei gestori, spesso di dimensioni inferiori ma egualmente ben strutturati, di grande esperienza e competenza, come sono ad esempio i gestori indipendenti che operano nel nostro paese, i quali danno più importanza agli aspetti reali, alla conoscenza diretta, alla valutazione storica ed alle prospettive di un emittente, piuttosto che agli aspetti formali che lo riguardano. Ciò ovviamente per non dire dell'indipendenza di giudizio e di azione nella scelta degli strumenti, in contrasto con quelle situazioni di conflitto di interessi o di condizionamento che spesso può caratterizzare l'operatività e le scelte dell'istituzione di grandi dimensioni, fra cui le stesse agenzie di *rating*. (continua) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.

---



## QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

### Rating

(Terza parte) Le conseguenze pratiche di un *downgrading*, cioè di un abbassamento del giudizio sul grado di affidabilità finanziaria nei confronti di un certo emittente, da parte delle istituzioni specializzate, pur con tutte le riserve e tenuto conto di tutte le osservazioni che abbiamo formulato negli scorsi articoli, non sono trascurabili. Ciò non solo perché, se il giudizio scende al di sotto della soglia del cosiddetto "*investment grade*", certe categorie di gestori dagli statuti più rigidi e dalla filosofia d'investimento più cauta e conservativa (quali fondi pensione, assicurazioni, istituzioni previdenziali e simili) si vedranno costretti a disfarsi di tali titoli, ma, in termini più generali perché, a partire da quel momento, l'emittente in questione pagherà inevitabilmente più caro il rivolgersi al mercato dei capitali, cioè dovrà offrire rendimenti superiori, a parità di altre condizioni, per vedere i suoi titoli collocati ed acquistati dagli investitori i quali, in virtù di un maggior rischio, richiederanno un premio, cioè un differenziale maggiore rispetto agli investimenti – teoricamente - *no risk*. La questione può risultare particolarmente delicata nel caso del *downgrading* di uno stato, che magari si trovi già confrontato con situazioni finanziarie difficili, appesantendo il cosiddetto "servizio del debito". E ciò può riflettersi specularmente in un aumento del relativo CDS, cioè del premio assicurativo da pagare per assicurarsi il corretto rimborso del debito alla scadenza. Ciò ha generato anche polemiche circa la validità di tale strumento, in quanto, secondo la pur valida opinione di molti, se uno stato diviene insolvente, quale istituzione sarebbe di fatto in grado di garantire il pagamento del dovuto ai sottoscrittori dei titoli in alternativa allo stato stesso? Domanda in effetti non bizantina, che ha un valido fondo di verità. Ma, sempre in tema di *rating*, che dire poi di quelle aziende, anche grandi e prestigiose (di cui molte svizzere) che non richiedono una valutazione del loro "stato di salute" finanziario alle agenzie specializzate? L'osservatore superficiale potrebbe pensare che tale scelta sia motivata da situazioni finanziarie difficili che non si vogliono far emergere. Invece nella realtà non è così. Spesso anzi le aziende *unrated*, cioè non valutate sulla base di questi parametri standardizzati, godono di ottima salute dal punto di vista finanziaria e non ritengono necessaria una ufficializzazione del loro stato, in quanto possono comunque accedere al mercato dei capitali, proponendosi ad investitori che conoscono la loro situazione, al di là di questi modelli stereotipati e spesso neppure troppo trasparenti e validi. Non va quindi ritenuto che una società non valutata debba considerarsi *ipso facto* portatrice di un *rating* virtuale basso o negativo, anzi, si può affermare spesso il contrario. Questi emittenti sono oggetto di interesse per gestori meno legati a modelli e protocolli fortemente strutturati, come sono quelli delle grandi banche od altre istituzioni imponenti, in cui possono anche vigere situazioni, come ricordato, di conflitti d'interesse. I gestori patrimoniali indipendenti, completamente liberi nelle loro scelte di allocazione e di gestione, sono ad esempio fra quelli per cui il fattore *rating* può risultare meno determinante, con orientamenti dunque più flessibili, e magari più validi, nella costituzione di un portafoglio obbligazionario e nella sua gestione. (*fine*) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.

---