

# SE LE NUOVE EMISSIONI RENDONO TROPPO BENE

**Dall'Eni alla Fiat, ricordando l'Enel e qualche altro caso eclatante: perché un solo giorno dopo l'emissione un' obbligazione sale di prezzo al punto che il rendimento si riduce nettamente rispetto a 24 ore prima? Perché le società pagano di più quando potrebbero avere lo stesso successo con molto meno? Effetto marketing, ma non solo**

## Focus

■ **Contraddizione, paradosso? Perché un solo giorno dopo l'emissione un' obbligazione sale di prezzo al punto di offrire un rendimento nettamente inferiore a quello di 24 ore prima?**

■ **Nell'articolo accanto si approfondisce in particolare il caso di due importanti emissioni obbligazionarie degli ultimi mesi, una dell'Eni e una, più recente, della Fiat. Per entrambe le società la richiesta di titoli, emessi con cedole molto allettanti, ha superato clamorosamente l'offerta: quattro volte tanto per l'Eni, addirittura oltre otto volte per Fiat.**

■ **Perché succede? Effetto marketing (la grande richiesta può essere mostrata come fiducia del mercato in una società) o altri motivi, va sottolineato che in molti casi gli investitori privati sono discriminati perché esclusi dal collocamento: quindi costretti a pagare di più i titoli, se li vogliono, sul mercato secondario.**

■ di Angelo Drusiani

**L'**epoca delle contraddizioni. Un vero paradosso nel mercato obbligazionario. Chi colloca lo fa a rendimenti alti. Chi compra la stessa obbligazione, nella seduta immediatamente successiva all'emissione, sul mercato secondario, investe a rendimenti nettamente inferiori.

### FIAT: COME ENI, PIÙ DI ENI

Fiat, ad esempio, a fine luglio scorso: in emissione, il rendimento di un'obbligazione triennale con cedola lorda 9% fu del 9,25% lordo. Nella seduta del 24 luglio, la prima dopo l'avvenuto collocamento, il 23 precedente, il rendimento lordo scese al 7,80%. Il prezzo di emissione ufficiale, al lordo delle commissioni di collocamento, fu di 99,367 e il prezzo di scambio sul mercato secondario di 103,50 circa. Ma il vero dilemma è: poiché a fronte di una proposta di complessivi 1,250 miliardi di euro, la domanda dei mercati superò i 10 miliardi, era davvero inimmaginabile un simile comportamento da parte degli investitori? Stesso interrogativo che già si era posto all'indomani del collocamento delle due obbligazioni Eni, per complessivi 2 miliardi di euro, richieste per oltre 8 miliardi. L'elenco sarebbe lungo, si potrebbe partire dai due prestiti di Enel emessi a fine 2007. Ma, anziché citare altri casi clamorosi, è forse in-

teressante chiedersi perché si crei questa forte differenziazione tra chi emette e chi desidera investire. Il primo, disposto stranamente a pagare il costo della raccolta a rendimenti ben superiori di quelli che al secondo sarebbero più che sufficienti. Non basta una risposta che rimandi al confronto con i tassi pagati dai titoli di Stato: da qualche mese a questa parte rappresentano solo sicurezza, e null'altro, per le durate brevi, mentre sono leggermente più appetibili per le scadenze lontane. Forse sono altre le motivazioni alla base di una situazione quanto meno bizzarra.

### EFFETTO MARKETING

Una domanda di obbligazioni in eccesso lancia agli investitori un messaggio importante: l'emittente gode di elevata fiducia, da parte dei mercati finanziari. A caduta, l'immagine del debitore viene vista da un diverso angolo di visuale, positivo in questo caso, e tutti i prestiti in circolazione ne beneficiano, dal punto di vista del valore di scambio. La pubblicità, è noto, ha costi spesso elevati, soprattutto se deve essere prodotta da esperti del settore, forieri di un quasi certo successo nella comunicazione. Nel caso di collocamenti di prestiti obbligazionari, il costo a carico dell'emittente è il livello dei rendimenti offerti agli investitori istituzionali, in primis, e agli investitori tradizionali, tra i quali i Bot people, in una seconda

fase. Se il rendimento pagato sul mercato primario rientra tra i valori che anche il mercato secondario scambia quotidianamente, il costo a carico dell'emittente non rappresenta marketing, ma lo diviene, se il rendimento stesso s'attesta a livelli superiori a quelli scambiati sul mercato secondario.

In tutti i casi riportati, tra i quali farebbe buona figura anche il collocamento di fine luglio scorso della società petrolifera Gaz Capital, il cui rendimento in fase di emissione è sceso di circa 60 centesimi nella seduta successiva a quella dell'emissione stessa, colpisce non solo il differenziale di rendimento tra i due mercati, primario e secondario, ma, soprattutto, la positiva dinamica della quotazione. L'accelerazione che il valore di scambio evidenzia nel mercato secondario, nella prima settimana di quotazione, è significativo: il prezzo dell'obbligazione Eni a cedola fissa, 4% lordo, salì da 99,90 a 102,45, quello della tranche a cedola variabile da 100 a 101,82; la quotazione dell'emissione Enel a tasso fisso 5,25% passò da 99,30 a 101,87 e quella del prestito a cedola indicizzata da 100 a 102,61. Di Fiat va ricordato che il prezzo di emissione a 99,367 s'attestò a 103,20, dopo avere toccato quota 103,80, nel secondo giorno di scambi sul mercato secondario. Se si moltiplicano i valori nominali di ogni singolo prestito per la differenza di prezzo, si potrà rilevare quanto avrebbero potuto risparmiare, in teoria, gli emittenti, collocando a prezzi vicini a quelli riscontrati sui mercati secondari. Può davvero costare tanto il marketing? Si dirà: facile esprimere concetti, a posteriori! Era possibile prevedere che il mercato avrebbe risposto con tanto entusiasmo all'offerta dei titoli obbligazionari e che, in particolare, si sarebbe accontentato di rendimenti inferiori? E qui entra in ballo un secondo aspetto: la valutazione del sentiment degli investitori. Se questo era particolarmente negativo nei mesi centrali del 2008, già dalla fine dello stesso anno esso è gradualmente mutato, fino a divenire più che positivo, nella tarda primavera dell'anno in corso. La domanda di titoli obbligazionari emes-

si da società è aumentata in misura esponenziale, in concomitanza con il forte calo del rendimento offerto dai titoli governativi. Non è una novità: quando i tassi di mercato s'abbassano, la propensione al rischio sale in misura consistente, perché la ricerca della redditività convive con la ricerca di sicurezza. I due obiettivi, pur tanto diversi tra di loro, possono coesistere, perché gli investitori compongono i loro portafogli, sia a seconda della propensione al rischio, sia nell'ottica di diversificare la presenza dei debitori. Dopo una lunga fase nella quale ha prevalso la presenza di titoli governativi, la tendenza ha subito una forte inversione, andando a privilegiare i titoli obbligazionari, richiesti in quantità via via crescente.

La quasi totalità dei collocamenti di prestiti societari del 2009 ha riscosso un successo enorme. Ipotizzare domande elevate di titoli non era forse un azzardo, ma i meccanismi di valutazione degli strumenti in emissione prescindono dai gusti degli investitori o dalla loro propensione all'acquisto, spesso temporanea. Sono le previsioni sul futuro dell'emittente, il livello d'indebitamento, il grado d'affidabilità a determinare prezzo d'emissione e relativo rendimento dello strumento in emissione. Ma evitare l'approccio con il pensiero degli investitori può risultare costoso per il debitore, com'è accaduto per i collocamenti di quest'anno. Peraltro, non si possono mutare i sistemi di valutazione, adeguandoli alle condizioni dei mercati, anche se trascurarli non pare essere sempre una soluzione vincente. L'unica certezza, rilevata a posteriori, è che, forse, i collocamenti più volte ricordati avrebbero potuto aver luogo a condizioni di prezzo più vantaggiose per gli emittenti, con rendimenti che, comunque, sarebbero risultati soddisfacenti anche per gli investitori.

#### **MA I PRIVATI SONO DISCRIMINATI**

Al di là della situazione contingente, che ha portato in superficie un problema che riguarda in misura maggiore i debitori, non si placa la discriminazione nei confronti dei

**“ Di Fiat va ricordato che il prezzo di emissione a 99,367 si attestò a 103,20 dopo aver toccato quota 103,80 nel secondo giorno di scambi sul mercato secondario ”**

### La scala del Rating

“ Nella quasi totalità dei casi la partecipazione ai collocamenti dei risparmiatori privati è esclusa e spesso è pure esclusa la possibilità di acquistare gli stessi strumenti sul mercato secondario ”

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+	CAA	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

risparmiatori tradizionali privati, in sede di mercato primario. Nella quasi totalità dei casi, la loro partecipazione ai collocamenti è esclusa e spesso è pure esclusa la possibilità di acquistare gli stessi strumenti sul mercato secondario. La restrizione interviene all'indomani della vicenda legata alle obbligazioni Parmalat, preceduta, in un arco temporale non lunghissimo, dal default delle emissioni argentine e dalla crisi delle emissioni di Cirio. Al fine di evitare che i piccoli risparmiatori potessero risultare coinvolti in investimenti non alla loro portata, in relazione alla personale propensione al rischio, se ne vietò l'accesso. In forma indiretta, gli stessi emittenti posero condizioni che, per molti investitori, risultarono essere proibitive,

fissando la quota minima di sottoscrizione a 50 o 100 mila euro. Per chi ha un portafoglio titoli di 500 mila euro, la quota minima di 50 mila euro corrisponde al 10% del patrimonio e il rapporto aumenta, al diminuire del capitale in portafoglio.

#### PERCHÉ LIMITARE ORA CHE C'È LA MIFID?

Perché una simile limitazione dovrebbe permanere, alla luce dell'avvento della normativa Mifid? Perché non si deve attribuire agli investitori una maggiore capacità di valutazione, tenuto conto della personale propensione al rischio e della personale adeguatezza ad effettuare determinate strategie nei mercati obbligazionari? Si dovrebbe evitare di attribuire eccessive responsabilità agli intermediari, riducendo nel contempo la burocrazia che accompagna ogni singola emissione di prestiti societari. Una simile decisione lascerebbe maggiore spazio ai rapporti tra intermediari e risparmiatori, consentendo a questi ultimi di essere presenti non solo ad avvenimenti accaduti, il collocamento di titoli sul mercato primario, ma di parteciparvi direttamente. Si è avuto modo di verificare che le quotazioni salgono sensibilmente, una volta che l'emissione è stata collocata, ma da questo beneficio ne sono esclusi la gran parte dei risparmiatori tradizionali, che, viceversa, laddove possano acquistare i titoli sul mercato secondario, se li trovano a valori di scambio già sensibilmente aumentati. ■

# SETTEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 17-06-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
XS0417172540	RENTENBANK	3,25	12-03-14	AAA	101,83	2,81	1
XS0340179307	GENERAL ELECTRIC	4,75	18-01-11	AA+	103,13	2,42	2
XS0411606246	TOYOTA MOTOR CREDIT	5,25	03-02-12	AA	106,39	2,51	3
XS0415624393	ROCHE HOLDINGS	4,625	04-03-13	AA-	105,80	2,86	4
XS0413810606	SIEMENS FINANCIER	4,125	20-02-13	A+	104,36	2,79	5
XS0434069497	RWE FINANCE	2,50	16-09-11	A	101,11	1,95	6
XS0421105825	VOLKSWAGEN FINANCE	5,25	01-04-11	A-	104,09	2,59	7
DE000A0T5SE6	DAIMLER FINANCE	7,875	16-01-14	BBB +	113,70	4,36	8
XS0207037507	HOLCIM FINANCE	4,375	09-12-14	BBB	102,51	3,84	9
XS0196630270	LAFARGE	5,00	16-07-14	BBB -	102,59	4,40	10
XS0142044824	UPM KYMMENE	6,125	23-01-12	BB+	104,02	4,31	11
XS0240918218	FRESENIUS FINANCE	5,00	31-01-13	BB	103,00	4,05	12
XS0132229088	REPUBBLICA DEL VENEZUELA	11,125	25-07-11	BB-	104,50	8,45	13
FR0010070805	ALCATEL-LUCENT	6,375	07-04-14	B+	93,50	8,11	14
XS0253470644	ISS HOLDINGS	8,875	15-05-16	B	85,72	12,03	15
XS0282593440	FORD CREDIT EUROPE	7,125	16-01-12	B-	91,50	11,34	16

**NB: 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 TEDESCA   | 9 ■ SOCIETÀ SVIZZERA CHE PRODUCE MATERIALE PER EDILIZIA  |
| 2 ■ SEZ. EUROPEA DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTI AMERICANA          | 10 ■ SOCIETÀ FRANCESE CHE PRODUCE MATERIALE PER EDILIZIA   |
| 3 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA DELL'AZIENDA AUTOMOBILISTICA GIAPPONESE | 11 ■ SOCIETÀ FINLANDESE PRODUTTRICE DI CARTA   |
| 4 ■ SEZ. STATUNITENSE DELLA SOCIETÀ FARMACEUTICA SVIZZERA       | 12 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA DELL'AZIENDA TEDESCA CHE PRODUCE MATERIALE MEDICO                         |
| 5 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA DELL'AZIENDA MULTICOMPARTI TEDESCA      | 13 ■ EMITTENTE PUBBLICO  |
| 6 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA ELETTRICA TEDESCA               | 14 ■ SOCIETÀ FRANCESE CHE FORNISCE IMPIANTI PER TELECOMUNICAZIONI                                  |
| 7 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA DELL'AZIENDA AUTOMOBILISTICA TEDESCA    | 15 ■ SOCIETÀ MULTISERVIZI DANESE   |
| 8 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA DELL'AZIENDA AUTOMOBILISTICA TEDESCA    | 16 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA EUROPEA DELLA SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA AMERICANA. QUOTA MINIMA 50MILA EURO |

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



Angelo Drusiani

# RENDIMENTO ANCORA IN QUOTA

Oltre il 5% lordo



**DEUTSCHE LUFTHANSA 6,50%**  
7 LUGLIO 2016

RATING S&P	BBB
QUANTITÀ EMESSA COMPLESSIVA	1 MILIARDO
MONETA D'EMISSIONE	€URO
CODICE ISIN	XS0438813536
PAGAMENTO CEDOLA	7 LUGLIO
PREZZO D'EMISSIONE AL PUBBLICO	99,601
DATA DI REGOLAMENTO IN COLLOCAMENTO	7 LUGLIO 2009
RENDIMENTO LORDO IN EMISSIONE	6,57
DIFF. DI RENDIMENTO SU BUND 4% 4 LUGLIO 2016	3,62 PUNTI
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	1.000 EURO

La compagnia area tedesca ha collocato ad inizio luglio scorso un prestito con durata settennale, che porta l'indebitamento complessivo in euro, limitatamente ai titoli obbligazionari, a circa 2,200 miliardi. Il debitore non è certamente tra quelli maggiormente presenti sui mercati delle obbligazioni, ma la sua fama s'è via via accresciuta, grazie ad un'attività che presenta ancora buone prospettive. Non a caso, il collocamento del titolo ha riscosso grande successo, con una domanda di gran lunga superiore all'offerta. Dal punto di vista tecnico, lo strumento presenta le caratteristiche tipiche di un'emissione a cedola fissa. La scadenza espone teoricamente l'investitore al rischio tassi, se si considerasse la possibilità di un aumento del tasso d'inflazione, in tempi ravvicinati.

### RISCHIO TASSI LONTANO

Ma probabilmente per assistere ad un aumento del costo della vita bisognerà attendere ancora, perché, attualmente e in prospettiva ravvicinata, la propensione ai consumi delle famiglie appare molto contenuta. Al tempo stesso, occorre considerare che sale in misura importante il risparmio delle famiglie stesse, grazie alla diminuzione delle rate dei mutui e dei costi delle bollette energetiche. Paradossalmente perfino negli Stati Uniti, Paese votato ai consumi, le famiglie stanno aumentando la quota di risparmio, perché permane il timore che la stasi economica non finirà in tempi brevi. Se queste sono le prospettive, la conseguenza è che non dovrebbero mutare le condizioni dei rendimenti di mercato. Sostanzialmente, un rialzo dei tassi non dovrebbe caratterizzare i mercati ancora per alcuni mesi. Successivamente, la tendenza rialzista dovrebbe percorrere un cammino molto lento, perché è difficile immaginare fin d'ora una ripresa economica consistente. Accanto al rischio tassi, peraltro non immediato, potrebbe presentarsi un'attività non intensa sul mercato

### Valutazione rischi di INVESTIRE

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	40
RISCHIO EMITTENTE	20
RISCHIO LIQUIDITÀ	35
RISCHIO CAMBIO	0

**VALUTAZIONE MEDIA SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 23,75**  
VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 31,67

### Quota consigliata in portafoglio

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	12,50%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	7,50%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	3,00%

secondario, perché, generalmente, questa tipologia di strumenti, una volta immessi in portafoglio, vi vengono mantenuti fino alla scadenza. Destinarvi una quota del patrimonio può risultare interessante, dal punto di vista della redditività, anche se la quotazione è sensibilmente salita, rispetto al prezzo di collocamento: ancora oggi, il rendimento teorico lordo supera il 5%. ■