

# PUNTARE SULLE AZIONI CON MENO RISCHIO

La volatilità, e quindi la rischiosità, di un portafoglio di obbligazioni convertibili è la metà di quella di un analogo portafoglio azionario. Ma i rendimenti sono piuttosto simili. Ecco perché conviene investire in questo tipo di titoli. Come li sceglie per il proprio fondo, e quali consiglia, il team specializzato della banca privata svizzera UBP

## Focus

■ Le obbligazioni convertibili (convertible bond) sono emissioni obbligazionarie che fruttano una cedola come quelle ordinarie ma che ad una data prefissata possono essere convertite in azioni della società emittente secondo un rapporto di conversione prestabilito.

La loro quotazione dipende quindi anche e soprattutto dall'andamento dell'azione cui sono legate.

■ La principale caratteristica che le rende attraenti è il fatto che sono molto meno volatili (e quindi meno esposte al rischio di ribassi) delle corrispondenti azioni, pur offrendo un rendimento che in genere è molto simile. Rappresentano quindi un'alternativa prudente alle azioni stesse.

■ di Fabio Sansone

Le obbligazioni convertibili (convertible bond), titoli finanziari a metà tra le azioni e le obbligazioni, in questa fase contrastata dei mercati finanziari sono tornate a raccogliere l'attenzione degli investitori. Un segmento, tuttavia, dove il processo di analisi fa davvero la differenza. In UBAM, la società di gestione della banca privata svizzera UBP, lavora un team specializzato proprio su questo tipo di titoli. Jean-Edouard Raymond, del comparto UBAM Convertibles Europe, spiega il processo di analisi: «In una prima fase riceviamo da Eric Vanraes (Head of Corporate Bonds management presso UBP a Ginevra nonché amministratore del comparto UBAM Convertibles Europe) un'analisi sulle caratteristiche del credito per ciascun titolo e sul rischio di downgrade (abbassamento del rating) ad esso associato». «Questa analisi per noi è fondamentale per poter beneficiare della visione complessiva sui differenziali di credito. Per l'intera durata della sua carriera Eric non ha mai detenuto in portafoglio un titolo il cui rating sia stato abbassato a quello di junk bond (titolo-spazzatura). Questo primo stadio ci permette di calcolare la volatilità implicita per ciascuna obbligazione convertibile nonché di paragonare il valore ottenuto con i livelli di volatilità implicita disponibili per altri stru-



Jean-Edouard  
Raymond  
UBAM

CONVERTIBLES EUROPE

menti finanziari (opzioni o prodotti strutturati, per esempio) per arrivare a selezionare quelle obbligazioni convertibili con la volatilità implicita più bassa. Solo in un secondo stadio effettuiamo un'analisi delle azioni sottostanti. Siamo costantemente alla ricerca di azioni per le quali siamo convinti che gli utili cresceranno considerevolmente in futuro. Questa

analisi viene condotta con il supporto della ricerca esterna che riceviamo, per singolo titolo obbligazionario, sulla base di quanto stimato dai principali analisti finanziari. In un terzo stadio effettuiamo un'aggregazione di tutti i dati a disposizione per ciascun titolo con lo scopo di determinare l'esposizione globale del portafoglio che meglio collimi con le nostre aspettative. Il nostro processo d'investimento si basa esclusivamente sull'analisi delle caratteristiche delle obbligazioni convertibili: non compremmo un titolo perché interessati all'azione sottostante, ma solo se l'obbligazione convertibile disponesse di caratteristiche rischio-rendimento attraenti.

La disciplina di vendita è piuttosto semplice: un titolo obbligazionario viene venduto se risulta sopravvalutato in relazione alla sua volatilità implicita, se ipotizziamo una diminuzione degli utili generati dall'azione sottostante, un indebolimento generalizzato delle condizioni finanziarie od un ampliamento dei differenziali di credito».

**Cos'è il profilo di rischio asimmetrico tipico delle obbligazioni convertibili e che particolarità ha per l'investitore?**

«Il nostro processo d'investimento si basa sull'analisi delle volatilità implicite e sulla ricerca di titoli obbligazionari convenienti scaturenti da questa analisi. Obbligazioni convertibili caratterizzate da una bassa volatilità offrono un vantaggio agli investitori garantendo il massimo potenziale di rialzo esponendoli, nel contempo, al minimo rischio di ribasso.

**“ Inserire delle obbligazioni convertibili all'interno di un portafoglio permette di aumentare il rendimento atteso (a parità di rischio) o di ridurre il rischio (a parità di rendimento atteso) ”**

**Dentro il fondo (titoli)**

I 10 PRINCIPALI TITOLI IN PORTAFOGLIO		
TITOLO	PAESE	PESO %
MITSUI FUDOSAN	GIAPPONE	7,90
MITSUBISHI ESTATE CO LTD	GIAPPONE	7,60
SUN HUNG KAI PROPERTIES	HONG KONG	7,30
SUMITOMO REALTY	GIAPPONE	7,20
HONG KONG LAND HOLD.	HONG KONG	5,70
GENERAL PROPERTY TRUST	AUSTRALIA	5,30
STOCKLAND TRUST GROUP	AUSTRALIA	4,70
MACQUAIRE GOLDMAN GROUP	AUSTRALIA	4,00
CAPITALAND	SINGAPORE	3,40
CHINA OVERSEAS LAND & INV.	HONG KONG	2,50

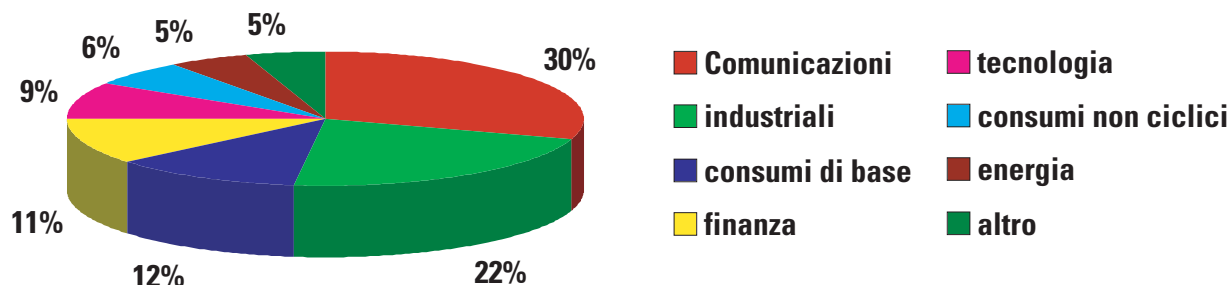
**Le società emittenti delle prime 10 obbligazioni convertibili del comparto UBAM convertibles Europe.**

La scelta delle obbligazioni da inserire in portafoglio si basa sull'analisi della cosiddetta convessità, che offre una misura della performance del titolo obbligazionario sulla base dell'andamento del titolo sottostante. Titoli obbligazionari caratterizzati da bassi livelli di volatilità implicita offrono convessità più elevata».

**Perché l'inserimento di convertibili all'interno di un portafoglio permette di innalzare la frontiera efficiente per l'investitore? A che tipo di investitor si può suggerire un fondo come questo e con quale quota (e al posto di quale asset class) in un portafoglio bilanciato 50% azioni e 50% obbligazioni?**

«Nel lungo periodo le obbligazioni convertibili offrono un profilo rischio-rendimento particolarmente attraente. La volatilità di un portafoglio di obbligazioni convertibili è pari alla

**Dentro il fondo (settori di Borsa)**



La scomposizione per settori del patrimonio del fondo UBAM convertible Europe.

metà di quella delle azioni (riducendo quindi della metà il rischio di ribasso) ma offre rendimenti piuttosto simili.

Se si guarda alla frontiera efficiente l'inserimento delle obbligazioni convertibili all'interno di un portafoglio permette di aumentare il rendimento atteso (assumendo lo stesso livello di rischio) o di ridurre il rischio sostenuto (ipotizzando lo stesso livello di rendimento atteso). Le obbligazioni convertibili aumentano quindi l'efficienza per i portafogli caratterizzati da livelli di rischio medio-bassi.

Le obbligazioni convertibili devono essere considerate come un'alternativa all'investimento azionario. La sensibilità ai movimenti dei tassi d'interesse è inferiore nelle obbligazioni convertibili rispetto a quelle ordinarie in virtù dell'opzione di conversione insita nelle convertibili che risulta positivamente correlata con i tassi d'interesse (un aumento dei tassi aumenta il valore dell'opzione di conversione).

D'altra parte la sensitività ai prezzi azionari è molto più elevata. Le nuove emissioni hanno un Delta medio (misura della sensibilità ai costi azionari) compreso tra 40 e 60% che fa sì che il 95% dei rendimenti sia compreso nell'intervallo tra -8% e +12%, rendendo le obbligazioni convertibili più simili alle azioni che alle obbligazioni.

Relativamente all'asset allocation un portafoglio ben diversificato può investire sino ad un 30% in obbligazioni convertibili. Per chi volesse inserirle in un portafoglio 50% azioni e 50% obbligazioni un 20% dovrebbe risultare da una diminuzione del peso delle azioni dal 50 al 30% ed un ulteriore 10% da una diminuzione del peso della componente obbligazionaria dal 50 al 40%. Così facendo, il rischio del portafoglio viene ridotto del 15% mantenendo lo stesso livello di rendimento atteso per il portafoglio».

### Quali sono gli elementi che in questa fase dei mercati giocano a favore di un investimento in obbligazioni convertibili e quali, eventualmente, ne sconsigliano l'utilizzo?

«I mercati azionari sono stati caratterizzati da livelli estremamente bassi di volatilità. Sebbene nell'ultimo pe-

riodo si sia assistito ad un leggero aumento della volatilità giornaliera, questa rimane al di sotto del valore medio di lungo termine.

Secondariamente, i premi per il rischio risultano particolarmente alti (cosa che non risulta coerente con i livelli attuali di volatilità). Premi per il rischio a questi livelli indicano che gli investitori rimangono avversi al rischio, aumentando il loro interesse ad acquistare una protezione tramite le obbligazioni convertibili.

Le condizioni attuali di mercati appaiono quindi ottime. Se si acquistano obbligazioni convertibili si paga un prezzo attraente in termini di volatilità beneficiando di una diminuzione del premio per il rischio.

Nel futuro stimiamo che la volatilità di breve termine si manterrà a livelli alti proteggendo le obbligazioni convertibili dal rischio di ribasso».

### Quali sono i settori su cui puntate di più? Potete indicare cinque emissioni convertibili che vi piacciono spiegandone le motivazioni?

«Come già affermato poco sopra, rimaniamo focalizzati su quelle obbligazioni convertibili caratterizzate da bassi livelli di volatilità implicita legate ad azioni con ottime prospettive di crescita degli utili: questo ci porta a non mantenere un approccio di tipo geografico o settoriale. In termini di convessità riteniamo che **Saint-Gobain** sia un ottimo investimento. In corrispondenza di un aumento del 20% del titolo sottostante, si realizza un profitto del 14.5%, quando una diminuzione di pari entità del corso azionario genera una perdita dell'8%. In termini di volatilità **Richter Gedeon**, società farmaceutica ungherese, è sottovalutata. La volatilità implicita si attesta al 27% rispetto ad un valore del 36% per il titolo sottostante. Da un punto di vista degli utili scommettiamo su **Temenos**, società software svizzera, caratterizzata da un previsione al rialzo degli utili (crescita stimata: 36%) dopo il lancio della piattaforma T24. Gli analisti stimano un target price di 17 franchi svizzeri, 24% superiore rispetto ai livelli attuali. Se questo prezzo verrà raggiunto l'obbligazione convertibile dovrebbe rendere il 12%». ■

## Da sapere

### ■ Rating

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Più il rating è elevato più la solidità della società garantisce i debitori e viceversa in caso di rating minore.

### ■ Delta

Valore numerico che esprime il rapporto tra la variazione del prezzo di un'opzione o di una obbligazione convertibile su un titolo e il prezzo a pronti del sottostante, mantenendo invariati gli altri fattori che incidono sul prezzo della convertibile.

### ■ Asset allocation

Procedura tramite la quale si determina la suddivisione ottimale di un portafoglio tra le varie asset class disponibili con l'obiettivo di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio. Si definisce asset allocation tattica, quella nella quale alcune delle decisioni di investimento vengono effettuate per cogliere alcune opportunità o per ridurre i rischi durante una specifica fase dei mercati finanziari.