

18° DICOTTESIMO ARGOMENTO**LE OBBLIGAZIONI:****INTERESSI E CEDOLE/IL RATING/LE OBBLIGAZIONI "CUM WARRANT"/LE OBBLIGAZIONI STRUTTURATE/**

Le consistenze delle obbligazioni in circolazione sono fortemente aumentate negli ultimi dieci anni.

A marzo 2004 erano in vita prestiti obbligazionari per circa 577 miliardi di euro, imputabili per 411 miliardi ad emissioni bancarie e per oltre 166 miliardi emessi da imprese private.

EMISSIONE DI TITOLI PUBBLICI E DI OBBLIGAZIONI ITALIANI (1) (milioni di euro)									
Emittenti	Emissioni lordi			Emissioni nette			Consistenze		
	2002	2003	1 trim. 2004 (2)	2002	2003	1 trim. 2004 (2)	Dicembre 2002	Dicembre 2003	Marzo 2004 (2)
Banche	92.346	115.758	33.121	32.941	30.738	11.749	367.969	399.137	410.955
Imprese	44.389	42.359	12.241	36.364	34.308	7.355	124.641	158.773	166.276

[Anche per altri prodotti finanziari esiste nel Tuf una disciplina non omogenea. Come è noto, l'art. 100 del Tuf esonera le obbligazioni bancarie e gli altri prodotti di natura finanziaria emessi dalle banche e dalle imprese di assicurazione dalla disciplina degli obblighi di prospetto e, quindi, dai controlli di trasparenza della Consob; gli stessi prodotti sono anche sottratti, dall'art. 30 del Tuf, alla disciplina riguardante l'offerta fuori sede, con accentuazione delle asimmetrie normative in termini di tutela degli investitori.]

Art. 100 del TUF

Casi di inapplicabilità

Le disposizioni del presente capo non si applicano alle sollecitazioni all'investimento:

a) rivolte ai soli investitori professionali come definiti ai sensi dell'articolo 30,

comma 2;

b) rivolte a un numero di soggetti non superiore a quello indicato dalla CONSOB con regolamento;

c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla CONSOB con regolamento;

d) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi o garantiti dallo Stato italiano, da uno Stato membro dell'Unione Europea o emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati membri dell'Unione Europea;

e) aventi a oggetto strumenti finanziari emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali nazionali degli Stati membri dell'Unione Europea;

f) aventi a oggetto prodotti finanziari emessi da banche, diversi dalle azioni o dagli strumenti finanziari che permettono di acquisire o sottoscrivere azioni, ovvero prodotti assicurativi emessi da imprese di assicurazione.

La CONSOB può individuare con regolamento altri tipi di sollecitazione all'investimento ai quali le disposizioni del presente capo non si applicano in tutto o in parte.

IL RATING dal sito www.borsaitalia.it.

COS'E' IL RATING ?

Il rating è la valutazione di un emittente o di un'emissione, espressa in maniera sintetica attraverso un simbolo (ad es. "AAA"), accompagnata da un'analisi che ne spiega le motivazioni.

RATING DI UN EMITTENTE

Conosciuto come "rating di controparte" ("*counterparty risk rating*" o "*issuer credit rating*") fornisce una valutazione globale della solvibilità di un determinato soggetto (banca, azienda industriale, ente governativo, paese ecc...).

RATING DI UN'EMISSIONE

Valuta la capacità che il capitale e gli interessi di una specifica emissione vengano pagati puntualmente. Dal momento che le varie emissioni di un emittente hanno caratteristiche differenti (in termini di scadenza, garanzie, ecc..) può darsi infatti che sia più probabile che vengano pagate puntualmente alcune emissioni (per esempio quelle garantite da un collaterale o con scadenza più prossima) rispetto ad altre.

Borsa Italiana al momento diffonde il "rating a lungo termine", il "rating a breve termine" e le "prospettive" del rating a lungo termine di alcuni emittenti esteri e di tutti

gli emittenti italiani che siano monitorati dalle società di rating da cui Borsa Italiana ha ottenuto un'autorizzazione di diffusione dei dati. Esistono anche sezioni dedicate ai rating di singole emissioni con particolare riferimento alle *Asset Backed Securities*, gli strumenti finanziari che promanano dalle operazioni di *securitization* (o cartolarizzazione).

IMPLICAZIONI OPERATIVE DEL RATING

Il rating è un elemento essenziale per l'investitore.

Esso è indispensabile non solo per valutare se un dato titolo abbia un livello di rischio in linea con gli obiettivi di investimento prefissati, ma anche per stabilire il prezzo di acquisto. Semplificando, infatti, a titoli più rischiosi devono corrispondere "rendimenti effettivi a scadenza" maggiori per cui, dal momento che all'aumentare del prezzo del titolo diminuisce il suo rendimento e viceversa, il compratore fisserà un prezzo massimo di acquisto che gli assicuri un rendimento adeguato al grado di rischio corso.

Si può comprendere che il "downgrade" di un titolo, cioè il peggioramento del suo rating, è un evento negativo per i possessori in quanto si assisterà a una diminuzione del prezzo di mercato; implicazioni diametralmente opposte si realizzano invece nel caso di un "upgrade" (alias miglioramento del rating).

È importante sottolineare che il rating in sé e i successivi *upgrade* e *downgrade* non costituiscono comunque una raccomandazione né a vendere né a comprare titoli.

QUALI RISCHI NON VENGO MONITORATI DAL RATING

Il rating valuta esclusivamente il "rischio di credito" (o "rischio di controparte") cioè la probabilità che vengano effettuati puntualmente i pagamenti di capitale e interessi previsti dall'emissione.

Il rating invece non valuta altre tipologie di rischio (come il rischio di tasso, il rischio di cambio, il rischio di pagamento anticipato ecc...) che vengono lasciate alla considerazione del singolo.

Per esempio: il BTP trentennale ha un ottimo rating ma è comunque esposto a un elevato rischio di tasso (cioè il prezzo del titolo è molto sensibile alle variazioni dei tassi di mercato e si possono subire significative perdite in conto capitale nel caso di rialzo dei tassi).

REVISIONE DEL RATING

Le società di rating provvedono a monitorare permanentemente il rating rilasciato al fine di comunicarne tempestivamente il miglioramento (*upgrade*) o il peggioramen-

to (*downgrade*) al mercato.

È possibile che la società di rating avverta il mercato di aver posto sotto analisi un determinato rating specificando, a volte, se sia maggiormente probabile (anche se non certo) un eventuale *upgrade* o *downgrade* (ad es. S&P inserisce il rating nella lista dei cosiddetti "CreditWatch" specificando se le implicazioni sembrano essere "positive", "negative" o "indeterminate").

IMPORTANZA CRESCENTE DEL RATING

In Italia la "cultura del rating" si è diffusa in maniera limitata per cui non tutti gli emittenti domestici, anche di rilievo, hanno richiesto il rating.

È probabile che in virtù dell'introduzione dell'Euro, venendo meno il rischio di cambio, si assista a un aumento della competizione sul mercato dei capitali europei e a una focalizzazione degli investitori sul cosiddetto "rischio di credito" (valutato appunto dal rating). Se a questo si aggiunge la constatazione che molti investitori istituzionali, per limiti statuari o regolamentari, non possono acquistare obbligazioni con rating inferiore a determinate soglie (o addirittura sprovvisti dello stesso), si comprende che esso assumerà sempre maggiore importanza nelle decisioni di investimento.

IL RATING: le "pagelle" delle 3 più importanti società di valutazione.

Categoria "Investment Grade"			Categoria "Speculative Grade"		
S&P's	Moody's	Fitch	S&P's	Moody's	Fitch
AAA	Aaa	AAA	BB+	Ba1	BB+
AA+	Aa1	AA+	BB	Ba2	BB
AA	Aa2	AA	BB-	Ba3	BB-
AA-	Aa3	AA-	B+	B1	B+
A+	A1	A+	B	B2	B
A	A2	A	B-	B3	B-
A-	A3	A-	CCC+	Caa1	CCC+
BBB+	Baa1	BBB+	CCC	Caa2	CCC
BBB	Baa2	BBB	CCC-	Caa3	CCC-
BBB-	Baa3	BBB-	CC	Ca	CC
			C	C	C
			D	WR	DDD
					DD
					D

Le obbligazioni convertibili

Le obbligazioni convertibili sono titoli che, oltre alle caratteristiche di un'obbligazione (cedole periodiche, scadenza definita secondo un piano d'ammortamento) danno la facoltà di convertire il titolo stesso in azioni, della società emittente o di altra società, secondo rapporto di conversione (tot di obbligazioni per una azione), ad un tempo prestabilito (data o intervallo).

Oltre alle peculiarità delle obbligazioni, le convertibili forniscono la gestibilità del "diritto di opzione" che può essere acquistato o venduto sul mercato

Il ricorso alle obbligazioni convertibili presenta i seguenti vantaggi:

per il risparmiatore: poter scegliere tra lo status di creditore e quello di azionista, perseguendo i vantaggi di un investimento azionario, pur con un ridotto livello di rischio; per l'emittente: potersi finanziare a tassi solitamente più bassi sia delle obbligazioni ordinarie che delle forme classiche (canale bancario), rinviando a date certe (ma successive a quella di emissione) il travaso da debiti a capitale.

Ciascuna obbligazione convertibile garantisce al sottoscrittore, oltre ai flussi tipici di un'obbligazione, anche un diritto di opzione, utilizzabile per la conversione del titolo.

Il diritto di opzione potrà quindi avere un suo valore di mercato. Il suo valore teorico è pari alla differenza tra il prezzo dell'azione sottostante ed il costo dello stesso titolo risultante dall'esercizio dell'opzione. Infatti, per esercitare la conversione, occorre consegnare le obbligazioni coinvolte.

Esercitando il diritto, l'obbligazionista diventa azionista.

Le obbligazioni cum warrant

Le obbligazioni cum warrant sono titoli che, oltre alle classiche caratteristiche di un'obbligazione (cedole, scadenza definita, piano di rimborso) contemplano anche un warrant che dà la facoltà di ottenere altri titoli (azioni e/o obbligazioni) della emittente o di altra società, a una certa data, contro il pagamento di una somma predeterminata.

I titoli in cui il warrant verrà convertito non sono presenti sul mercato, ma verranno emessi dalla società in occasione di aumenti di capitale.

Per l'esercizio del warrant non occorre consegnare i titoli. In altri termini l'opzione ha vita autonoma. Quindi, l'obbligazionista cum warrant può diventare "anche" azionista

Le obbligazioni strutturate

Si tratta di obbligazioni il cui rendimento (in tutto o in parte) dipende dall'andamen-

to di particolari parametri di indicizzazione la cui struttura deve essere riportata nel regolamento di emissione.

Il rendimento delle obbligazioni strutturate è agganciato all'andamento di determinati parametri secondo un meccanismo previsto nel regolamento dell'emissione.

Tali parametri possono costituiti da: tassi di mercato (euribor ecc.), da singole azioni o da un paniere di azioni, da indici azionari o da un loro paniere, da singolo fondi o da un paniere, da valute, dal prezzo di materie prime ecc.

Possono essere emesse anche da banche. È evidente il maggior livello di rischio rispetto alle normali obbligazioni.

Anche le obbligazioni bancarie subordinate sono emesse da una banca, anch'esse con un rischio maggiore rispetto alle altre obbligazioni, in quanto in caso d'insolvenza dell'emittente, le obbligazioni subordinate vengono rimborsate solo dopo le altre obbligazioni.

ATTENZIONE

Le obbligazioni emesse da privati sono il parallelo dei titoli di Stato emessi da un paese. Occorrerà valutare la posizione economica, finanziaria, gestionale dell'emittente, sia esso una nazione o un'azienda privata. È evidente che un emittente non "brillante" dovrà concedere un rendimento maggiore degli altri. Fino a qualche lustro fa, circolavano in Italia obbligazioni non di Stato, ma garantite dallo Stato. Ci riferiamo alle obbligazioni emesse dalle Ferrovie (un tempo) dello Stato, dall'Enel ecc. Oggi gli impegni di questi "enti" non sono più garantiti.

Infine, occorre non farsi abbindolare dalla denominazione del titolo: le obbligazioni strutturate restino fuori dagli interessi dei risparmiatori.