

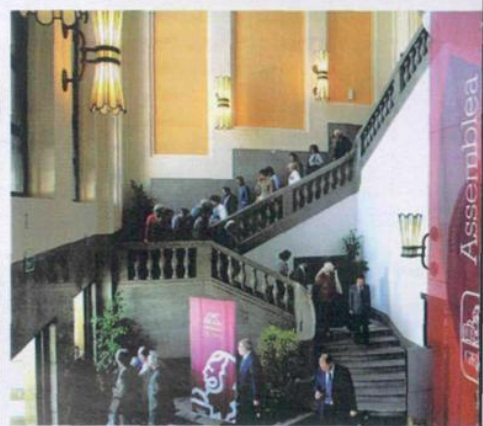
ECONOMIA
IL CARO OBBLIGAZIONI

Quelle pagelle che FANNO TREMARE

Tutti criticano le società di rating, ma sui mercati i loro giudizi contano ancora. E molte sono le bocciature tra i gruppi nazionali. Che spendono di più per finanziarsi

DI MAURIZIO MAGGI

Strano destino, quello delle società di rating. Tutti le criticano e qualcuno vorrebbe addirittura spazzarle via e sostituirle con organismi sotto il controllo pubblico. Eppure, tutti (o quasi) continuano a dar retta alle loro pagelle. E per molte imprese quelle letterine col "più" o col "meno" di fianco, che gli addetti ai lavori chiamano "rating", possono voler dire un sacco di quattrini. Scrive "L'Economist" che, in America, la media delle obbligazioni emesse si meritava una "A" nel 1981 e che adesso è precipitata a BBB-, a un soffio dall'essere considerata come dei junk bonds, le obbligazioni spazzatura. Pure in Italia, dove le società quotate sono poco più di trecento, la tendenza al ribasso dei rating è netta. Come si vede nella tabella della pagina a fianco, tra l'estate di tre anni fa, quando ancora la crisi finanziaria globale non s'era appalesata, e oggi, tutte le principali società di Piazza degli Affari hanno visto peggiorare il voto attribuito da una delle tre big mondiali del rating, Standard & Poor's. L'unica tra le grandi della Borsa di Milano a non essere arretrata è la Fiat, che peraltro non ha un rating sfavillante, ma gli analisti di S&P ad aprile hanno messo sotto osservazione il merito di credito del gruppo guidato da Sergio Marchionne e, se un ritocco ci sarà, allora sarà verso il basso. Un rating bruttino non è soltanto un fatto



d'immagine. Significa infatti, banalmente, che siccome - secondo l'agenzia che effettua il monitoraggio - per la società in questione è più elevata l'eventualità di un fallimento quando questa chiede del denaro emettendo obbligazioni dovrà pagarlo più caro rispetto ad altre imprese che hanno un rating migliore. Spiega Francesca Fraulo di Fitch: «Prendiamo il caso della Fiat, il cui rating a lungo termine è, secondo noi, BB+. A fine 2009, quando ha emesso il suo ultimo bond a cinque anni, questo è stato prezzato 408 "basis point" sopra il tasso interbancario europeo, l'Euribor. Nel gennaio 2010 un'obbligazione simile lanciata dalla Volkswagen, che ha un rating decisamente migliore di quello Fiat, prezzava 90 "basis point" sopra l'Euribor». In pratica, il denaro chiesto in prestito dal gruppo torinese è costato il doppio. «E infatti oggi il rendimento del bond

Fiat è intorno al 6 per cento, mentre quello dell'obbligazione tedesca viaggia sul 3 per cento», sottolinea Angelo Drusiani, esperto del settore obbligazionario di Banca

Albertini Syz.

Per poter essere inserita in una gestione patrimoniale della clientela di Banca Albertini Syz, una obbligazione deve avere un rating di almeno BBB-. Quindi, non solo i bond della Fiat, ma anche quelli di società come ad esempio Aeroporti di Roma, Piaggio, Seat, Pagine Gialle e Wind, non possono essere comprati per conto della clientela. E la casa madre elvetica, la Banque Syz, è ancora più rigida: niente obbligazioni di società che non abbiano un rating a lungo termine di almeno AA+.

La maggior parte dei grandi fondi pensione e fondi d'investimento prende in considerazione per statuto soltanto i titoli obbligazionari con elevato rating e ciò rende questi più facilmente liquidabili sul mercato. Così anche chi gestisce patrimoni più contenuti si orienta verso questo genere di bond. «Se un



Generali al comando

Alle assicurazioni triestine il voto più elevato

Azienda	Rating di Standard & Poor's aggiornato al 5 luglio 2010	Rispetto al 2 luglio 2007
Atlantia	A -	peggiorato
Eni	A +	peggiorato
Enel	A -	peggiorato
Fiat	BB +	stabile
Generali	AA -	peggiorato
Mediobanca	A +	peggiorato
Intesa Sanpaolo	A +	peggiorato
St Microelectronics	BBB +	peggiorato
Telecom Italia	BBB	peggiorato
Terna	A +	peggiorato
Unicredit	A	peggiorato

Tra le società italiane quotate con le maggiori capitalizzazioni di Borsa che richiedono il rating a Standard's & Poor's, soltanto una, la Fiat, ha lo stesso voto rispetto a tre anni fa. Però, avvertono gli esperti di S&P, il rating del gruppo automobilistico è «sotto osservazione con implicazioni negative».

bond ha un rating basso, spesso è anche meno liquido e quando lo devi vendere scopri magari che ci sono tre punti di differenza tra prezzo di acquisto e di vendita: un pericolo che molti gestori non possono e non vogliono correre», dice ancora Drusiani.

Per fortuna, almeno per ora, i tassi sono bassi e i differenziali con i concorrenti delle imprese italiane che appartengono a paesi finanziariamente più solidi restano accettabili. Altrimenti, il ribasso dei rating si rivelerebbe assai costoso. «E comunque la pagella di per sé non è un valore assoluto; è il mercato che decide quanto rischio davvero

derato quindi più rischioso».

Se il deterioramento dei rating nel triennio era abbastanza immaginabile, un po' più di preoccupazione destano i tagli più freschi. In un rapporto dedicato al sistema bancario italiano, Standard & Poor's prevede che gli istituti di credito nazionali saranno alle prese con una ripresa dell'economia debole e, allo stesso tempo, rischieranno perdite dolorose sul fronte dei crediti. Morale: qualche mese fa sono stati tagliati i rating di Intesa Sanpaolo e Mediobanca, che viaggiavano sopra il voto che la stessa S&P attribuisce alla Repubblica Italiana: A+. Adesso, tra le società sottoposte al rating, soltanto le Generali possono sfoggiare una doppia A,

anche se col meno. Merito delle molte attività della compagnia triestina in paesi che godono di un alto rating, come la Francia e la Germania. E già, perché le colpe dello Stato possono ricadere, quando si parla del costo dei debiti, sulle imprese. «Il rating della Repubblica italiana è immutato dal 2006 e forse questa tenuta ha contribuito a penalizzare il merito di credito delle società italiane. In che modo? Siccome le agenzie di rating hanno un certo pudore ad abbassare il voto all'Italia, che appartiene al G7 ed è pur sempre un pesce grosso, probabilmente si sentono più libere di peggiorare la pagella delle singole società», è l'interessante interpretazione dell'economista Francesco Arcucci, docente all'Università di Bergamo.

Una pagella a cui Giuliano Cesareo, presidente di Augustum Opus, dà sempre meno credito: «Diciamo la verità: negli ultimi anni le società di rating non ne hanno azzeccata una. Non hanno saputo anticipare i crack della Parmalat e della Lehman Brothers, la crisi delle banche islandesi e quella della Grecia. I loro rating continuano a essere utilizzati perché non esistono alternative. Però bisogna ammettere che, ultimamente, per effetto delle sberle che hanno preso e per il calo della credibilità, hanno cominciato ad abbassare i rating senza aspettare che le situazioni s'avvitassero».

E se Federici di Ifigest sostiene che la banca sta valutando la possibilità di non essere vincolata a un rating minimo per investimenti in titoli obbligazionari, il professor Emilio Barucci, che insegna Matematica finanziaria al Politecnico di Milano, è lapidario: «Le società di rating hanno fallito e il loro ruolo va depotenziato». Però intanto, bene o male, tocca dargli retta. E le loro pagelle italiane volgono al brutto. ■

incarna una obbligazione», sostiene Tommaso Federici, gestore di Banca Ifigest, che aggiunge: «Deutsche Bank e Intesa San Paolo hanno lo

stesso rating per S&P e per Moody's è più alto quello della banca italiana, eppure il mercato, per esempio per due bond simili, a tasso variabile con scadenza 2012, non è disposto a ricevere meno di circa 0,80 - 0,90 punti base in più per il bond italiano, consi-

derato quindi più rischioso».



Francesco Arcucci. In alto, da sinistra: la sede di Standard & Poor's a New York; l'ingresso all'assemblea delle Generali; la Borsa di Milano

Ecco come funziona

L'ambita tripla A, in Italia, è un sogno proibito. Nel linguaggio di Standard & Poor's, uno dei tre colossi del rating (gli altri sono Fitch e Moody's), AAA certifica infatti una elevata capacità di ripagare il debito. Chi ha la tripla A, come Germania e Francia, emette obbligazioni quasi prive di rischio. Che quindi costano poco a chi le emette, ma rendono poco a chi le sottoscrive. Poi il rating scende un po': AA vale un'alta capacità di ripagare il debito. Quando la A rimane una sola si è comunque in presenza di una solida capacità di ripagare il debito, che, spiega S&P, «potrebbe essere influenzata da circostanze avverse». Ed eccoci alla tripla B, il gradino in cui rischio e rendimento crescono: vuol dire «adeguata capacità di rimborso, che però potrebbe peggiorare». Quando si arriva a BBB- si è sul crinale: il debito si è fatto speculativo e molti gestori, per statuto, non se lo possono tenere in portafoglio. Via via che calano le B, salgono la rischiosità teorica dell'obbligazione e la sua resa. Quando entra in scena la lettera C, il gioco si fa duro e il bond è considerato altamente speculativo. La lettera D, infine, segnala una tragedia: «La società è insolvente». Non tutti si fanno fare il rating: Mediaset, per esempio, non ce l'ha e l'anno scorso Campari ha lanciato un bond senza rating.