

TELECOM, ECCO PERCHÉ FARE UN PENSIERINO SULLA CONVERTIBILE

Emesso nel 2001, in buona parte ancora sul mercato, il titolo garantisce almeno il 5,5% in un anno e mezzo. Ma se si concretizzano alcune circostanze favorevoli può rendere molto di più

■ di Sergio Pigoli
sergio.pigoli@pigoliconsulenza.it

A volte ritornano. Così si potrebbe parafrasare nel caso di un vecchio strumento finanziario emesso da Telecom Italia nell'ormai lontano 2001. Si tratta della vecchia obbligazione convertibile emessa come parte del programma di finanziamento dell'Opa realizzata con successo dal gruppo dei Capitani Coraggiosi che presero il controllo dell'ex monopolista delle telecomunicazioni italiane. Ironia della sorte l'allora amministratore delegato della società era, anche se di qualche anno più giovane, quel Franco Bernabè oggi di nuovo Amministratore Delegato, anche se nominato da un gruppo di controllo profondamente diverso.

VECCHIO TITOLO NUOVA SOCIETÀ

Nel frattempo la maggioranza e le strategie di Telecom sono cambiate. Da Colaninno, Gnutti e compagni di cordata si è passati alla Pirelli di Tronchetti Provera per finire, nell'attuale composizione di controllo, a un gruppo di banche e assicurazioni con gli spagnoli della Telefonica come socio industriale. Nessuno può essere certo che l'attuale composizione del comando di Telecom Italia rimarrà questa per lungo tempo. Nel frattempo l'obbligazione convertibile è ancora trattata sul mercato. Certo dell'importo originario di 2,420 milioni di euro una buona parte risulta essere già stata convertita. Negli anni le mutevoli condizioni dei mercati finanziari hanno reso conveniente al gruppo di controllo e a diversi hedge funds richiedere la conversione di queste obbli-

gazioni e la conseguente trasformazione in azioni. Ad oggi risultano in circolazione solo 485 milioni di euro, certo non più le dimensioni di una Jumbo convertibile come al momento dell'emissione, ma pur sempre un importo ragguardevole.

Perché tornarne a parlarne ora? Le mutevoli condizioni dei mercati (vedere grafici 1 e 2) ripropongono oggi un investimento in questo strumento con caratteristiche diverse rispetto al passato.

APPREZZAMENTO

Comperare un'obbligazione convertibile in zona azionaria, con prezzi al di sopra della parità, significa non tanto puntare sul rendimento della cedola, che nel caso della Telecom è dell'1,5% annuo, ma sull'eventuale apprezzamento del corso. Così come quando si compra un'azione, se il prezzo scende alla perdita di valore non si presenta alcun paracadute. Tuttavia le condizioni di prezzo attuali sono diverse. Anche se il prezzo di mercato non lo direbbe, il valore si aggira attorno a 111,00. In realtà da prospetto queste obbligazioni, se non convertite, verranno rimborsate a 118,378 alla loro scadenza, e cioè il primo gennaio 2010. Ciò significa che, dando per scontato che la società rimborsi il suo debito, tra cedole e differenziale di prezzo il rendimento a scadenza si colloca a livelli superiori al 5,50% lordo per un investimento di circa un anno e mezzo. Ma un paio di altre considerazioni possono essere fatte. Trattandosi di un'obbligazione convertibile per tutta la sua durata spettano, fatte le debite proporzioni, diritti di sottoscrizione in caso di aumenti di capitale. Non è detto che ciò si veri-

Da sapere

■ Obbligazioni convertibili

Sono strumenti ibridi del debito che offrono agli investitori il diritto di essere rimborsati o con liquidità o con azioni. Quando i trend azionari sono in fase di rialzo, il mercato "anticipa" un rimborso in azioni, pertanto le obbligazioni convertibili tendono a seguire l'andamento delle azioni, beneficiando in parte della fase rialzista. Nei periodi ribassisti invece, il mercato "anticipa" un rimborso in liquidità, quindi le convertibili tendono a comportarsi come obbligazioni tradizionali con bassa volatilità e rischio contenuto.

SECURITY DESCRIPTION		Page 1 / 1	
TELECOM ITALIA	TITIM 1 % 01/10	110.9000/111.1700	(5.62/5.45) EXCH
CONVERTIBLE INFORMATION			
CONV TO	0.4716 SHARES	IDENTIFIERS	
PER	1.00 NOMINAL DP100%	ISIN	IT0003187215
TIT (IM)	€1.36 (0.08)	Italy	318721
ISSUE INFORMATION			
CONVERTIBLE UNTIL	12/15/09	RATINGS	
PREMIUM	64.14	BBB	BBB
SECURITY INFORMATION			
NAME	TELECOM ITALIA SPA	DEAS	NR
MARKET OF ISSUE	Euro-Zone	Composite	BBB
ISSUE SIZE			
ISSUE	1	EUR	2,420,688.68 (M)
ANNUAL	ACT/ACT	EUR	485,035.20 (M)
CONVERTIBLE INFORMATION			
REDEMPTION @	118.378		
CURRENCY	EUR		
COUPON DATE	1/1/03		
PRICE @ ISSUE	100.0000		
JOINT LEADS			
JOINT LEADS			
JOINT LEADS			



LE CARATTERISTICHE DELL'EMISSIONE
In alto a sinistra, tutti i dati sulla convertibile Telecom così come appaiono su Bloomberg agli investitori professionali.

LONTANA DAI MASSIMI
Sopra, l'andamento della quotazione della convertibile Telecom dal 2001 a oggi.

IL CALO DELL'AZIONE
A sinistra, la discesa della quotazione in Borsa del titolo Telecom Italia cui è legata al convertibile.

fichi, ma se entro la scadenza dell'obbligazione la società dovesse effettuare un aumento di capitale - eventualità da non escludersi a priori vista la struttura finanziaria caratterizzata da un indebitamento elevato - allora i detentori di obbligazioni convertibili riceverebbero i diritti di partecipazione all'aumento di capitale. Quale che sia il loro eventuale valore, si tratterebbe in ogni caso di un rendimento aggiuntivo oggi non ipotizzabile. La seconda considerazione è di natura fiscale. La differenza tra il prezzo di mercato (111,00) e il prezzo di rimborso (118,378) è tutto capital gain e contribuisce a determinare il rendimento a scadenza. Molti investitori si trovano, dopo gli andamenti dell'ultimo anno dei mercati, ad avere crediti fiscali derivanti da perdite realizzate. In questa casistica l'impatto fiscale sarebbe solo la ritenuta applicata alla cedola dell'1,5% fisso annuo, mentre il differenziale di prezzo andrebbe a ridurre il credito nei confronti dell'erario. Da ultimo non bisogna dimenticare che si tratta di un'obbligazione

convertibile. Anche se il premio di conversione oggi sembra del tutto fuori dalla logica dei normali andamenti borsistici rimane pur sempre una eventualità, ad oggi apparentemente remota, che prima della scadenza dell'obbligazione il titolo Telecom superi i 2,12 euro. Il premio di conversione, oggi pari circa il 70% (ogni obbligazione dà infatti diritto a 0,4716 azioni ordinarie) in quella eventualità verrebbe azzerato e la convertibile da lì in avanti seguirebbe in toto la crescita del valore del titolo. Riassumendo: comprare ai livelli correnti obbligazioni Telecom convertibile significa effettuare un investimento con un rendimento minimo a scadenza di circa il 5,5% per un anno e mezzo. Anche se la probabilità non è molto elevata, esistono i presupposti perché in una delle circostanze esposte in precedenza questo rendimento possa essere aumentato, ma non diminuito. In tempi di grande incertezza come questi, un pensiero forse varrebbe la pena di farlo. ■

“ **Queste obbligazioni, se non convertite, verranno rimborsate a 118,378 alla loro scadenza, e cioè il primo gennaio 2010.** ”