

# CERCARE RENDIMENTI CON QUESTI STRUTTURATI

**Sono titoli molto particolari che oggi si comprano a prezzi ribassati. In vista di tassi stabili possono tornare allettanti. Ecco perché, con la valutazione di opportunità e rischi**

■ di Angelo Drusiani

**E**siste un comparto del mercato obbligazionario che espone ad una tipologia di rischiosità a volte inattesa o, forse, non valutata come meriterebbe. La storia non è recente, anche se recenti sono alcuni strumenti, i cui prezzi hanno subito oscillazioni negative molto importanti. Le prime emissioni definite strutturate sono riconducibili alle obbligazioni convertibili. Perché strutturate? Perché, all'atto del collocamento, una o più caratteristi-

che non hanno un'indicazione predefinita, ma un valore in evoluzione, il cui importo dipende da un parametro di riferimento. Sia il futuro flusso cedolare, sia la tipologia o il valore del rimborso possono non essere noti, in fase d'emissione, ma divenirlo durante la vita del prestito, tenendo conto delle variazioni che interverranno al parametro di riferimento. L'obbligazione convertibile è l'esempio tipico dell'obbligazione strutturata, perché sia il suo prezzo di mercato, sia la decisione strategica se conservarla qua-

## Selezione di titoli consigliati

ISIN	TITOLI A CEDOLA INDICIZZATA	CEDOLA	SCADENZA	RATING	PREZZO	CALCOLO CEDOLE
<b>CMS*</b>						
XS0215963702	MERRILL LYNCH	3,44	7-04-2024	A+	93,34	1
XS0222189564	REPUBLIC OF ITALY	3,579	16-06-2024	AA-	95,29	2
<b>STEEPENER**</b>						
XS0209060812	KFW	4,00	27-01-2019	AAA	88,04	3
XS0209956530	BEI	4,00	10-02-2019	AAA	87,12	4
XS0211020085	BEI	5,00	5-02-2024	AAA	83,92	5
XS0219070652	BEI	5,00	21-05-2024	AAA	82,65	6
XS0220720303	BEI	6,00	18-06-2024	AAA	86,00	7
DE000A0E82Y0	KFW	5,00	11-08-1934	AAA	74,53	8
XS0211568331	BANK OF SCOTLAND	6,00	8-02-1939	AA	78,58	9
XS0211284491	RABOBANK	5,00	1-03-1939	AAA	80,15	10

(1) 85% TASSO DECENNALE AREA EURO ■ (2) 85% TASSO DECENNALE AREA EURO, MINIMO 2%, MASSIMO 7% QUOTA MINIMA 10MILA EURO, POSSIBILI RESTRIZIONI VENDITA ■ (3) 4% FINO A 26-1-07, POI TRE VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2ANNI ■ (4) 4% FINO A 9-2-07, POI TRE VOLTE IN DIFFERENZIALE 10/2 ANNI; MINIMO 2% ■ (5) 5% FINO A 4-2-08, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2 ANNI, MINIMO 1,50%, MASSIMO 8% ■ (6) 5% FINO A 20-5-08, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2 ANNI; MINIMO 1,25%, MASSIMO 8% ■ (7) 6% FINO A 17-6-07, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2 ANNI; MINIMO 1,50% ■ (8) 5% FINO A 10-8-09, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2; MINIMO 1,25%, MASSIMO 9% ■ (9) 6% FINO A 7-2-09, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2; MINIMO 2,50%, MASSIMO 10% ■ (10) 5% FINO A 28-2-10, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE 10/2 ANNI, MINIMO 2%, MASSIMO 10%

**CMS\*** Cedole future indicizzate a tassi decennali.  
**STEEPENER\*\*** Cedole future indicizzate al differenziale di rendimento tra 10 e 2 anni.

le obbligazione o trasformarla in azione, dipenderanno dall'andamento del titolo azionario di riferimento. In pratica, tra le caratteristiche dello strumento convertibile, è riportato il cosiddetto rapporto di conversione, dal quale deriverà la convenienza o meno dell'investitore a trasformare l'obbligazione in azione. Ma la vera sorpresa è che il titolo strutturato più diffuso sul mercato obbligazionario è un'emissione del nostro Tesoro. Si tratta del Cct, Certificato di Credito del Tesoro, che, all'atto del collocamento, ha nota una sola cedola, la prima, mentre tutte quelle successive assumeranno il valore, sulla base del rendimento offerto in asta dai Bot con durata 180 giorni circa. La differenza fondamentale tra i due primi titoli strutturati è il grado di rischiosità cui assoggettano l'investitore, alto il primo, praticamente nullo il secondo.

### LEGATI AI TASSI

A partire dal 1998, una serie di nuovi titoli strutturati ha interessato i mercati obbligazionari: reverse floater, equity o index linked, curve TARN, CMS, Curve spread note. Al di là della terminologia anglosassone, la maggior parte degli strumenti fa riferimento all'andamento dei tassi d'interesse, fatta eccezione per gli equity o index linked, che si rapportano direttamente ai mercati azionari. I più diffusi, in questa fase di mercato, sono le emissioni definite CMS e le Curve spread note, definite pure steepener. I due prodotti finanziari sono collocati con durate di lungo periodo, e si differenziano per il calcolo delle cedole future. Nel primo caso, esse saranno pari ad una percentuale del tasso decennale d'area euro. Nel secondo, esse dipenderanno dallo sviluppo di una formula, che prevede che il differenziale tra il rendimento dei titoli decennali e dei titoli biennali venga moltiplicato per un coefficiente fissato all'atto dell'emissione. E' strategicamente corretto immettere in portafoglio questa tipologia di strumenti, in una fase in cui, probabilmente, l'attesa di rialzo dei tassi potrebbe essere giunta al capolinea? Paradossalmente, sì. Da un lato, perché ora le quotazioni di queste obbligazioni sono sensibilmente diminuite, sull'attesa di un

rendimento molto basso, da parte dei titoli lunghi, dall'altro, perché il differenziale di rendimento tra emissioni lunghe e brevi d'area euro è sceso ulteriormente, negli ultimi tempi, e sembrerebbe voler imitare quanto accade negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove il differenziale stesso è di segno negativo. Paradossalmente sì, perché, in prospettiva, questa situazione dovrebbe modificarsi: se ora il rendimento dei titoli lunghi è sceso, lo si deve, in gran parte, alla politica monetaria attuata dalla Banca Centrale Europea, che, aumentando il livello dei tassi d'interesse ufficiali, ha ridotto il rischio che, in futuro, il costo della vita possa aumentare.

### SI GUADAGNA SE...

Dal momento che detta politica potrebbe essere giunta al termine, è probabile che, nei prossimi mesi, a

fronte di tassi stabili o, addirittura, nuovamente calanti, i timori sull'inflazione futura si riaccendano, spingendo al rialzo i rendimenti dei titoli lunghi, sui quali, in prospettiva, l'effetto inflazione si manifesta in misura molto più accentuata. Al tempo stesso, ad un incremento dei rendimenti dei titoli lunghi potrebbe corrispondere una riduzione di quelli brevi, i cui valori tendono a seguire l'andamento dei tassi ufficiali, previsti, come s'è anticipato, stabili o in discesa. Se questa situazione dovesse realizzarsi, il livello delle cedole future di questi strumenti salirebbe, perché ambedue le tipologie fissano il valore delle cedole stesche al rendimento delle emissioni decennali, che, per le obbligazioni definite steepener, aumenterebbe di velocità, grazie al calcolo del differenziale tra il rendimento lungo, previsto in ascesa, e quello breve,

## La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
<b>Investment Grade Superiore</b>		
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 DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A	A2	
A-	A3	
<b>Investment Grade Inferiore</b>		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>		
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
B	B2	
B-	B3	
CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBLIGAZIONI
CCC	CAA	
CCC-		
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

## Quanti sanno che lo strutturato più diffuso è il Cct?

previsto in calo.

Quali i rischi che nascono da questa strategia d'investimento? Soprattutto uno: la possibilità che l'ipotesi palese non si realizzi, e i rendimenti restino a lungo su valori molto bassi, sia per le durate brevi, sia per quelle lunghe. In questo caso, il valore delle future cedole potrebbe attestarsi a dati molto bassi, vicini allo zero, qualora non sia previsto un suo valore minimo. Se così fosse, le quotazioni delle obbligazioni s'attesterebbero su prezzi inferiori a quelli attuali, già particolarmente interessanti, poiché, in alcuni casi, sono scese a circa 15 punti al di sotto della parità, 100. La scelta d'immettere questi strumenti in portafoglio dipende anche dalla propensione al rischio: se essa è di livello medio, si può destinare fino al 5% del patrimonio a questo comparto, che può raddoppiare, se la propensione è elevata. ■

## 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 TEDESCA
- 2) COMPAGNIA NORVEGESE SPECIALIZZATA IN FINANZIAMENTI A LUNGO TERMINE
- 3) FERROVIE TEDESCHE
- 4) MINISTERO DEL TESORO PORTOGHESE
- 5) AZIENDA OLANDESE PRODUTTRICE DI BENI ALIMENTARI E PER LA CURA PERSONALE
- 6) TELEFONIA TEDESCA
- 7) AZIENDA SVIZZERA PRODUTTRICE DI CEMENTO
- 8) AZIENDA TEDESCA PRODUTTRICE DI CEMENTO
- 9) AZIENDA FRANCESE PRODUTTRICE DI PNEUMATICI
- 10) AZIENDA FRANCESE CHE OPERA NEL COMPARTO TELECOMUNICAZIONI
- 11) AZIENDA TELEFONICA DANESE
- 12) RATING SOTTO ESAME: POSSIBILITÀ ULTERIORE CALO

## NOVEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DE0002760956	KFW	3,50	5-07-2019	AAA	97,15	3,89	1
XS0166901396	A/S EKSPORTFINANS	3,50	17-04-2012	AA+	99,55	3,80	2
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN	4,25	9-07-2019	AA	101,27	4,07	3
PTOTE30E0017	OBRIGACOES DO TESOURO	3,35	16-10-2019	AA-	95,76	3,94	4
XS0230663196	UNILEVER	3,375	30-09-2019	A+	93,49	4,27	5
XS0249239830	REPUBBLICA SLOVACCA	4,00	27-03-2025	A	98,23	4,16	
DE000A0GTCB9	DEUTSCHE TELEKOM	4,75	1-06-2020	A-	99,03	4,88	6
XS0207037507	HOLCIM FINANCE	4,375	10-02-2018	BBB+	99,43	4,46	7
XS0145624432	REPUBBLICA DI BULGARIA	7,50	16-01-2017	BBB	117,58	4,23	
DE0002966850	HEIDELBERGCEMENT	4,75	10-04-2013	BBB-	101,32	4,16	8
FR0010034298	MICHELIN	6,375	4-12-2037	BB+	102,59	6,30	9
FR0000492092	ALCATEL	4,38	18-02-2013	BB	100,04	4,35	10
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	7-07-2016	BB-	96,62	5,43	
XS0224869189	FORD CREDIT EUROPE	5,00	17-07-2011	B+	99,83	5,17	
XS0146556385	TELEDANMARK	6,50	20-04-2016	B	104,37	5,55	11
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	4-07-2017	B-	93,70	8,51	12