

ASSET

Anche i certificati hanno il loro rating

Ma solo in Germania, dove EDG ha sviluppato una metodologia per classificare gli strumenti sulla base di analisi qualitative e quantitative.

di Mauro Camelia
Facoltà di Economia,
Università di Siena

L'investimento in certificati espone i risparmiatori ad una serie di rischi, in parte comuni alle altre classi di attività finanziarie non derivate (azioni, obbligazioni, etc.) e altre specifiche, legate cioè alla struttura finanziaria di questi strumenti. Le principali tipologie di rischi che caratterizzano l'investimento in certificati, possono riassumersi nelle seguenti:

- **rischio di mercato:** essendo composti da strumenti derivati, il prezzo dei certificati è legato alle variazioni che intervengono nel valore di mercato delle attività sottostanti;
- **rischio di liquidità:** questo rischio si ricollega alle

eventuali difficoltà che possono insorgere all'atto dello smobilizzo dei certificati prima della loro scadenza naturale;

- **rischio emittente:** il rischio in esame riguarda l'eventualità che l'emittente dei certificati non sia in grado di adempiere agli obblighi contrattuali collegati a questi strumenti finanziari. Ciò comporta che il valore di rimborso dei certificati, tranne i casi in cui l'emissione sia accompagnata dalla costituzione di garanzie collaterali, è direttamente collegato al merito creditizio dell'emittente. Un importante passo in avanti per favorire la crescita del mercato dei certificati di investimento potrebbe essere assicurato dallo sviluppo di indicatori in grado di sintetizzare le diverse tipologie di rischi finora esaminate. Il riferimento è, in particolare, all'opportunità di sviluppare metodolo-

gie di rating per i certificati che possano offrire agli investitori informazioni più dettagliate riguardo agli strumenti che intendono acquistare, in base al diverso grado di rischio degli stessi.

Di indubbio interesse è, in tale ambito, l'analisi dell'esperienza tedesca, mercato in cui è stato sviluppato un modello di rating per i certificati di investimento da parte del gruppo EDG (**European Derivatives Group**).

In collaborazione con i principali emittenti tedeschi di certificati e prodotti strutturati, EDG ha messo a punto una metodologia di attribuzione del rating che facilita la selezione di questi strumenti finanziari da parte degli investitori, ponendo le basi per una maggiore trasparenza complessiva del mercato. Gli investitori, pur in presenza di strutture finanziarie complesse, sono in grado di confron-

tare i diversi strumenti finanziari, selezionare quelli che più si adattano ai propri profili di rischio - rendimento desiderati e, infine, di monitorare con maggiore facilità nel corso del tempo l'evoluzione del valore dei certificati presenti in portafoglio.

Il modello di rating realizzato da EDG è incentrato sull'analisi di variabili qualitative e quantitative (tabella 1).

La prima fase per l'assegnazione del rating, a carattere qualitativo, è basata sui seguenti dati di input:

- **il fair value** (peso pari al 20% sul rating finale): EDG determina un prezzo benchmark (fair value) per ciascun certificato, partendo dall'analisi dei fattori di mercato che determinano il valore delle componenti derivate sottostanti i certificati. In seguito viene valutato lo scostamento tra questo prezzo teorico e il prezzo di mercato del certificato corrispondente: maggiore è lo scostamento tra il fair value e il prezzo di mercato del certificato, minore sarà il punteggio assegnato;
- **la liquidità** (peso, sul rating finale, pari al 10% per i certificati di investimento e al 20% per i certificati con leva): il modello di EDG definisce una misura di liquidità basata sulla valutazione con-

TABELLA 1 LA METODOLOGIA EDG IN SINTESI

VALUTAZIONE QUALITATIVA			VALUTAZIONE QUANTITATIVA	
FAIR VALUE	LIQUIDITÀ	MERITO CREDITIZIO	TRASPARENZA INFORMATIVA	RISK-FIT
Peso 20%	Peso 10%/20%	Peso 10%/5%	Peso 10%/5%	Peso 50%
1. Fair value 2. Prezzo mercato - fair value	1. Bid-ask spread 2. Velocità esecuzione transazioni	1. Credit spread (CDS) 2. Rating	1. Derivative Kodex 2. Interviste	1. Calcolo VaR 2. Assegnazione classe di rischio ai certificati

IN BREVE

Société Générale 93 scommesse su Piazza Affari

Hanno debuttato sul Sedex di Borsa Italiana 93 nuovi Covered Warrant, emessi da Société Générale, leader nel mercato dei prodotti derivati su azioni, indici, materie prime. I nuovi prodotti hanno come sottostante l'indice azionario italiano FTSE MIB e alcune tra le principali blue chips quotate a Piazza Affari. Più nel dettaglio: 14 CW sull'indice FTSE MIB con le nuove scadenze di Gennaio e Febbraio 2012; 79 CW su 19 azioni italiane con strike price aggiornati agli attuali livelli di mercato e la nuova scadenza di Settembre 2011.

RBS

Un paniere tutto italiano

Sono ben 46 i nuovi Mini Futures Certificates su Azioni Italiane proposti dalla Royal Bank of Scotland N.V. La loro emissione sul Sedex, con scadenza 14 agosto 2020, prevede un basket di azioni è molto ampio. Si può puntare su Atlantia, Banco Popolare, Enel, Eni, Fiat, Generali, Bpm, Bmps, Intesa Sanpaolo, Mediobanca, Mediaset, Finmeccanica, Saipem, Telecom Italia, Unicredit, Ubi Banca, St Microelectronics e Tendaris, divisi tra Bull e Bear.

UBS

Un delfino che parla tedesco

Il mercato tedesco è ormai, probabilmente, uno degli approdi finanziari più ricercati dagli investitori con più esigenze di sicurezza. Per chiunque fosse interessato a questo tipo di approccio ecco la nuova proposta di Ubs. Si chiama Dolphin Certificate ed è un index linked sul Dax-La scadenza è prevista il 23 luglio 2013. Si parte da un livello iniziale di 6166,34 punti, mentre la prima barriera è fissata a quota 7707,93.

giunta ed equiponderata del bid-ask spread (differenziale denaro- lettera) e della velocità di esecuzione degli ordini da parte degli emittenti (trading performance);

- **il merito creditizio** (peso, sul rating finale, pari al 10% per i certificati di investimento e al 5% per i certificati con leva): il merito creditizio dell'emittente è valutato attraverso gli spread di credito associati ai *Credit Default Swap* (CDS) ad un anno o, in assenza di questi, considerando gli indici di rating elaborati dalle principali agenzie di rating, quali Standard & Poor's, Moody's e Fitch;

- **la trasparenza informativa** (peso, sul rating finale, pari al 10% per i certificati di investimento e al 5% per i certificati con leva): il modello di EDG valuta questa variabile, innanzitutto, attraverso il *Derivative Kodex*, un codice di autoregolamentazione volontaria (corrispondente al Decalogo ACEPI in Italia) che contiene una serie di prescrizioni che gli emittenti di certificati si impegnano a rispettare, in merito alla diffusione delle informazioni necessarie al pubblico. La valutazione della trasparenza informativa è altresì effettuata attraverso interviste condotte direttamente presso gli investitori.

All'analisi qualitativa si affianca quella di carattere quantitativo: in questa seconda fase l'obiettivo è quello di determinare una misura di *risk-fit*, attraverso cui valutare se e come un certificato è in grado di soddisfare le esigenze specifiche, in termini di rischio - rendimento atteso, dei potenziali investitori. Il modello adotta per l'analisi del *risk-fit* il *Value at Risk* (VaR), il quale fornisce una misura dinamica ed oggettiva del rischio associato ai certificati. Il modello procede, due volte al mese, al calcolo del VaR sulla base di un intervallo di confidenza del 99% e di un holding period di dieci giorni, assumendo un capita-

le investito standard pari a 10.000 euro. In relazione al valore assunto dal VaR, il modello ripartisce i certificati in cinque classi di rischio, corrispondenti ad altrettanti profili di rischio differenziati degli investitori: questi ultimi possono pertanto selezionare quei certificati aventi rischiosità coerente con le proprie attese e propensione al rischio. Nella terza fase, il modello sintetizza le valutazioni qualitative e quantitative, determinando il rating per ciascun certificato. Il punteggio finale è la risultante dell'output qualitativo, compreso tra 0 e 50 punti, e di quello quantitativo, che può assumere un valore non superiore a 50 punti. Il rating finale viene sintetizzato attraverso una classificazione per stelle (da 0 a 5), come mostra la tabella 2.

Il modello realizzato da EDG offre un contributo essenziale per la semplificazione del processo di selezione e gestione degli investimenti nel mercato dei certificati e dei prodotti strutturati, ponendo in tal modo le basi per realizzare uno degli obiettivi principali indicati dalla direttiva MIFID sui servizi di investimento: rafforzare la protezione degli investitori, l'efficienza e l'integrità dei mercati finanziari. 

Il modello tedesco offre un contributo essenziale per semplificare il processo di selezione degli investimenti.

TABELLA 2 RATING DEI CERTIFICATI DI EDG

Stelle	Rating finale	Giudizio sintetico
☆☆☆☆☆	0 ≤ 50	non appropriato
★☆☆☆☆	50 ≤ 67,5	appena appropriato
★★☆☆☆	67,5 ≤ 72,5	sotto la media
★★★☆☆	72,5 ≤ 77,5	in media
★★★★☆	77,5 ≤ 82,5	buono
★★★★★	82,5 ≤ 100	eccellente