

Focus

■ Le emissioni con durata breve, sia governative sia societarie, offrono, al netto di costi e commissioni, rendimenti che spesso non coprono neanche l'inflazione.

■ Che fare allora per provare a guadagnare un po' di più con le obbligazioni? Il suggerimento è di aumentare (ragionevolmente) la dose di rischio del proprio portafoglio investendo in titoli che danno rendimenti maggiori.

■ Quali? Innanzitutto le emissioni societarie, i cosiddetti corporate bond, che possono rappresentare dal 5% al 25% dell'investimento obbligazionario complessivo. Poi le emissioni a lunghissima scadenza e/o perpetue. Per queste ultime tipologie pubblichiamo in questa pagina una selezione di titoli consigliati.

DOVE CERCARE
PIÙ RENDIMENTO

Nei titoli societari, da mettere in portafoglio a seconda della propria disponibilità al rischio. Poi nelle emissioni perpetue e a lunghissima scadenza. Con le dovute avvertenze

■ di Angelo Drusiani

Pensare che il divario tra ricchi e poveri possa ridursi sembra essere più un'utopia che una reale ipotesi, perchè, in effetti, s'assiste, anno dopo anno, ad un consolidamento delle ricchezze e, al polo opposto, delle povertà. Non dissimile è la situazione che s'è venuta a creare sul mercato obbligazionario, negli ultimi anni. Non solo gran parte delle nuove emissioni è preclusa ai piccoli risparmiatori,

ma, anche nella fase successiva, vi sono barriere di carattere normativo e pratico che escludono una parte importante di risparmiatori dall'accesso al mercato secondario.

Da un lato, molti intermediari non sono disponibili ad effettuare operazioni di acquisto per conto della clientela, se oggetto dell'ordine sono titoli obbligazionari emessi da società da meno di dodici mesi o se l'emittente ha inserito, tra le caratteristiche del prestito, il divieto di vendita in Italia. Dall'altro, laddove

Lunghissima scadenza e perpetui: selezione di titoli consigliati

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 20-10-09	RENDIMENTO LORDO	OPZIONE RIMBORSO A 100 * DATA	QUOTA	
								NUOVA CEDOLA EURO 3 MESI PIÙ	MINIMA EURO
XS0214965963	TELECOM ITALIA	5,25	17-03-55	BBB	79,83	6,67	-	-	100MILA
XS0254095663	LOTTOMATICA 1)	8,25	31-03-66	BB	94,50	9,41	31-03-16	5,05	50MILA
XS0225369403	BAYER 2)	5,00	29-07-05	BBB-	92,75	6,54	29-07-15	2,80	1000
FR0010239319	BNP PARIBAS 3)	4,875	PERPETUAL	A	84,00	5,93	17-10-11	-	1000
FR0010136382	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE 4)	4,196	PERPETUAL	BBB+	80,50	9,00	26-01-15	1,53	1000
XS0231436238	UNICREDITO ITALIANO 5)	4,028	PERPETUAL	BBB	72,75	10,34	27-10-15	1,76	50MILA
XS0256975458	GENERALI FINANCE 6)	5,317	PERPETUAL	A-	90,50	7,15	16-06-16	2,10	50MILA
XS0283629946	GENERALI FINANCE 7)	5,479	PERPETUAL	A-	91,00	7,09	08-02-17	2,14	50MILA
FR0010533414	GROUPAMA 8)	6,298	PERPETUAL	BBB+	75,00	11,19	22-10-17	2,60	50MILA
XS0371711663	INTESA SAN PAOLO 9)	8,047	PERPETUAL	A-	102,50	7,63	20-06-18	4,10	50MILA
XS0456541506	INTESA SAN PAOLO 10)	8,375	PERPETUAL	A-	104,30	7,74	14-10-19	6,87	50MILA






















- 1) 31-3-2016: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 6 mesi + 5,05 punti
- 2) 29-7-2015: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 2,80 punti
- 3) 17-10-2011: Possibile rimborso a 100
- 4) 26-1-2015: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 1,53 punti
- 5) 27-10-2015: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 1,76 punti
- 6) 16-6-2016: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 2,10 punti
- 7) 8-2-2017: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 2,14 punti
- 8) 22-10-2017: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 2,60 punti
- 9) 20-6-2018: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 4,10 punti
- 10) 14-10-2019: Possibile rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 6,87 punti

manchino queste tipologie di indicazioni che ostano alla presenza dei risparmiatori medio piccoli, intervengono aspetti tecnici altrettanto preclusivi: la presenza di una quota minima d'accesso all'investimento, quantificata in 50 o 100 mila euro. Se, nel primo caso, il divieto è quanto mai trasparente, in una parte consistente di casi, nel secondo il divieto stesso è molto meno appariscente quanto subdolo ed efficace. Immettere in portafoglio 50 mila euro significherebbe, in molti casi, attribuire a questa tipologia di emissione una quota del patrimonio gestito eccessiva. Basti pensare che esso rappresenterebbe il 10% di un capitale di mezzo milione di euro, che salirebbe al 20%, se la quota minima sottoscrivibile fosse pari a 100 mila euro. Di fatto, anche se non dal punto di vista contrattuale, molti risparmiatori non possono accedere a tipologie di strumenti di assoluto interesse.

EFFETTO MIFID

A sostenere il rifiuto di una parte di intermediari di acquistare particolari strumenti obbligazionari è intervenuta, nell'ultimo anno, la normativa MIFID, le cui regole sono molto severe in materia di propensione al rischio, e non consentono di scegliere prodotti finanziari i cui requisiti di rischiosità superino il valore consentito dal livello di adeguatezza del cliente. È pur vero che chi amministra da sé il proprio capitale potrebbe comunque derogare dalle regole di cui sopra, a condizione di assumersi le relative responsabilità, con una dichiarazione scritta. Ma, al tempo stesso, non tutti gli intermediari sono disposti ad accettare una simile tipologia di operatività, nel timore che eventuali insolvenze dei debitori finiscano per chiamarli in causa. Nell'ultimo anno, le opportunità in materia di titoli obbligazionari non sono mancate, anzi sono state moltissime, soprattutto relative ad emissioni ad elevato rendimento, pur in una fase di tassi molto bassi. Chi ha beneficiato delle assegnazioni di questi titoli, ha percepito ottimi rendimenti, mentre chi ne è rimasto escluso non ha potuto fare

La scala del Rating

	S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
Investment Grade Superiore			
	AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA
	AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO
	AA	AA2	
	AA-	AA3	
	A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA
	A	A2	DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
	A-	A3	
Investment Grade Inferiore			
	BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE
	BBB	BAA2	AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
	BBB-	BAA3	
Non Investment Grade			
	BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
	BB	BA2	AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
	BB-	BA3	
Non Investment Grade Inferiore			
	B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
	B	B2	AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
	B-	B3	
	CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ
	CCC	CAA	DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI
	CCC-		
	CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
	C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

altro che rivolgersi ai titoli governativi, la cui redditività è scesa a livelli molto bassi.

Per tornare al ragionamento iniziale, si è assistito, anche nell'ambito degli strumenti obbligazionari, un aumento sensibile del divario tra ricchi e meno ricchi, perché i primi, in forma diretta o indiretta, hanno immesso in portafoglio prodotti finanziari ad alta redditività, mentre i secondi hanno dovuto limitarsi ad accogliere le proposte del Tesoro italiano o di altri emittenti pubblici, che, nel corso del 2009, hanno potuto immettere sul mercato titoli assistiti da rendimenti molto bassi, il cui livello rappresenta il valore minimo assoluto, almeno fino ad ora.

Perché i titoli societari hanno tanto attratto gli investitori in questi

mesi? La risposta è nei numeri: i rendimenti offerti dalle emissioni governative, cui è attribuito il massimo grado di sicurezza, sono scesi a valori di poco superiori allo zero e poco remunerativi, se il confronto s'allarga alla dinamica inflazionistica. Se la scelta è l'acquisto di titoli con scadenza breve, l'investimento avrà un riscontro quanto mai deludente, ma non espone ad alcuna tipologia di rischio, compreso quello sul futuro dei tassi, mentre se ci si orienta verso strumenti a lunga durata, la redditività dei titoli sale, ma cresce, di pari passo, il rischio tassi, soprattutto ora, in una fase in cui i tassi stessi sono ai livelli minimi degli ultimi anni. Investire in obbligazioni societarie ha rappresentato una strategia "forzata", perché solo questa politica di gestione avrebbe

NOVEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 17-06-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
	RABOBANK NEDERLAND	4,375	22-01-14	AAA	105,38	3,00	1
	GENERAL ELECTRIC	4,25	06-02-14	AA+	102,04	3,72	2
	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,75	14-03-18	AA	106,72	3,80	3
	ENI	4,00	29-06-15	AA-	104,09	3,20	4
	ZURICH FINANCE USA	4,50	17-09-14	A+	103,83	3,63	5
	BMW FINANCE	4,25	22-01-14	A	102,62	3,57	6
	REPUBBLICA GRECA	4,50	20-05-14	A-	105,00	3,30	7
	DAIMLER	4,625	02-09-14	BBB +	102,66	3,97	8
	BRITISH TELECOM	5,25	23-06-14	BBB	102,85	4,55	9
	REPUBBLICA D'UNGHERIA	4,50	29-01-14	BBB -	100,25	4,43	10
	MOL HUNGARIAN OIL & GAS	3,875	05-10-15	BB+	83,87	7,31	11
	RENAULT	4,375	24-05-13	BB	98,71	4,71	12
	NORDIC TELECOM	8,25	01-05-16	BB-	106,75	6,16	13
	NORSKE SKOGINDUSTRIER	7,00	26-06-17	B+	66,25	14,57	14
	ISS FINANCING	11,00	15-06-14	B	108,50	8,52	15
	FORD CREDIT EUROPE	7,125	05-03-14	B-	95,50	8,77	16

Quota minima sottoscrivibile 50mila euro: titoli adatti a portafogli con importo di almeno 2milioni di euro

Capire lettere e numeri

NELLA TABELLA: LA SCALA DEL RATING, OVVERO LE VALUTAZIONI CON LE QUALI LE AGENZIE SPECIALIZZATE MISURANO L'AFFIDABILITÀ DI CHI EMETTE OBBLIGAZIONI, E UNA SERIE DI TITOLI DI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- | | |
|-----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 1 ■ BANCA COMMERCIALE OLANDESE | 12 ■ SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA FRANCESE |
| 2 ■ SEZIONE EUROPEA DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTI AMERICANA | QUOTA MINIMA 50MILA EURO |
| 3 ■ SOCIETÀ CHE GESTISCE FERROVIE TEDESCHE | 13 ■ SOCIETÀ TELEFONICA DANESE. |
| 4 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA ITALIANA | QUOTA MINIMA 50MILA EURO. |
| 5 ■ SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI SVIZZERA (SEDE AMERICANA) | POSSIBILE RIMBORSO A 104,125 L'1-5-2011 |
| 6 ■ SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA TEDESCA | 14 ■ SOCIETÀ CARTARIA NORVEGEESE. |
| 7 ■ EMITTENTE PUBBLICO | QUOTA MINIMA 50MILA EURO |
| 8 ■ SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA TEDESCA | 15 ■ SOCIETÀ MULTISERVIZI DANESE. |
| 9 ■ SOCIETÀ TELEFONICA INGLESE. QUOTA MINIMA 50MILA EURO | QUOTA MINIMA 50MILA EURO. |
| 10 ■ EMITTENTE PUBBLICO | POSSIBILE RIMBORSO A 105,50 IL 15-6-2011 |
| 11 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA UNGHERESE | 16 ■ FILIALE EUROPEA DELLA FINANZIARIA DELLA CASA |
| QUOTA MINIMA 50MILA EURO | AUTOMOBILISTICA USA |
| | QUOTA MINIMA 50MILA EURO |

be potuto assegnare al proprio portafoglio migliori possibilità di remunerazione del patrimonio. La domanda ininterrotta di strumenti emessi da debitori societari ha fatto salire le quotazioni, a partire dagli ultimi mesi dello scorso anno, e ora i rendimenti che offrono gli strumenti a breve durata e le emissioni di debitori con elevato grado di affidabilità sono di poco superiori a quelli che propongono i prestiti governativi.

È probabile che, in prospettiva, a fronte di una non improbabile risalita dei rendimenti e dei tassi ufficiali, ancorché in tempi non ravvicinati, il differenziale tra rendimenti dei titoli societari e dei titoli di Stato torni ad aumentare, perché, in fasi di tassi crescenti, gli strumenti societari sono soliti offrire una redditività che, via via, tende a distanziare quella offerta dalle emissioni di Stato, considerate più sicure ed affidabili. Ma ora, che fare, fino a che la situazione non muterà e gli investimenti non potranno godere di mercati a redditività superiori? Sarebbe necessario ricorrere ad una strategia che, pur con la prudenza e l'attenzione che ogni risparmiatore deve dedicare alla gestione del proprio patrimonio, si immettano in portafoglio prodotti finanziari con caratteristiche di maggior rischio. Il mercato è abbastanza generoso, perché strumenti che espongono a rischi tassi o debitori ve ne sono in numero elevato, ma l'investitore, all'atto di decidere una simile politica, non può non tenere conto della personale propensione al rischio. Tradotto in percentuali, chi ha una modesta voglia di rischiare dovrebbe limitare al 5% la quota massima di strumenti a maggiore rischiosità, chi ha voglia di rischiare, ma non in misura eccessiva, non dovrebbe destinare agli strumenti rischiosi una percentuale superiore al 12,50 per cento del patrimonio, mentre chi ama particolarmente il rischio può dedicare a questa tipologia di titoli fino al 25% del portafoglio. In ogni caso, è opportuno che la scelta dei prodotti che diverranno parte del patrimonio dell'investitore sia accompagnata dalla conoscenza che la strategia attuata farà assu-

mere rischi abbastanza importanti all'investitore stesso. Sarebbe anche indispensabile porre dei limiti di guadagno o di perdita, a seconda dell'andamento dei prezzi di mercato. Nel primo caso, la scelta è del risparmiatore, perché molto spesso il livello di guadagno che lo soddisfa muta da persona a persona. Anche nel secondo, la situazione non è molto diversa, ma sarebbe forse consigliabile di intervenire se la perdita supera il 10% del prezzo di acquisto del titolo, se essa deriva da un declassamento del debitore, mentre si può mantenere lo strumento in portafoglio fino a scadenza, anche a fronte di perdite superiori alla quota indicata, se essa deriva da un rialzo dei tassi, nel caso di titoli a cedola fissa, dal momento che, alla naturale scadenza, il rimborso avverrà comunque al valore nominale, 100, a prescindere dalle vicende che hanno caratterizzato gli scambi del titolo nel mercato secondario.

QUALI STRUMENTI

A quali strumenti affidarsi? Ancora alle emissioni definite perpetual, laddove gli intermediari, da un lato, e il grado di adeguatezza ai rischi dei risparmiatori, dall'altro, consentano che la compravendita abbia luogo. Ancora agli strumenti con durata molto lunga. Ancora ai prestiti societari con un rating basso, che rientra tra quelli definiti "non investment grade". Altre scelte configurano inevitabilmente un ritorno in termini di redditività dell'investimento molto modesto, pari o di pochissimo superiore al tasso d'inflazione. In particolare, le emissioni con durata breve, a prescindere dalla tipologia di debitore, sia titolo di Stato, sia obbligazioni societaria, offrono rendimenti che, al netto di costi e commissioni, superano a fatica la dinamica dell'inflazione attuale, anche se essa esprime una crescita bassissima. Scegliendo questa tipologia di strumenti, si assume fin da subito un livello di rischiosità medio alto, soprattutto per le prospettive dei tassi d'interesse, che, in futuro, non potranno che salire, alla luce degli attuali minimi rendimenti. ■

“ Sarebbe necessario ricorrere ad una strategia che, pur con la prudenza e l'attenzione che ogni risparmiatore deve dedicare alla gestione del proprio patrimonio, si immettano in portafoglio prodotti finanziari con caratteristiche di maggior rischio ”

Analisi di un bond a larga diffusione acquistabile sul mercato dagli investitori privati. Valutazione dei rischi e indicazioni operative



Angelo Drusiani

UNA BANCA PER SUPERARE I BTP

Scadenza 2019

INTESA  SANPAOLO

INTESA SAN PAOLO
5,00% 23 SETTEMBRE 2019

RATING S&P	A+
QUANTITÀ EMESSA COMPLESSIVA	1,5 MILIARDI
MONETA D'EMISSIONE	€URO
CODICE ISIN	XS0452166324
PAGAMENTO CEDOLA	23 SETTEMBRE
PREZZO D'EMISSIONE AL PUBBLICO	99,147
DATA DI REGOLAMENTO IN COLLOCAMENTO	23/09/2009
RENDIMENTO LORDO IN EMISSIONE	5,11%
DIFF. DI RENDIM. SU BUND 3,50% 4/7/2019	174/100 DI PUNTO
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	50 MILA EURO

Mai come in questa fase la domanda di obbligazioni bancarie ha toccato livelli tanto alti, complice, da un lato, il livello di sicurezza che il sistema bancario ripropone, dopo i difficili momenti vissuti nei mesi scorsi, e, dall'altro, la forte presenza di questa tipologia di emittenti sui mercati. Lo strumento appena collocato (l'operazione è avvenuta a fine settembre scorso) potrebbe non essere disponibile per tutti gli investitori, al di là della quota minima d'accesso, fissata in 50 mila euro, e che si ripropone per gli acquisti successivi: in pratica, è possibile immettere in portafoglio 50 mila euro di questa emissione e i suoi multipli. Non è la durata del titolo a limitare la presenza degli investitori tradizionali, ma l'aver riservato a quelli istituzionali la sottoscrizione in fase di collocamento. Una volta superata questa fase, teoricamente, a chi non ha potuto partecipare all'acquisto sul mercato primario potrebbe essere consentito dagli intermediari d'acquisto di farlo sul mercato secondario.

SE ITASSI SI MUOVONO...

Superato questo aspetto tecnico, cui occorre prestare molta attenzione, le caratteristiche dello strumento espongono ad un solo rischio importante, quello relativo al futuro dei rendimenti di mercato. Il prezzo di un'emissione con durata decennale è particolarmente sensibile alle attese sull'andamento dei tassi d'interesse: ad ogni punto d'incremento o di calo dei tassi attesi, la quotazione subisce un'oscillazione di circa otto punti. In fase di emissione, il rendimento lordo del titolo superava quello dei titoli governativi tedeschi di quasi due punti e di poco più di un punto la redditività offerta dai titoli di Stato italiani con analogo durata.

Nel corso degli scambi sul mercato secondario, il differenziale è leggermente diminuito, ma resta ancora interessante e pari a circa un punto, se confrontato con il Btp con scadenza 1 settembre 2019. Il titolo s'adatta perfettamente all'investitore cassetista, perché offre un flusso per interessi alto. La barriera all'entrata, 50 mila euro, fa sì che l'emissione andrebbe depositata in portafogli con un patrimonio gestito di almeno 1 milione di euro, perché occuperebbe, in questo caso, un peso del 5%, livello minimo indicato per chi ha una minore propensione al rischio. ■

Valutazione rischi di INVESTIRE

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	30
RISCHIO EMITTENTE	7,5
RISCHIO LIQUIDITÀ	25
RISCHIO CAMBIO	0

VALUTAZIONE MEDIA
SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 15,625
VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 20,833

Quota consigliata in portafoglio

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	17,50%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	12,50%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	5,00%