

QUALI CORPORATE BOND METTERE IN PORTAFOGLIO

Focus

■ Quante obbligazioni societarie (corporate bond) è bene avere in un investimento obbligazionario equilibrato? E di quale tipo?

■ Un portafoglio consigliabile è quello classico in cui titoli di Stato e governativi sono presenti in parti uguali (50% e 50%).

■ Per la quota di titoli societari è bene suddividere il rischio tra molte emissioni diverse, che vanno scelte tenendo conto sia del settore industriale, sia del rendimento offerto sia della liquidabilità, cioè della facilità con la quale si possono rivendere prima della scadenza in caso di necessità di denaro.

■ Nel servizio di queste pagine i lettori trovano, insieme alla composizione suggerita per il portafoglio obbligazionario e ad una conseguente selezione di titoli consigliati, tutte le valutazioni e i ragionamenti da fare per arrivare alle decisioni di investimento.

Stabilito che una quota equilibrata è il 50% dell'intero investimento obbligazionario, ecco come suddividere il rischio tra diverse società emittenti e quali titoli scegliere. Tenendo conto del rendimento ma anche della facilità di rivenderli

■ di Angelo Drusiani

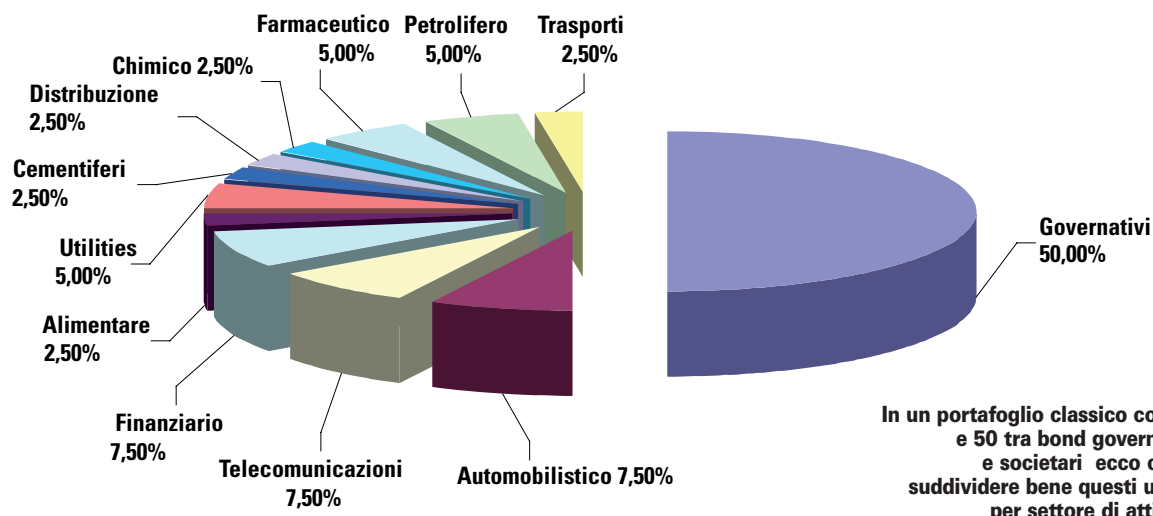
Un unico mercato, ma tanta concorrenza! Tra titoli di Stato e obbligazioni societarie, la competizione è salita di tono, soprattutto negli ultimi anni. Il costante calo dei rendimenti, che solo negli ultimi mesi hanno ripreso ad aumentare gradualmente, ha indotto gli investitori a cercare forme alternative di risparmio, nella speranza di ottenere una forma migliore di redditività. Ad attrarre la loro attenzione sono state le proposte delle emissioni obbligazionarie delle società (le cosiddette corporate), presenti sotto forma di un numero elevato di debitori, con offerte molto diverse tra di loro, per durata, tipologia di cedole, grado di affidabilità e liquidità sul mercato secondario. In effetti, non basta il rendimento proposto dagli emittenti, per decidere di investire in obbligazioni societarie. Occorre una disamina approfondita, che prenda in seria considerazione ogni aspetto dello strumento che si vorrebbe immettere in portafoglio, per competere con le emissioni pubbliche, i titoli di Stato e governativi. Questi ultimi hanno

dalla loro parte alcune, fondamentali caratteristiche: la semplicità dello strumento, dove cedola e durata sono sempre note, con l'eccezione dei titoli a tasso variabile italiani, i Cct, il cui flusso cedolare varia ogni sei mesi, sulla base del risultato dell'asta dei Bot semestrali; e, soprattutto, la facilità con cui è possibile acquistarli o venderli sul mercato secondario, grazie all'elevata quantità di titoli in circolazione, per singola emissione. L'elevata liquidità o liquidabilità dei titoli di Stato consente all'investitore di avere in portafoglio strumenti finanziari che possono essere trasformati in denaro contante in tre giorni lavorativi, che scendono a due per i Bot e per alcuni titoli governativi di altri Paesi europei, e, addirittura, ad uno solo, per analoghi strumenti inglesi o statunitensi. E' un dato da non sottovalutare, questo, perché la necessità di rivolgersi al mercato, per vendere anzitempo uno strumento acquistato con l'intenzione di mantenerlo in portafoglio fino alla naturale scadenza si può presentare molto più spesso di quanto s'ipotizzi. L'acquisto di un immobile può essere una delle ragioni che inducono a prendere questa decisione, ma anche il desiderio di modificare la forma d'investimento, o altre motivazioni, quali un viaggio, l'arredamento della casa, o altro.

NON SEMPRE LIQUIDE

Sapere di poter contare, in ogni momento, su un prodotto che il mercato valorizza ed è disposto ad acquistare senza particolari problemi, rappresenta una caratteristica che è tipica dei titoli pubblici, ma non sempre lo è per le obbligazioni societarie. In particolare, per quelle collocate per importi complessivi modesti, inferiori ai cinquecentomila euro. Molto spesso, i prestiti che non raggiungono

Come suddividere per settori la quota di obbligazioni societarie



no questo valore finiscono per essere scambiati in misura modesta, sul mercato secondario; a volte i prezzi d'acquisto e di vendita sono molto distanti tra di loro, perché gli operatori che ne fissano le quotazioni sono scarsamente interessati a trattarli. Per contro, la redditività che offrono le obbligazioni societarie tende ad essere superiore a quelle dei titoli governativi, anche se, come accade in alcuni casi, queste ultime sono assegnatarie di gradi d'affidabilità superiori. Non è certo una novità che a General Electric sia attribuito in massimo livello di rating, (AAA), mentre ai titoli del Tesoro italiano sia attribui-

to il rating A+, quattro gradini al di sotto. Le emissioni pubbliche francesi, tedesche, inglesi, statunitensi, ma anche spagnole o olandesi sono invece giudicate con il massimo dei voti, ed è anche per questa ragione che, in ambito euro, i prestiti del Tesoro italiano si trovano a pagare rendimenti superiori. Non accade altrettanto nei confronti delle obbligazioni General Electric con pari durata, sia perché il debitore non pubblico, essendo meno noto, trova un mercato meno disposto ad accoglierne le proposte, sia perché la minore quantità di strumenti in circolazione, per singola emissione, rappresenta un

elemento negativo, a prescindere dall'importo collocato. Esso è, di norma, decisamente inferiore anche alla più piccola delle emissioni proposte da un debitore pubblico. Le considerazioni svolte hanno un duplice obiettivo. Da un lato, il desiderio di rendere edotti i risparmiatori sulle diverse tipologie di strumenti che il mercato obbligazionario offre, nella sua totalità. Dall'altro, la strategia da attuare, nel momento in cui si decide come suddividere il proprio portafoglio titoli, sulla base delle conoscenze acquisite in materia e sulla base della personale propensione al rischio. Qualora non vi siano restri-

Selezione di titoli consigliati

ISIN	EMITENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	RENDIMENTO LORDO	SETTORE PRODUTTIVO
XS0161467492	HALIFAX BANK OF SCOTLAND	3,75	24-01-2012	AA	99,84	3,92	BANCARIO
XS0186529607	AUSTRALIAN & N.ZEALAND BANK	3,625	26-05-2013	AA-	99,04	4,11	BANCARIO
XS0154143241	VOLKSWAGEN FINANCE	4,875	11-03-2012	A-	100,87	4,06	AUTOMOBILISTICO
XS0189497414	BMW FINANCE	3,875	7-04-2015	A+	98,58	4,25	AUTOMOBILISTICO
FR0000474975	VEOLIA ENVIRONNEMENT	4,875	29-05-2017	BBB	101,52	4,59	UTILITIES
XS0221295628	ENERGIAS DE PORTUGAL	3,75	23-06-2019	A	94,51	4,55	UTILITIES
XS0100276244	TELECOM ITALIA	6,13	31-07-2013	BBB+	105,04	4,40	TELECOMUNICAZIONI
IT0004019581	BTP	3,75	2-08-2020	A+	96,27	4,27	GOVERNATIVI
DE0001137156	BUNDES	3,50	13-09-2012	AAA	99,31	3,94	GOVERNATIVI
FR0010126904	BOUYGUES	4,375	30-10-2018	A-	98,32	4,63	CEMENTIFERO
XS0205790214	DEUTSCHE BAHN	4,25	24-11-2020	AA	99,28	4,34	TRASPORTI
XS0207037507	HOLCIN FINANCE	4,375	10-12-2018	BBB+	98,67	4,58	CEMENTIFERO

Una selezione consigliata di titoli obbligazionari governativi e societari dei settori più interessanti.

zioni di carattere tecnico o economico, nulla vieta all'investitore di scegliere strumenti ad altro rischio, sia perché espressione di debitori a basso grado d'affidabilità, sia perché rappresentativi di prestiti a scarsa grado di liquidità. Anzi, molto spesso, è grazie alla presenza di questi strumenti che la redditività complessiva del portafoglio assume valori più interessanti. Purtroppo, negli ultimi anni, un numero elevato di obbligazioni di società ha subito restrizioni alla vendita al dettaglio non trascurabili, provenienti sia da espliciti divieti in fase di sottoscrizione delle emissioni stesse, sia da impedimenti finanziari, legati alle quantità minime acquistabili, fissate in 50 o 100 mila euro, in molti casi, e, in alcuni, in 10 mila euro. E' evidente come una simile indicazione escluda una parte consistente di risparmiatori dal poter accedere a questa tipologia di prodotti. Meno rigida è la norma che esclude il risparmiatore privato dalla possibilità d'intervenire in fase di sottoscrizione di un prestito, perché, dopo un anno dal suo collocamento, gran parte di queste obbligazioni diviene accessibile, grazie alla norma che fissa proprio in un anno dall'emissione del prestito stesso la responsabilità a carico dell'intermediario, nel caso di inadempimento della società debitrice. Indubbiamente, in un simile arco temporale, le condizioni dei mercati possono sensibilmente mutare!

SUDDIVIDERE IL RISCHIO

Dal punto di vista della suddivisione del rischio debitore, gli emittenti societari dovrebbero essere largamente favoriti, perché i comparti produttivi presenti sul mercato obbligazionario sono numerosi: si va dall'automobilistico al petrolifero, ai trasposti, al chimico, al farmaceutico, all'alimentare, al finanziario, alle telecomunicazioni. Forte anche la presenza del settore servizi, aziende che forniscono gas, elettricità, acqua, ma anche del settore cementifero e quello della distribuzione. Suddividere il portafoglio tra questi emittenti significherebbe avere un numero elevatissimo di obbligazioni, strategia che espone ad un rischio emittente ben delimitato, anche

se, in alcuni casi, ci si dovrebbe confrontare con prestiti di importo abbastanza contenuto, perché le società di alcuni comparti produttivi, quello petrolifero o quello farmaceutico, ricorrono al mercato in misura abbastanza modesta, non avendo necessità di reperire liquidità, se non in casi particolari, vedi fusioni con altre aziende o acquisizioni delle stesse. Volendo strutturare un portafoglio equilibrato, la suddivisione avverrebbe nella forma più classica, attribuendo il 50% del portafoglio stesso ai titoli pubblici e l'altra metà ai titoli societari, suddivisi tra di loro sia a seconda della redditività che offrono, sia a seconda della liquidità dei prestiti sul mercato secondario. Una suddivisione dei debitori è da attuare anche tra i titoli pubblici, scegliendo tra i Paesi d'area euro, se non si vuole assumere il rischio cambio, anche se i rendimenti propo-

sti, con l'esclusione di quelli italiani, sono abbastanza simili. Suddividerli consente anche di procurarsi entrate per flusso d'interessi che possono essere fissati con le scadenze che maggiormente interessano al singolo investitore.

QUALI GOVERNATIVI

Ad eccezione dei titoli italiani, che pagano gli interessi due volte all'anno, tutti gli altri debitori pubblici d'area euro pagano le cedole con cadenza annuale. In quest'area, oltre ai classici Btp o Cct, c'è spazio per i Bundes tedeschi o per gli Oat francesi o per i Bonos spagnoli, ma anche per le emissioni greche o portoghesi, che pagano rendimenti simili a quelli italiani. Tra le obbligazioni, i settori da privilegiare, per redditività e liquidità, sono l'automobilistico, quello delle telecomunicazioni, il fi-

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 DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI	■
■ A	A2		■
■ A-	A3		■
Investment Grade Inferiore			
■ BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI	■
■ BBB	BAA2		■
■ BBB-	BAA3		■
Non Investment Grade			
■ BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE	■
■ BB	BA2		■
■ BB-	BA3		■
Non Investment Grade Inferiore			
■ 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 OBBLIGAZIONI	■
■ CCC	CAA		■
■ CCC-			■
■ CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO	■
■ C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO	■

nanziario, cui seguono quello dei servizi, il farmaceutico e quello petrolifero. Se il portafoglio ha un valore abbastanza elevato, è possibile immettere un numero di emissioni tale da consentire un flusso per interessi mensile, che integra positivamente le entrate fisse dell'investitore, procurate da stipendi o da pensioni. Si attuerebbe, in questo caso, una strategia molto interessante, che soddisfa la suddivisione del rischio emittente, di quello tassi, perché si possono scegliere durate diverse, e quello liquidità, perché si può optare per prestiti collocati per importi elevati. Restando in area euro, non esiste il rischio cambio, che, volendo, lo si può assumere, investendo in emissioni denominate in dollari statunitensi, ipotizzando che, nella seconda parte dell'anno, la moneta americana possa recuperare. ■

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 TITOLIDI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- 1) SOCIETA' CHE RACCOGLIE FINANZIAMENTI PER GENERAL ELECTRIC
- 2) MUNICIPALITA' TEDESCA
- 3) AZIENDA FERROVIARIA TEDESCA
- 4) AZIENDA GIAPPONESE FORNITRICE DI ELETTRICITA'
- 5) SOCIETA' USA COSTRUTTRICE DI SISTEMI COMPUTERIZZATI
- 6) SOCIETA' FRANCESE DELLA GRANDE DISTRIBUZIONE
- 7) SOCIETA' FRANCESE DI COSTRUZIONI D'IMMOBILI
- 8) SOCIETA' TEDESCA COSTRUTTRICE DI AUTOMOBILI
- 9) SOCIETA' FRANCESE CHE OPERA NEL SETTORE ALIMENTARE
- 10) SOCIETA' INGLESE CHE OPERA NEL SETTORE BEVANDE
- 11) SOCIETA' DEL GRUPPO HILTON HOTELS
- 12) SOCIETA' FARNCESE CHE OPERA NEL SETTORE IMPIANTI PER TELCOMUNICAZIONI
- 13) CEDOLA VARIABILE TRE MESI EURIBOR PIU' 1 PUNTO
- 14) SOCIETA' USA CHE OPERA NEL SETTORE TELECOMUNICAZIONI
- 15) SOCIETA' DANESE DI SERVIZI CHE OPERA IN PIU' SETTORI

GENNAIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0272770396	GENERAL ELECTRIC CAPITAL FUNDING	4,13	28-10-2020	AAA	97,99	4,38	1
DE0001040400	LAND BADEN WUETTEMBERG	3,25	19-01-2020	AA+	93,05	4,20	2
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,75	15-03-2022	AA	102,76	4,43	3
XS0096998561	TOKYO ELECTRIC POWER	4,375	15-05-2013	AA-	100,7	4,04	4
XS0212050792	IBM CORPORATION	3,00	9-02-2014	A+	96,64	4,20	5
XS0167864544	CARREFOUR	4,375	16-06-2015	A	100,27	4,30	6
FR0010126904	BOUYGUES	4,375	30-10-2018	A-	98,22	4,65	7
XS0242491230	REPUBBLICA DI POLONIA	3,625	2-02-2020	BBB+	94,21	4,42	
XS0202043039	DAIMLERCHRYSLER	4,25	5-10-2015	BBB	98,38	4,64	8
FR0000485807	CASINO GUICHARD PERRACH	6,00	7-03-2012	BBB-	101,85	4,25	9
XS0149165986	ALLIED DOMECQ FINANCE	5,875	13-06-2013	BB+	103,23	4,40	10
XS0145190681	LADBROKERS GROUP FINANCE	6,50	18-07-2013	BB	103,68	4,87	11
FR0000492092	ALCATEL-LUCENT	4,375	18-02-2013	BB-	99,99	4,38	12
XS0202314083	FORD CREDIT EUROPE	4,722	1-10-2013	B+	98,86	5,21	13
XS0111469614	COLT TELECOM GROUP	7,625	16-12-2013	B	101,66	6,98	14
XS0206714247	ISS GLOBAL	4,50	9-12-2018	B-	87,5	6,58	15