

# R E P O R T

Analisi e valutazione di mercati, prodotti e servizi finanziari



di Angelo Driusiani

## I RISCHI DELLE OBBLIGAZIONI

Contrariamente a quanto  
molti pensano, con il reddito fisso  
si può anche perdere.

Analisi ragionata  
e indicazioni pratiche

Angelo Driusiani, responsabile delle gestioni  
di Banca Albertini Syz, è autore di numerose pubblicazioni  
(la più recente: *Capire i bond*, il Sole-24 Ore Pirola).  
Suoi contributi appaiono ogni mese su *Investire*

## I

## Dei Rischi delle obbligazioni

Il presupposto è che non esista investimento cui non corrisponda l'assunzione di un rischio. La considerazione ha valore erga omnes, nel senso che si riferisce tanto agli investimenti immobiliari, quanto agli investimenti mobiliari. E, tra questi ultimi, abbraccia sia i mercati azionari, sia i mercati obbligazionari. La rischiosità che deriva dall'investimento in azioni di società è percepita universalmente, quasi fosse un automatismo. Non esiste società per azioni quotata, secondo questa forma di pensiero, immune da rischi: l'attività, i risultati, le prospettive sono gli addendi, la cui somma è, in pratica, il rischio. La rischiosità che nasce, investendo in obbligazioni, sia governative, sia societarie, è percepita ancora in misura abbastanza contenuta, nonostante le vicende che hanno coinvolto, negli ultimi anni, importanti debitori ed un numero elevatissimo di risparmiatori, soprattutto in Italia. Ancora oggi, è lungi dall'essersi risolta la cosiddetta ristrutturazione del debito contratto dallo Stato argentino, in particolare nei confronti dei creditori riottosi, che, nonostante i perentori inviti giunti da oltre Oceano, hanno rifiutato qualsiasi transazione.

La realtà, per quanto concerne il mondo delle obbligazioni, è assai diversa. La premessa è molto semplice: poiché esse rappresentano un finanziamento a un ministero del Tesoro o ad una società, altro non sono che una forma d'indebitamento dell'emittente, che sceglie questo sistema di raccolta del pubblico risparmio, anziché utilizzare l'affidamento bancario classico. Chi sottoscrive un'obbligazione, in definitiva, sposa una scelta del Governo o una strategia aziendale, caricandosi di una dose di rischi, commisurata con la quota parte di debito che ha deciso di finanziare. Basterebbe questa indicazione di base, per comprendere quanto poco realistica sia la percezione del mondo degli investitori, quando ritiene che l'acquisto di un'obbligazione non esponga a rischi particolari. Forse, ma questa è solo un'ipotesi, è la forma tecnica con cui ha luogo l'acquisto o la sottoscrizione di questa tipologia di strumenti, attraverso il sistema bancario, che trasmette una sensazione di garanzia agli investitori. In questo senso, anche se in calo marginale negli ultimi tempi, il consolidato rapporto di fiducia tra banche e risparmiatori trova una conferma quanto mai diretta.

Al di là degli aspetti tecnici, o, forse, di carattere psicologico, da cui potrebbe dipendere la percezione non corretta del rischio legato all'investimento in obbligazioni, è opportuno definire gli ambiti della rischiosità stessa, che originano dagli elementi fondamentali che caratterizzano ogni singolo o gruppo di prestiti collocati dai debitori. Non fa differenza, per la presenza di rischi per l'investitore, che le caratteristiche dei prestiti obbligazionari siano semplici o complesse, anche se, generalmente, queste ultime sono strutturate in modo tale da aumentare il livello di rischiosità globale. Inoltre, a differenza delle emissioni con caratteristiche semplici, cui possono accedere, a livello di comprensione del meccanismo che genera il rendimento, quasi tutti gli investitori, i prestiti che presentano caratteristiche complesse creano una sorta di selezione degli investitori, perché, molto spesso, questi ultimi evitano di immetterne in portafoglio, poiché faticano a riconoscere i meccanismi di calcolo delle cedole future o del sistema di rimborso finale. Se si esaminassero i portafogli titoli di molte famiglie italiane, ci si renderebbe immediatamente conto che il comparto obbligazionario è caratterizzato da una presenza quasi monopolistica di emissioni semplici, scelte quasi sempre in maniera diretta, e da un peso non rilevante, ma crescente, di strumento più complessi, scelti, molto spesso, su indicazione di un professionista del

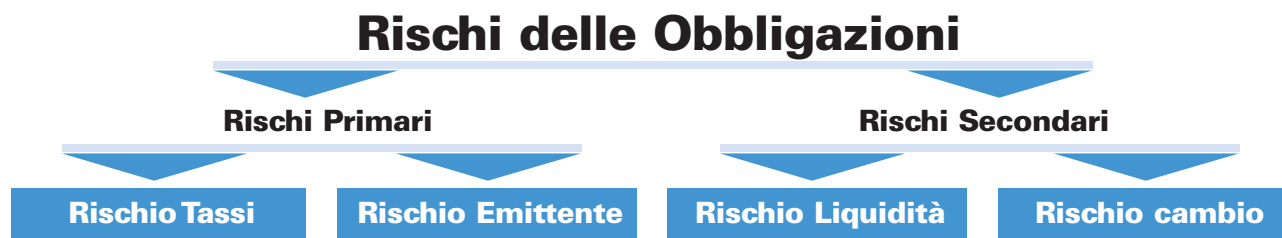
mercato. Basterebbe allungare lo sguardo ed esaminare i portafogli titoli che le famiglie stesse delegano in gestione a terzi, per rilevare una profonda differenza nella composizione, perché, in questo caso, prevarrebbero, a livello di peso complessivo, i prodotti con caratteristiche più sofisticate e, comunque, gli strumenti obbligazionari emessi da società. Ciò significa che i professionisti del mercato hanno una maggiore propensione al rischio? O, forse, che essi gestiscono i patrimoni, valutando con attenzione la tipologia di rischi che si configurano, all'atto dell'immissione in portafoglio di una o più obbligazioni? La risposta abbraccia le due domande, perché, in effetti, i gestori professionali tendono ad avere un approccio più aggressivo, nei confronti del mercato e, di conseguenza, dei portafogli titoli, ma, al tempo stesso, lo fanno, tenendo nel debito conto i rischi che si assumono. Anche se, va sottolineato, nemmeno i gestori professionali sono immuni da incidenti di percorso, e, pur consapevoli della rischiosità che contraddistingue i titoli obbligazionari, l'attività che svolgono può subire contraccolpi negativi dall'andamento dei mercati finanziari.

La rischiosità, più volte evocata, corrisponde, nel mercato finanziario, a perdite in conto capitale. Chi investe in obbligazioni, lo fa per ottenere un rendimento. L'evento di segno contrario, la diminuzione di valore del patrimonio investito in obbligazioni, trasforma il rendimento da positivo a negativo. La possibilità che si verifichi questa situazione rappresenta la rischiosità dell'investimento in obbligazioni

## II

# I rischi primari e i rischi secondari

I rischi che prendono vita dalle caratteristiche dei titoli di Stato e delle obbligazioni societarie possono essere ricondotti a quattro. Due sono definiti primari, perché caratterizzano ogni emissione obbligazionaria, mentre gli altri due vengono definiti secondari, perché riferibili ad elementi presenti solo in alcuni strumenti obbligazionari. La definizione di secondari non è attribuita, perché questi rischi siano menù importanti dei rischi primari, ma solamente perché non si riscontrano in tutte le caratteristiche del mondo obbligazionario. In realtà, nel caso di obbligazioni cui facciano capo le quattro tipologie di rischi, i possibili effetti negativi, che dalla loro presenza potrebbero manifestarsi, assumono un peso analogo, a seconda delle differenti situazioni di mercato. Schematizzando, l'organigramma che caratterizza le quattro maggiori fonti di rischio, che dipendono dagli elementi che costituiscono i titoli di Stato e le obbligazioni societarie, è il seguente:



La sua lettura appare abbastanza semplice, dal punto di vista grafico, ma assume una connotazione ben più complessa, soprattutto quando si tratti di riportarne il significato agli investitori meno esperti. In particolare, e potrebbe apparire un paradosso, è il rischio fondamentale, quello legato alle attese sul futuro dei tassi, ad essere il meno comprensibile. Lo è, soprattutto, quando si tratti di associarlo ad emissioni pubbliche che offrano il massimo grado di affidabilità, ad esempio titoli del Tesoro francese o tedesco, ma anche del Regno Unito o degli Stati Uniti, per limitare l'elenco ai debitori noti anche ai risparmiatori che svolgono un'attività molto contenuta. Non è chiaro, a questi risparmiatori, come possa accadere che i prezzi di mercato dei titoli emessi da debitori considerati assolutamente solvibili finiscano per subire flessioni.

### III

## Il rischio tassi

In realtà, sono le attese sul futuro dei tassi a determinare le quotazioni di gran parte dei titoli obbligazionari, quelli caratterizzati dalla presenza di una cedola, il cui valore resterà fisso per tutta la loro vita del prestito. Le prospettive dei tassi, per contro, agiscono in misura molto marginale, se non addirittura in misura nulla, sulle quotazioni dei titoli a tasso variabile. La ragione del diverso comportamento è nel rendimento che ogni strumento deve offrire agli investitori, a seconda delle condizioni del mercato. Tale rendimento è determinato dal rapporto tra prezzo di mercato e flussi di cassa che i prestiti propongono, a seconda delle loro caratteristiche. A flussi di cassa costanti, prodotti dalla presenza di una cedola fissa per tutta la vita dell'obbligazione, il rendimento offerto dall'obbligazione stessa sarà tanto maggiore, quanto maggiore sarà la differenza tra i flussi di cassa e i prezzi di mercato, situazione che si verifica, quando i prezzi sono su livelli bassi. Qualora le attese sui futuri tassi d'interesse indichino la possibilità che questi salgano, dal momento che i flussi di cassa resteranno costanti, per adeguare il rendimento dei titoli a cedola fissa già presenti sul mercato, occorre che il loro prezzo di mercato scenda, per allargare il differenziale tra i flussi di cassa ed il prezzo di mercato stesso, perché, come è stato sopra riportato, il rendimento offerto dall'obbligazione stessa sarà tanto maggiore, quanto maggiore sarà la differenza tra i flussi di cassa e i prezzi di mercato. La situazione si rovescia, nel caso che le attese sul futuro dei tassi d'interesse siano di segno contrario, perché se i rendimenti tenderanno a diminuire, il differenziale tra flussi per cassa e prezzi di mercato dovrà ridursi. E' quindi necessario, perché ciò accada, che i prezzi di mercato salgano.

I movimenti dei tassi verso l'alto o verso il basso sono determinati, principalmente, dalle attese sul futuro dell'economia, che, a loro volta, influiscono sull'andamento dell'inflazione. Se le prospettive di ripresa economica caratterizzano le analisi degli investitori e degli operatori di mercato, dovrebbe aumentare l'occupazione, e, con essa, la propensione ai consumi delle famiglie. Un aumento dei consumi potrebbe indurre ad un rialzo dei prezzi al dettaglio dei prodotti, facendo salire il tasso d'inflazione. Per mantenerlo entro livelli non eccessivi, le Banche Centrali aumentano i tassi d'interesse, perché questa strategia dovrebbe limitare la domanda di denaro, sia da parte delle aziende, sia da parte dei consumatori finali. Limitando il denaro in circolazione, dovrebbe frenare la corsa dei prezzi al dettaglio. Se, al contrario, le prospettive relative all'economia sono di rallentamento o, addirittura, di recessione, per ravvivare la domanda da parte dei consumatori, le Banche Centrali riducono i tassi d'interesse, in modo tale che la richiesta di denaro sia possibile a costi inferiori, consentendo ad un numero maggiore di interessati di intervenire sul mercato del denaro stesso. Se la circolazione di denaro aumenta, ma in misura controllata, la domanda di prodotti, da parte dei consumatori, dovrebbe riprendere a salire, evitan-

do all'economia un brusco tracollo. L'intervento sui tassi d'interesse, che le Banche Centrali pongono in essere, può avere anche altri obiettivi. Molto particolare è la strategia che sta attuando la Banca Centrale degli Stati Uniti, la Federal Reserve, che, da fine giugno 2004, ha aumentato continuamente i tassi ufficiali, senza pause, ad ogni riunione del FOMC, l'organo che, tecnicamente, decide sulla politica monetaria da adottare. La ragione principale della strategia stessa sembrerebbe essere più orientata a frenare l'ascesa dei prezzi degli immobili, che non ad anticipare possibili, eccessivi incrementi dell'inflazione, causati, questi, dal forte rialzo del prezzo del petrolio. In effetti, aumentando il costo del denaro, sale il costo per stipulare mutui. Se diminuisce la domanda di mutui, perché diviene troppo cara la rata per la loro restituzione, automaticamente dovrebbe diminuire la richiesta di immobili, e, di conseguenza, dovrebbero scendere i loro prezzi di mercato.

A livello teorico, gli effetti degli aumenti o delle diminuzioni dei tassi d'interesse dovrebbero assumere una discreta efficacia sull'economia, nel suo complesso. Molto spesso, gli effetti si manifestano con maggiore evidenza su particolari settori dell'economia, mentre si limitano ad agire genericamente sull'intero apparato economico. In tempi medio lunghi, i risultati si possono evidenziare: l'economia degli Stati Uniti, in forte rialzo nella seconda parte degli anni novanta del secolo scorso, subì un brusco arresto, ad inizio 2001. La Banca Centrale iniziò immediatamente ad intervenire sul livello dei tassi d'interesse, riducendoli, nel corso di quell'anno, ben undici volte, in altrettante riunioni del FOMC. La politica espansiva proseguì, con velocità assai ridotta, anche negli anni successivi, fino a che, ad inizio 2004, si manifestarono i primi segnali di sensibile incremento del prodotto interno lordo. Trascorsi pochi mesi da quelle indicazioni, la stessa Banca Centrale intraprese il percorso inverso, passando da una politica monetaria decisamente espansiva ad una politica monetaria gradualmente restrittiva, attualmente in corso d'attuazione. Anche se non è dimostrabile, non si può negare che, dopo circa tre anni di riduzione dei tassi, l'economia americana ha invertito la tendenza negativa in cui era finita nel 2001. Ora, si sta vivendo la fase opposta, sia per la ragione riportata sopra, il desiderio di intervenire sui prezzi degli immobili, sia per anticipare eventuali fiammate inflazionistiche, al momento non ancora particolarmente evidenti.

## IV

# Il rischio emittente

Noto soprattutto agli esperti di mercati finanziari, il rischio debitore è balzato all'onore delle cronache, non solo finanziarie, negli ultimi anni, per i casi più volte ricordati, e ancora oggi lungi dall'essere risolti: Argentina, Cirio, Parmalat. Se all'estero, la percezione di questa tipologia di rischi è sufficientemente diffusa, in Italia lo è stato, e lo è ancora oggi, in misura abbastanza contenuta. Il diverso atteggiamento, da parte, soprattutto, degli investitori non istituzionali, è condizionato dal particolare approccio al mercato obbligazionario, che, nel nostro paese, si sviluppò agli inizi degli anni ottanta dello scorso secolo. A decretarne la nascita fu il crescente fabbisogno statale, che indusse il ministero del Tesoro ad emettere e collocare elevati quantitativi di BOT, prima, seguiti, dopo qualche tempo, dai CCT, l'emissione pubblica a cedola indicizzata al rendimento degli stessi BOT, mentre solo più tardi vennero proposte le emissioni a cedola fissa, dapprima con durata brevissima, due anni, per arrivare, nel corso degli anni, agli strumenti con durata decennale e trentennale. L'approccio graduale a questi ultimi prodotti, che, all'estero rappresentano la base dell'attività di emissione dei debitori pubblici, si rese necessario, per la mancanza di cultura finanziaria dei risparmiatori italiani, convinti che l'unica forma d'investimento

fosse quella a breve o brevissimo termine. A quell'epoca, inoltre, la presenza quasi monopolistica di prestiti governativi sul mercato creò un'importante spaccatura, fra gli investitori, una parte dei quali, maggioritaria, si convinse immediatamente che queste obbligazioni fossero in grado di offrire la massima garanzia, perché espressione del debitore pubblico, a fronte di un'altra parte, decisamente minoritaria, che, al contrario, le ritenne poco affidabili, per la stessa ragione, perché espressione del debitore pubblico. La parte minoritaria fu indotta a questo tipo di considerazioni, anche dalla politica di marketing attuata da alcuni intermediari finanziari, timorosi di vedere emigrare i depositi degli investitori, presenti sotto forma di libretti di risparmio o conti correnti, verso le più remunerative offerte del ministero del Tesoro. In pratica, la quota più consistente di risparmiatori italiani s'affacciò al mercato obbligazionario, acquistando BOT e, a seguire, le altre emissioni pubbliche, attribuendo loro due fondamentali caratteristiche: la redditività e la sicurezza. L'evoluzione successiva dello stesso mercato, che vide la discesa in campo di un numero crescente di emittenti societari, fu vissuta da questa tipologia di investitori, come un passaggio naturale dal debitore pubblico a quello privato, senza soluzione di continuità, considerando i prestiti aziendali alla stessa stregua di quelli pubblici, sia per redditività, sia per garanzia di solidità. Una simile interpretazione è, quasi certamente, alla base dell'errata percezione del rischio debitore, in tema di prestiti obbligazionari, da parte dei risparmiatori italiani.

Nessuna meraviglia se, per molti anni, alcune società italiane hanno potuto collocare obbligazioni, pur in assenza del grado d'affidabilità, mai richiesto, da parte loro, e, naturalmente, mai assegnato, dalle agenzie specializzate. Non era necessaria la presenza di questo indicatore, quasi fosse un accessorio inutile, perché i prestiti emessi erano facilmente assorbiti dal mercato al dettaglio, desideroso di strumenti finanziari alternativi a quelli proposti dal ministero del Tesoro. A quella tipologia di investitori era sufficiente che i titoli avessero una sola caratteristica: una redditività superiore a quella offerta dai titoli pubblici. Solo in tempi recenti, il termine rating ha fatto capolino fra i desiderata dei risparmiatori ex BOT people: ora, essi pure ricercano la qualità in uno strumento finanziario, ma sono occorse le tre situazioni di enorme difficoltà già ricordate, perché anche le figure meno esperte dei mercati finanziari s'accorgessero dell'importanza di avere informazioni sulla solvibilità dei debitori, cui, indirettamente, avrebbero prestato parte del proprio denaro. Un dato importante, il rating, da cui non si dovrebbe prescindere, all'atto di decidere a quale strumento finanziario rivolgersi, per dar vita o per modificare un portafoglio titoli. Un'indicazione, peraltro, dinamica, perché il valore attribuito inizialmente può subire variazioni, durante la vita del prestito, sia in positivo, sia in negativo. Un'indicazione che le agenzie principali hanno deciso di rappresentare, utilizzando le prime quattro lettere dell'alfabeto: sia Moody's, sia Standard & Poor's, le due maggiori società che operano a livello internazionale, sia Fitch, il cui ambito operativo è molto noto in Italia, hanno scelto di esprimere i giudizi, non con voti, ma con lettere e numeri. Spesso, gli emittenti internazionali richiedono la valutazione alle tre agenzie, soprattutto alle prime due, nel momento in cui decidono di collocare prestiti sul mercato. Il grado d'affidabilità è diviso in due gruppi, cui corrispondono differenti esposizioni ai rischi: ai debitori considerati più affidabili vengono assegnati rating definiti "investment grade", mentre agli altri vengono assegnati rating definiti "non investment grade". A molti investitori professionali è fatto divieto di immettere o mantenere in portafoglio strumenti finanziari appartenenti a quest'ultimo gruppo. Ne consegue che portafogli di investitori istituzionali, cui sia fatto divieto di disporre di emissioni definite "non investment grade", saranno costretti a cedere sul mercato quelle obbligazioni o quei titoli di Stato che, nel corso della loro vita, verranno assoggettate a riduzioni del grado d'affidabilità. Le tre agenzie citate suddividono la rischiosità, secondo questa terminologia, ricavata dalle pagine di Bloomberg:

L'ulteriore suddivisione che emerge, fra strumenti a lungo termine e strumenti a breve termine, assume un'importanza minore, rispetto alla suddivisione fra "investment grade" e "non investment grade", perché, in effetti, il punto di riferimento di chi sottoscrive obbligazioni o titoli di Stato è la parte di valutazioni dedicata ai prodotti a lungo termine. In quest'ottica, il mercato impone importanti differenziazioni nel costo della raccolta, a carico degli emittenti, perché minore è il grado d'affidabilità loro assegnato, e maggiore dovrà essere il rendimento offerto agli investitori. Vale il contrario, per gli emittenti ad elevato rating. Dal punto di vista operativo, le

1 P107 n Equity RATD

### Moody's Investors Service

Long-Term Debt		Short-Term Debt	
Aaa	Ba1	P-1	
Aa1	Ba2	P-2	
Aa2	Ba3	P-3	
Aa3	B1	NP	
A1	B2	WR	
A2	B3		
A3	Caa1		
Baa1	Caa2		
Baa2	Caa3		
Baa3	Ca		
	C		
	WR		

Note: white = investment grade, yellow = non-investment grade

1) Long-Term Debt Ratings Definitions  
 2) MOODY'S, S&P & COMP Rating Scale Comparison

3) Short-Term Debt Ratings Definitions  
 4) Expected/Provisional Rating Definitions

Australia 61 2 9777 8900 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2005 Bloomberg L.P.  
 0 20-Apr-05 16:31:25

1 P107 n Equity RATD

### Standard & Poor's

Long-Term Issue Credit		Short-Term Issue Credit	
AAA	BB+	A-1+	
AA+	BB	A-1	
AA	BB-	A-2	
AA-	B+	A-3	
A+	B	B	
A	B-	C	
A-	CCC+	D	
BBB+	CCC		
BBB	CCC-		
BBB-	CC		
	C		
	D		

Note: white = investment grade, yellow = non-investment grade

1) Long-Term Issue Credit Ratings Definitions  
 2) S&P, MOODY & COMP Rating Scale Comparison

3) Short-Term Issue Credit Ratings Definitions

Australia 61 2 9777 8900 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2005 Bloomberg L.P.  
 0 20-Apr-05 17:34:10

1 P107 n Equity RATD

### Fitch

International Long-Term Credit			International Short-Term Credit	
AAA	BB+	DDD	F1+	
AA+	BB	DD	F1	
AA	BB-	D	F2	
AA-	B+		F3	
A+	B		B	
A	B-		C	
A-	CCC+		D	
BBB+	CCC			
BBB	CCC-			
BBB-	CC			
	C			

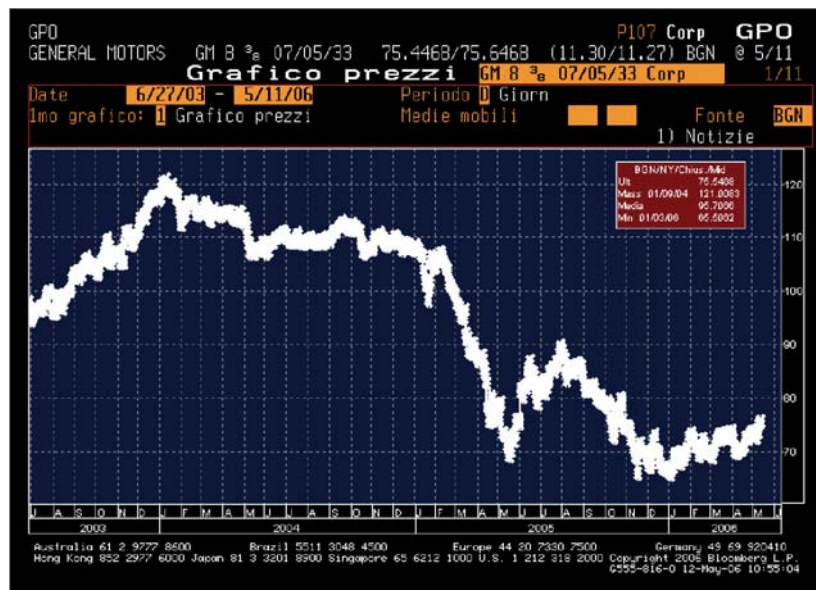
Note: white = investment grade, yellow = non-investment grade

1) International Long-Term Credit Ratings Definitions  
 2) International Short-Term Credit Ratings Definitions

Australia 61 2 9777 8900 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2005 Bloomberg L.P.  
 0 20-Apr-05 17:34:57

Nelle tre schermate tratte da Bloomberg la scala dei rating delle obbligazioni secondo le tre principali agenzie internazionali di valutazione: nell'ordine, Moody's, Standard & Poor's e Fitch. Nella scala dei rating il colore bianco identifica le valutazioni di maggiore affidabilità (cosiddette investment grade) mentre in giallo appaiono le valutazioni di affidabilità inferiore (non investment grade).

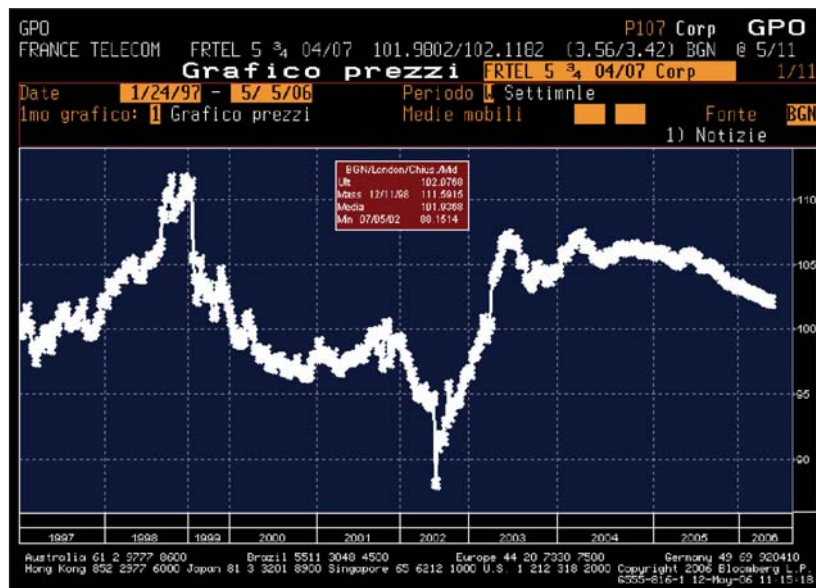
quotazioni degli strumenti obbligazionari risentono del rating assegnato non solo in fase di mercato primario, all'atto del collocamento, ma anche, e soprattutto, in fase di mercato secondario, quando si tratti di scambiare titoli già emessi. E' in questo caso che si riscontrano i movimenti più interessanti, a livello di quotazioni delle obbligazioni. Ad agire sono, in particolare, gli effetti creati dalle variazioni del grado d'affidabilità. Esso, come s'è anticipato, può venire modificato, durante la vita del prestito, per una serie di cause, spesso, tra di loro concatenate. Le caratteristiche societarie sotto stretto controllo sono fondamentalmente due: il livello dell'indebitamento globale e le prospettive di crescita dell'azienda. Qualora salga l'indebitamento e peggiorino le prospettive, è inevitabile che il grado d'affidabilità venga riesaminato e, quasi sempre, ridotto. Inevitabile è pure il peggioramento dei prezzi di mercato dei titoli oggetto del riesame. Diminuendo l'affidabilità del debitore, aumenta, per contro il costo della sua raccolta, per le nuove emissioni, e il rendimento dei suoi prestiti scambiati sul mercato secondario. Detto aumento di rendimento ha luogo con una riduzione, che può essere anche sensibile, dei prezzi dei titoli quotati. Anche la sola ipotesi di possibile riduzione del rating o di ulteriore riduzione, dopo un calo già attuato, può dare luogo a fortissime oscillazioni dei prezzi. E' quanto mai significativa la reazione del mercato alla situazione d'incertezza creatasi nei mesi scorsi per il comparto automobilistico, in particolare per General Motors e Ford. Il grafico tratto da Bloomberg, relativo all'obbligazione General Motors con cedola lorda 8,375% e scadenza 5 luglio 2033 indica, senza ombra di dubbi, quale possa essere l'effetto sul prezzo di mercato del titolo automobilistico, in una fase in cui l'incertezza sulle prospettive sale a livelli molto alti:



Non altrettanto si può dire, quando il grado d'affidabilità venga rivisto al rialzo, anche se non mancano eccezioni. Il caso di France Telecom, il cui rating diminuì sia per le difficoltà incontrate dal settore delle telecomunicazioni, sia per il diffondersi di voci d'uscita del Tesoro francese dall'azionariato, rappresenta una di queste eccezioni, perché, all'indomani di un deciso miglioramento delle prospettive del comparto produttivo e al rientro delle voci di disimpegno pubblico, l'affidabilità riprese a salire, ma salì, soprattutto, la quotazione di mercato del titolo con cedola lorda 5,75% e scadenza 25 aprile 2007. Da Bloomberg si ricava sia l'andamento del rating dell'emissione citata, sia l'andamento del suo prezzo di mercato, in particolare, nella fase di incremento del rating stesso:



Un famoso caso di modifiche del rating di un titolo notissimo e a grande diffusione: France Telecom 5,75% 25/04/2007. Il rating nel giro di cinque anni è stato prima abbassato (da AA- fino a BBB-) per poi meritare una revisione al rialzo sino ad A-



L'andamento delle quotazioni dell'emissione di France Telecom 5,75% 25/04/2007 negli ultimi 10 anni: il punto più basso corrisponde al momento del rating peggiore.

Nella maggior parte dei casi di revisione al rialzo del rating, lo spostamento dei prezzi è abbastanza modesto, e non recupera, per rapidità e intensità, la caduta provocata al prezzo stesso dalla precedente riduzione dell'affidabilità stessa, qualora avesse avuto luogo. Se si confrontano i due grafici riportati, si rileverà che il prezzo di mercato dell'obbligazione General Motors è sceso da circa 105 a 75, mentre il prezzo dell'emissione di France Telecom è passata da circa 99 a circa 108, anche grazie all'andamento favorevole del mercato dei tassi d'interesse, che, sulle attese di un loro, possibile calo favori, in quella fase, un generalizzato rialzo delle quotazioni degli strumenti a cedola fissa. Situazione analoga s'è manifestata pure nel momento in cui il prezzo dell'obbligazione General Motors ha subito il forte arretramento evidenziato, ma nell'andamento del prezzo stesso non v'è traccia alcuna, essendo prevalsa, fra gli investitori, la preoccupazione legata al declassamento dello strumento finanziario.

V

## Il rischio cambio

I rendimenti elevati, pur in una fase di tassi modesti, possono essere offerti, oltre che da debitori a basso rating, anche da strumenti denominati in monete diverse dall'euro. Accade ogni volta che Paesi definiti emergenti decidano di collocare emissioni sul mercato, utilizzando quale moneta d'indebitamento la propria. Se la Repubblica d'Ungheria o di Polonia o del Sud Africa, ma anche la Repubblica di Turchia o di importanti paesi del Sud America, quali la Repubblica del Brasile, della stessa Argentina, che già si rivolge agli investitori, dopo il recente default, per limitarsi alle nazioni più note ai risparmiatori, propongono titoli obbligazionari, possono farlo, sia utilizzando la moneta locale, sia utilizzando monete forti, il dollaro degli Stati Uniti, l'euro, la lira sterlina del Regno Unito, raramente lo yen del Giappone. Il costo per l'emissione dei titoli obbligazionari, nel caso che i debitori dei paesi emergenti utilizzino non la propria moneta, ma quelle definite forti scende sensibilmente, perché tende ad appiattirsi sui rendimenti di mercato, espressione di queste valute. Ben diversa è la situazione e ben diversi i costi per la raccolta degli investimenti, qualora l'emittente del paese emergente s'indebiti nella propria moneta. In questo caso, il grado d'affidabilità, generalmente modesto, non trova supporto dalla presenza di una moneta forte: ne consegue che il costo a carico del debitore salgono sensibilmente, fino a raddoppiare o triplicare il livello dei rendimenti offerti dagli strumenti denominati nelle valute definite forti. Potrebbe sembrare una strategia molto semplice e lineare quella di investire in questa tipologia di prodotti finanziari, per godere dei benefici legati agli elevati tassi offerti. Non si tratta né di una strategia semplice, neppure di una strategia priva di rischi. Anzi, l'investimento in strumenti denominati in moneta diversa da quella locale espone a rischi altissimi. Non solo, se l'acquisto è rivolto a valute di Paesi definiti emergenti, ma in ogni caso. Anche l'investimento in titoli obbligazionari espressi in dollari degli Stati Uniti o delle altre nazioni ricordate è foriero di possibili rischi, a carico del risparmiatore. Basti ricordare quanto è avvenuto sul mercato dei cambi, nel 2003, nell'anno successivo, e nei primi mesi del 2005, tra la moneta unica europea, l'euro, e il dollaro americano. Nel 2003 il dollaro subì una svalutazione superiore al 21%; nel 2004 superiore all'8%, mentre nel 2005 il suo valore è salito, nei primi cinque mesi, di circa il 5%. Che si tratti di oscillazioni rilevanti, lo si riscontra dai numeri riportati, così come si può rilevare quanto possano avere inciso, sui rendimenti degli investimenti effettuati, i movimenti dei rapporti di cambio. Sia nel caso di strumenti denominati in valute forti, sia nel caso di strumenti denominati in valute di Paesi emergenti, la redditività, e, di conseguenza, il rischio dell'investimento, non è procurata tanto dalle variazioni dei prezzi degli strumenti stessi, quanto dalle oscillazioni dei rapporti di cambio. Pertanto, l'assunzione del rischio cambio, nel caso di titoli obbligazionari denominati in valute diverse dall'euro, è generalizzata, e prescinde dal tipo di moneta cui i titoli stessi fanno riferimento. Non è dimostrabile che una moneta forte esponga a rischi inferiori, come non è dimostrabile che una moneta di Paesi emergenti esponga a rischi superiori. E' dimostrabile, e le variazioni percentuali sopra riportate lo indicano chiaramente, che le oscillazioni dei rapporti di cambio possono assumere valori assai elevati. Quali i possibili effetti creati dalle oscillazioni dei cambi? Se favorevoli alla moneta in cui l'investitore ha trasferito il capitale, la redditività dell'operazione tende ad aumentare, anche a fronte di eventuali cadute dei prezzi dei titoli obbligazionari di riferimento. Viceversa, se sfavorevoli, la redditività dell'operazione può essere ridotta, annullata o, in casi estremi, divenire negativa, se la perdita di valore della valuta a cui l'investitore ha destinato il capitale è superiore ai guadagni prodotti dai titoli obbligazionari di riferimento. Nel caso di acquisto di titoli obbligazionari esteri, l'ottica temporale dell'investimento va intesa non tanto avendo quale punto di riferimento la durata

del titolo obbligazionario prescelto, quanto il periodo entro il quale si ipotizza che la moneta estera possa rivalutarsi nei confronti dell'euro. In fase di rialzo atteso dei tassi d'interesse, sarebbe consigliabile optare per uno strumento che non esponga anche al rischio tassi, ma limiti la propria rischiosità alle oscillazioni del rapporto di cambio.

Alla luce di queste indicazioni, emerge con chiarezza che il rischio cambio o rischio valutario, una volta assunto, ha un ruolo non più secondario, ma decisamente primario, perché i danni che le variazioni della moneta possono produrre al capitale investito sono rilevanti. Il grafico relativo al rapporto di cambio tra euro e dollaro, rilevato fin dall'esordio della moneta unica, ne è la testimonianza più evidente:



## VI

# Il rischio liquidità

Il valore nominale dei titoli obbligazionari collocati può dare vita ad una strana forma di rischio, che, generalmente, non viene immediatamente recepito dagli investitori. Se si escludono i titoli di Stato, emessi per importi assai elevati, una fetta importante degli strumenti societari è presente sul mercato in quantità non particolarmente elevate. Un'emissione governativa viene collocata per importi vicini ai dieci miliardi di euro, mentre un titolo di una società, se molto nota, può arrivare raramente a tre miliardi. Fanno eccezione le emissioni degli Enti sovranazionali, Banca Europea per gli Investimenti, Banca Mondiale, Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo, in particolare, ma anche altri organismi internazionali, che, a volte, collocano emissioni obbligazionarie per cinque miliardi di euro. La quota maggiore di obbligazioni societarie viene emessa per importi che oscillano tra i 50 e i 300 milioni di euro. Buona presenza han-

no pure i titoli obbligazionari, il cui importo collocato si pone tra 500 e mille milioni di euro. Gli strumenti societari emessi per importi superiori rappresentano la parte più interessante per gli investitori, anche se la meno presente sul mercato. A condizionare i debitori societari, all'atto dell'emissione di propri prestiti, sono, da un lato, i limiti all'indebitamento complessivo, dettati sia dalle Leggi vigenti, sia da una sana amministrazione della società, e, dall'altro, la notorietà presso il pubblico degli investitori. L'una e l'altra situazione non trovano riscontro tra gli emittenti pubblici, perché essi sono noti a tutti i risparmiatori e, al tempo stesso, pur avendo vincoli all'indebitamento complessivo, possono comunque contare su emissioni quantitativamente assai elevate. Più complessa è la situazione del debitore societario, che spesso dispone di numeri interessanti, ma decisamente inferiori a quelli di un qualsiasi Governo centrale, mentre non sempre la sua notorietà è capillarmente diffusa.

A nessuno, naturalmente, può essere impedito di ricorrere al mercato, collocando prestiti per importi modesti, ma l'investitore, prima di sottoscrivere questa tipologia di strumento deve avere ben presente che esso, una volta emesso dal debitore e immesso nei portafogli titoli, rischia di non avere un sufficiente mercato secondario. In pratica, un titolo obbligazionario presente sul mercato per importi non rilevanti non richiama l'interesse degli operatori, che, per questa ragione, non danno vita a scambi importanti. Il possibile risultato è la modestia delle compravendite, dopo qualche giorno dal collocamento iniziale, una eccessiva differenza tra prezzi d'acquisto e di vendita e, in molti casi, l'assenza vera e propria di un prezzo di scambio quotidiano. Se si verificano queste situazioni, e accade abbastanza spesso che vi siano titoli obbligazionari i cui prezzi non vengano rilevati, se non saltuariamente, l'investitore rischia d'immettere in portafoglio un'immobilizzazione finanziaria, uno strumento che, in caso di necessità, potrebbe non trovare compratori sul mercato. A rendere sottile il mercato, a far sì che gli scambi siano rarefatti, contribuisce pure una fase d'incertezza o di difficoltà di un debitore. Quando si ha la sensazione che un debitore stia vivendo momenti difficili, gli operatori disposti a comprare le sue obbligazioni diminuiscono sensibilmente o, in alternativa, sono presenti, ma a prezzi d'acquisto particolarmente bassi. Sia che dipenda dalla modesta quantità di titoli obbligazionari collocati, sia che dipenda da difficoltà contingenti del debitore, l'esistenza di un mercato secondario sottile rappresenta un pericolo per l'investitore, perché potrebbe essere costretto a liquidare il prodotto finanziario acquistato a condizioni non favorevoli, a prescindere dall'andamento dei mercati stessi. Se un'evoluzione negativa del debitore, che porti alla conseguenza di difficoltà di scambi dei suoi titoli obbligazionari, non sempre è prevedibile, è invece molto probabile che un prestito collocato per importi modesti finisca per trasformarsi in uno strumento a bassa capacità di scambio e, indirettamente, in un'immobilizzazione finanziaria, caratteristica tutt'altro che favorevole ad una sana gestione del proprio portafoglio titoli.

Due esempi di emissioni collocate per importi modesti, che, pur facendo capo ad emittenti importanti, quali ENEL e BANCA MONTE PASCHI DI SIENA, evidenziano un interesse assai modesto, perché l'importo emesso, 50 milioni di euro per obbligazione, non attrae operatori di mercato, se non in misura marginale. Dalle descrizioni dei due titoli, ambedue tratte da Bloomberg, si ricava la quantità emessa, accanto ad un'importante serie di caratteristiche, quali il codice di riconoscimento, definito ISIN, il grado d'affidabilità, emesso dalle più importanti agenzie specializzate, il valore della cedola lorda, con la frequenza del pagamento, la data di scadenza, espressa con la metodologia anglosassone, che prevede, nell'ordine, mese, giorno e anno, oltre, naturalmente, alla descrizione completa del titolo stesso. A seguire, è riportata la pagina in cui vengono raggruppate le quotazioni relative allo strumento stesso, aggiornate giorno per giorno, con prezzo d'acquisto e di vendita, relativi rendimenti lordi e valori nominali in acquisto e in vendita:

DES N207 Corp DES

**DESCRIZIONE TITOLO** Page 1/1

ENEL SOC AZIONI ENEL 4 3/8 12/06 102.8200/103.1200 (2.54/2.35) BGN @ 5/18

<b>INFO EMITTENTE</b>	<b>IDENTIFICATORI</b>	1) Info ulteriori
Nome ENEL-SOCIETA PER AZIONI	Common 014020268	2) Identificatori
Tipo Electric-Integrated	ISIN XS0140202689	3) Rating
Mercato emissionGlobale	Wertpap. 845297	4) Comm/Restrizioni
<b>INFORMAZIONI TITOLO</b>	<b>RATING</b>	5) Notizie titolo
Paese IT Valuta EUR	Moody's A1	6) Parti interessate
Collaterale Obbligazioni	S&P A+	7) Note personalizzate
Calcolo ( 1)STREET CONVENTION	DBRS AH	8) Info emittente
Scadenza 12/27/2006 Serie MTN	<b>AMM EMISS</b>	9) ALLO
NORMAL	Amm emesso	10) Fonte prezzi
Cedola 4 3/8 Cedola fissa	EUR 50,000.00 (M)	11) Titoli associati
ANNUAL ACT/ACT	Qtà circolante	12) Sito web emittente
Data annuncio 12/ 5/01	EUR 50,000.00 (M)	13) Sprd nom Cds
Dt godimento 12/27/01	Minimi/Incrementi	14) Operazioni societari
Imo regolamento 12/27/01	1,000.00/ 1,000.00	
Dt prima cedola 12/27/02	Val nomin 1,000.00	
PzEmis 99.0300	<b>BOOK RUNNER/BORSA</b>	
SENZA PROSPETTO	CABOTO-sole	65) DES prec
	LUXEMBOURG	66) Invio allegato

SPREAD: 31BP OVER MID-RATE SWAPS.

Australia 61 2 3777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2005 Bloomberg L.P.  
 6379-616-0 19-May-05 17:27:20

<HELP> per spiegazioni, <MENU> per funzioni simili. P107 Corp ALLO

ENEL SOC AZIONI ENEL 4 3/8 12/06 100.6247/100.8103 (3.28/2.97) BGN @ 5/11

Ask provider	Opzioni	ENEL4 3/8 12/06	Tutti prezzi	11:24:59	
Richiesta buy	Richiesta sell		AXES	BW	OW
Abbr	Socità	Prz bid/ Prz ask	Rend bid/ Rend ask	Vol bid x Vol ask (M)	Ora
CAB	CABOTO	100.480/ 100.690	3.513/ 3.170	500x 50	11:23
AKRO	BANCA AKROS SPA	100.50/ 101.20	3.480/ 2.343	250x	4:26

Solo dealer abilitati  Solo dealer executable  Solo dealer executable

Buy = Dealer abilitati Bianco = eseguire Grigio = non monitorato Verde = Best bid/ask

1mo 2do 3zo 4to 5to Singoli prezzi [No]

Australia 61 2 3777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2005 Bloomberg L.P.  
 6379-616-1 12-May-06 11:24:59

Anche le emissioni di una grande società possono risultare poco liquide (titolo poco scambiato). Nel caso delle Enel 4,3/8 12/06, come si vede, figuravano sulle pagine Bloomberg soltanto due intermediari disposti a negoziare il titolo. La scheda di Bloomberg relativa all'emissione Montepaschi a tasso variabile 28/09/2007 lanciata nel settembre 2001 per un importo di 50 milioni di euro.

DES N207 Corp DES

**DESCRIZIONE OBLG INDICIZZATA** No Calculations

MONTE DEI PASCHI MONTE Var 09/07 NOT PRICED

<b>INFO EMITTENTE</b>	<b>IDENTIFICATORI</b>	1) Info ulteriori
Nome MONTE DEI PASCHI DI SIEN	Common 013602573	2) Tassi var.
Tipo Commer Banks Non-US	ISIN XS0136025730	3) Identificatori
Mercato emissionMTN euro	BB number EC9496869	4) Rating
<b>INFORMAZIONI TITOLO</b>	<b>RATING</b>	5) Comm/Restrizioni
Paese IT Valuta EUR	Moody's A1	6) Parti interessate
Collaterale Obbligazioni sen	Fitch A+	7) Rimborso interessi
Calcolo ( 521)ACCRUED ONLY FLOAT	Composite A+	8) Note personalizzate
Scadenza 9/28/2007 Serie BSKT	<b>AMM EMISS</b>	9) Info emittente
NORMAL	Amm emesso	10) ALLO
Cedola2 Cedola v ANNUAL	EUR 50,000.00 (M)	11) Fonte prezzi
1YR N/A FLAT ACT/ACT	Qtà circolante	12) Titoli associati
Data annuncio 9/28/01	EUR 50,000.00 (M)	13) Sito web emittente
Dt godimento 9/28/01	Minimi/Incrementi	14) Sprd nom Cds
Imo regolamento 9/28/01	2,500.00/ 2,500.00	15) Operazioni societari
Dt prima cedola 9/28/02	Val nomin 2,500.00	
PzEmis 94.2000	<b>BOOK RUNNER/BORSA</b>	
SENZA PROSPETTO	MPS	65) DES prec
	LUXEMBOURG	66) Invio allegato

CPN=2% TO 9/06; THEREAFTER LINKED TO GLOBAL INDEX BASKET. MIN CPN=2%. SERIES 2001/0.

Australia 61 2 3777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2005 Bloomberg L.P.  
 6379-616-1 19-May-05 17:36:50

**Un altro caso di emissione poco liquida. Per il titolo Montepaschi a tasso variabile 28/09/2007 sul circuito Bloomberg il 19/05/2005 non figurava alcun intermediario disposto a trattare l'obbligazione.**



Nel primo caso, si può riscontrare il modesto numero di operatori disposti ad effettuare l'attività di compravendita del titolo, mentre nel secondo la pagina riporta un laconico "NOT PRICED", che conferma l'assenza di possibili compratori o venditori. Naturalmente, il riferimento è agli operatori che s'avvalgono del circuito Bloomberg, per proporre le proprie offerte. In altri circuiti, forse, ma è assai poco probabile, potrebbero esservi condizioni operative migliori.

Laddove il numero di operatori interessati a svolgere l'attività fosse superiore, non va sottovalutata la caratteristica che contraddistingue i prezzi riportati nelle pagine: esse sono quotazioni indicative, non operative. Pertanto, a chi espone prezzi in acquisto o in vendita non corre l'obbligo di rispettare le indicazioni riportate, perché l'esposizione dei prezzi ha luogo su circuiti non ufficiali, anche se largamente diffusi tra gli specialisti dei mercati obbligazionari. Esporre un prezzo che ha valore indicativo significa, all'atto pratico, che l'operatore può decidere di dar corso all'eventuale richiesta di concludere un affare con una controparte di mercato, ma che può pure decidere di non dar corso all'affare stesso, una volta contattato, se non a prezzi diversi da quelli riportati in pagina. E' evidente che la rischiosità che deriva all'investitore, quando opta per emissioni collocate per importi modesti, è tutt'altro che trascurabile, dal momento che potrebbe trovarsi in serie difficoltà, qualora decidesse di recedere dall'investimento effettuato, prima della naturale scadenza dello strumento finanziario immesso in portafoglio. L'immobilizzazione finanziaria, già ricordata, e che deriva dalla difficoltà o dall'impossibilità di trasformare in denaro contante lo strumento obbligazionario a suo tempo acquistato, attribuisce una valenza negativa alle caratteristiche del titolo, anche se la redditività che esso offre fosse competitiva. Una strategia operativa ben articolata dovrebbe assegnare un peso marginale a questa tipologia di emissioni, pur in presenza di altre, interessanti caratteristiche, per evitare di dar vita ad un patrimonio di cui non si abbia una completa disponibilità.

## VII

# L'antidoto più efficace

L'assicurazione dei rischi è possibile, seppure in forma indiretta e non accedendo a contratti di assicurazione veri e propri, anche nei mercati finanziari. Si può coprire il rischio rendimenti, vendendo allo scoperto prodotti derivati, i futures che, in area euro, sono rappresentati dal BUND future, per le durate lunghe, e dal BOBL future, per quelle medie. Analogamente, si può operare, per ridurre la rischiosità delle emissioni in valuta diversa da quella locale, l'euro: è possibile, per questi strumenti, vendere a scadenza prefissata un importo di moneta tale, da azzerare interamente il valore dei titoli in portafoglio o da ridurlo in parte. Alla scadenza di tale operazione si dovrà decidere se rinnovarla. Nel caso in cui, grazie ad un miglioramento del rapporto di cambio della moneta di riferimento, la rischiosità valutaria si fosse trasformata in un guadagno, la copertura del rischio stesso non sarebbe più necessaria. Sul fronte rischio emittente, è possibile acquistare contratti che coprono dai possibili default, sia in area euro, sia in altre aree. Sia nel caso della copertura dal rischio tassi, sia nel secondo caso, la strategia che verrà posta in essere tutelerà indirettamente i portafogli, nei quali siano depositati strumenti soggetti a cadute di prezzo. La perdita di valore di obbligazioni presenti in portafoglio, sia a seguito di un rialzo dei tassi di mercati, sia a seguito del verificarsi di un mancato pagamento d'interessi o di sostituzione del capitale, sarebbe compensata, in tutto o in parte, dalla presenza di strumenti di copertura, i contratti futures o i contratti sui rischi di default. A seconda della scelta effettuata, che può prevedere un numero di contratti in misura tale da compensare per intero il valore nominale degli strumenti in portafoglio, o, viceversa, in misura da compensare solo parzialmente il peso stesso, l'efficacia della copertura potrà essere o non essere completa. Questo tipo di strategia è tipico degli operatori professionali, che lo attuano sia per i portafogli di proprietà delle aziende in cui operano, sia per i portafogli di terzi, di cui hanno la delega alla gestione, qualora i capitali gestiti consentano l'utilizzo degli strumenti derivati sopra ricordati, dal momento che detti contratti possono essere stipulati per importi minimi rilevanti.

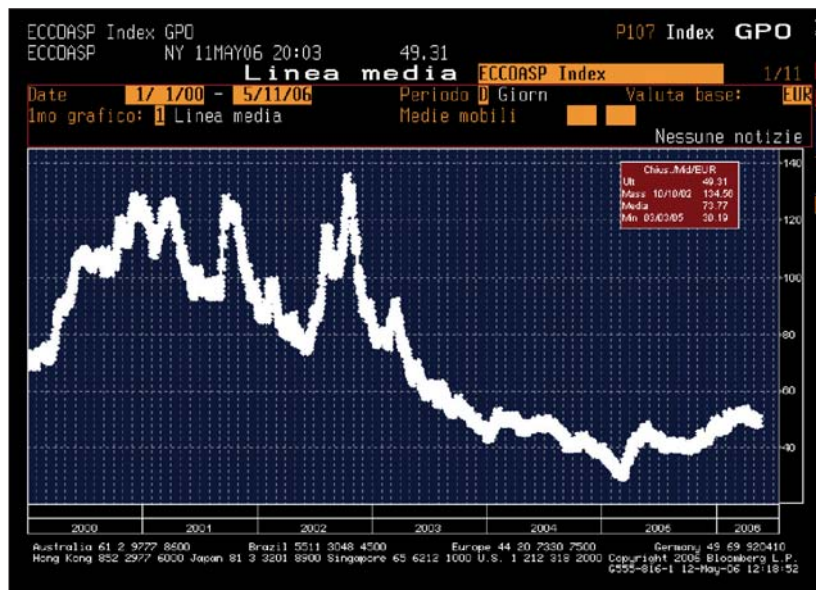
L'andamento dei grafici di questi contratti, rilevato da Bloomberg, evidenzia una netta impennata, successivamente mitigata, negli ultimi tempi, per la copertura del rischio di default. Un forte rialzo, esso pure mitigato nella fase successiva, lo si riscontra pure nella maggiorazione di rendimento, il cosiddetto spread, che esiste tra emissioni societarie e governative. Le prime, a parità di durata e di grado d'affidabilità, pagano rendimenti superiori a quelli che offrono i titoli pubblici, sia perché la loro minore notorietà le rende accessibili ad un numero inferiore di investitori, sia perché il mercato tende a privilegiare le emissioni governative, dal momento che sono molto più liquide, grazie agli elevati quantitativi collocati, sia perché le loro caratteristiche, generalmente molto semplici, sono assai gradite da ogni tipologia di investitori. Infine, il grafico evidenzia una lunga fase di costante crescita della quotazione del BUND future, grazie alla sensazione, che ha a lungo accompagnato le considerazioni di analisti e investitori, di un andamento non brillante dell'economia, situazione, questa, che fece loro ipotizzare una minore aggressività, in materia di rialzo dei tassi d'interesse. Successivamente, una decisa inversione nelle prospettive di crescita dell'economia e, di conseguenza, dei tassi d'interesse, ha modificato l'andamento della curva riferita alle quotazioni dello stesso BUND future.

Nei grafici che seguono, tratti da Bloomberg, vengono riportati i grafici oggetto di presentazione:

La curva relativa alla copertura del default: indica in pratica quanto sia diminuito nel tempo, dal massim del maggio 2005, il costo della copertura dai rischi di fallimento dell'emittente.



Quanto è sceso il differenziale di rendimento tra titoli societari con rating singola e governativi.



Nell'ordine, sono rispettivamente indicate la curva relativa alla copertura dal default, il differenziale di rendimento fra titoli societari con rating singola A e governativi, quello fra titoli societari con rating tripla B e governativi e il movimento del prezzo del BUND future.

Per l'investitore di minore esperienza e che dispone di capitali inferiori, la copertura dai rischi può avvenire principalmente, attraverso una strategia che preveda la diversificazione dei titoli presenti in portafoglio. Maggiore è il loro numero e minore sarà il peso attribuito alle singole emissioni. Il ragionamento è molto semplice: se in portafoglio il peso di un titolo obbligazionario, la cui quotazione è sensibilmente scesa, è pari al 2%, l'effetto sul valore del patrimonio è poco percettibile, ma se detto peso sale al 15 - 20%, l'effetto può essere dirompente. Peggio ancora, com'è avvenuto in molti casi, se il risparmiatore destina a strumenti in default l'intero capitale disponibile o gran parte del patrimonio stesso. La recente esperienza, obbligazioni argentine, CIRIO, PARMALAT, indica che molti risparmiatori optarono, all'atto della definizione

del portafoglio titoli, per l'acquisto di strumenti emessi dai tre debitori, sia in forma singola, sia distribuendo fra i tre emittenti una quota importante del capitale. Diversificare i debitori non significa escludere dal patrimonio gli strumenti più rischiosi, ma significa assegnare un peso variabile a questi titoli, a seconda della personale propensione al rischio. Con tale strategia, si limitano i danni, in caso di caduta dei prezzi di mercato, e, al tempo stesso, si dà vita ad uno zoccolo duro di rendimento, in grado di valorizzare con maggiore profitto il patrimonio gestito. Per contro, attuare una diversificazione del portafoglio titoli ha un costo: strategico, perché scegliere strumenti di debitori diversi è un compito abbastanza complesso, date le diverse caratteristiche che li contraddistinguono, e operativo, perché le commissioni applicate ad ogni singola operazione, sia all'atto della sottoscrizione del prestito, sia all'atto della riscossione delle cedole, si moltiplicano, a causa dell'elevato numero di obbligazioni presenti in portafoglio. I teorici benefici che s'ottengono, riduzione del rischio emittente, in particolare, dovrebbero bilanciare i costi citati.



**E' sceso molto anche il differenziale di rendimento tra titoli societari con rating tripla B e governativi.**



**Il movimento del prezzo del Bund future: come si può notare, dal massimo di settembre 2005 è in atto una correzione, determinata dal rialzo dei tassi, dopo una lunga corsa.**

## VIII

## La propensione al rischio

Se il DNA dell'investitore lo induce ad assumersi rischi elevati, in particolare in campo finanziario, ma non limitatamente a questo aspetto della vita, è probabile che una parte delle indicazioni riportate lo interessino in misura minore, perché esse sono prevalentemente improntate a criteri di prudenza, riportati, a loro volta, allo scopo di tutelare l'investitore, prima ancora che lo faccia la normativa che, in futuro, dovrebbe disciplinare il rapporto tra risparmiatori e intermediari. Nel caso d'investitore amante del rischio, durata, rating, liquidità, moneta di denominazione assumono un valore, pur sempre importante, ma di significato minore, dal momento che chi opera con prospettive di trading, ben conoscendo il grado di rischiosità dell'attività che svolge, sia a livello professionale, sia a livello di risparmiatore con buona esperienza, sa che la possibilità di incorrere in perdite in conto capitale, pur utilizzando strumenti obbligazionari, può manifestarsi con frequenza assidua e con effetti rilevanti.

Ben diverso è il caso di chi, abbandonati i Bot, per ottenere maggiori rendimenti teorici, s'è trovato a scegliere, direttamente o su consiglio di terzi, fra emissioni a bassa redditività e strumenti ad elevata redditività. In molti casi, la scelta di questi ultimi è apparsa una decisione naturale, mentre, purtroppo, s'è rivelata, a posteriori, una strategia densa di insidie, perché le caratteristiche dei prestiti sottoscritti o non erano note o non si adattavano al grado di conoscenza del mercato dello stesso investitore. Un'informativa approfondita sarebbe utile non solo all'investitore meno esperto, ma al mondo degli intermediari, nel loro complesso, al fine di evitare l'inutile dispersione di quote importanti di risparmio, la cui utilità, per la crescita economica dei Paesi occidentali, è fuori discussione.

# LE PAROLE DEL REDDITO FISSO

## A

### Affidabilità

Capacità di un debitore di onorare l'impegno di pagare gli interessi e di restituire il capitale ottenuto a prestito, alla scadenza pattuita

### Agenzie di rating

Società specializzate nel valutare il grado d'affidabilità degli emittenti di titoli obbligazionari, cui assegnano una valutazione, espressa in forma alfanumerica

### Ammortamento di un prestito

Sistema di rimborso del prestito, che può essere graduale, in più rate, o in una sola data, alla scadenza, e che viene definito rimborso in unica soluzione

### Aste pubbliche

Sistema di collocamento che il ministero del Tesoro utilizza per collocare i propri titoli. Le aste vengono effettuate attraverso un circuito telematico e sono gestite dalla Banca d'Italia. È definita competitiva l'asta per la sottoscrizione dei BOT, perché ad ogni partecipante verrà assegnato un proprio prezzo, mentre è definita marginale per tutti gli altri titoli, perché il prezzo di assegnazione è unico per tutti i partecipanti

### Attività di trading

Professione riservata a chi compra e vende titoli più volte anche nell'arco di una stessa giornata: oggetto dell'attività possono essere sia i titoli azionari, sia i titoli obbligazionari

### Attualizzazione

Sommatoria dei flussi futuri di liquidità dei titoli di Stato o obbligazionari, calcolata all'atto del loro acquisto

## Azione

Titolo di credito di partecipazione: il titolare assume la figura di socio di una società per azioni

## B

### Banca Centrale

Istituzione pubblica cui è delegato il controllo dell'attività monetaria, utilizzando i tassi d'interesse Banca Centrale Europea Istituzione pubblica che regola l'attività monetaria nei 12 paesi d'area euro

### B.O.T.

Buoni Ordinari del Tesoro: emissioni pubbliche con tre diversi tipi di scadenze, a 90, 180 e 365 giorni circa, che pagano gli interessi all'atto del rimborso del prestito

### BOT people

Definizione attribuita ai risparmiatori italiani, le cui sottoscrizioni di titoli di Stato, BOT in particolare, hanno creato un profondo legame tra loro e il Tesoro

### B.T.P.

Buoni del Tesoro Poliennali: emissioni pubbliche pluriennali, che possono essere con scadenza a tre, cinque, dieci e trent'anni, che pagano una cedola semestrale fissa, stabilita all'atto del collocamento

### Calendario delle emissioni

Indicazioni delle date nelle quali il Tesoro comunica, nell'ordine: la tipologia dei titoli che collocherà, la quantità dei titoli stessi, l'effettuazione delle aste. Viene reso noto alla fine di ogni anno per quello successivo

## C

### Caratteristiche dei titoli

Elementi che costituiscono la struttura del titolo, quali prezzo di emissione, tipologia di cedola, eventuale parametro di riferimento per il calcolo delle cedole e del valore di rimborso, durata, valore di rimborso, fiscalità

### Cartolarizzazione

Trasferimento di attività di bilancio (crediti, mutui, titoli, immobili, crediti futuri quali bollette telefoniche) da un'azienda a una società terza, definita veicolo, allo scopo di strutturare un prestito obbligazionario, da collocare sul mercato

### Cassettista

Risparmiatore che investe in titoli di Stato o obbligazionari e li mantiene in portafoglio fino alla loro naturale scadenza

### C.C.T.

Certificati di Credito del Tesoro: emissioni pubbliche pluriennali, ultimamente con scadenza sette anni, che pagano una cedola semestrale variabile, il cui valore è fissato al rendimento fissato in asta dai BOT (quelli a 180 giorni circa), aumentato di un valore percentuale

### Cedola

Appendice cartacea, applicata al foglio rappresentativo del titolo obbligazionario sottoscritto, che dà diritto al pagamento degli interessi con cadenza prestabilita. Ora è rimasta la denominazione, dal momento che la stampa, sia dei titoli che delle stesse cedole, non ha più luogo

## Collocamento di titoli

Attività con cui vengono venduti i titoli in emissione agli investitori, attraverso un'asta pubblica, per i prestiti del Tesoro e attraverso reti di intermediari privati, per i prestiti societari

## Corporate bonds

Obbligazioni emesse da società

## C.T.Z.

Certificati del Tesoro a Tasso Zero: emissioni pubbliche pluriennali, generalmente a due anni, che non pagano cedole nel corso della loro vita, ma solo all'atto di rimborso finale, unitamente al valore nominale del titolo

## D

### Default

Termine utilizzato per indicare il mancato pagamento, alla scadenza, di tutti i debiti contratti, o di una loro quota, da parte di chi ha emesso prestiti

### Denaro

Termine tecnico utilizzato per indicare il prezzo a cui un compratore è disposto ad acquistare uno strumento finanziario

### Diritti di custodia

Costi a carico degli investitori che depositano i titoli presso un intermediario: vengono applicati con cadenza semestrale e trovano la giustificazione nel pagamento delle cedole, nel rimborso del capitale a scadenza e in altri tipi di attività, legati direttamente alla gestione di un prestito obbligazionario

### Duration

Concetto finanziario che indica la media delle diverse scadenze,

cedole e rimborso del valore nominale, di ogni titolo a tasso fisso. Per semplificare, esso rappresenta, seppure in misura non teoricamente corretta, la durata di un investimento, calcolata nel momento in cui lo si effettua

## E

**Emittente**

Ente pubblico o società che colloca prestiti al pubblico, al fine di raccogliere finanziamenti per la propria attività

**Enti sovranazionali**

Emittenti di prestiti obbligazionari che non hanno una residenza sociale in un Paese, se non per ragioni burocratiche: la loro attività si svolge in tutti i Paesi del mondo. Ne sono un esempio la BEI, Banca Europea per gli Investimenti, o la BIRS, Banca Internazionale per la Ricerca e lo Sviluppo o la BERS, Banca Europea per la Ricerca e lo Sviluppo, e altre

**Essere lunghi o corti di contratti**

Situazione specifica dell'attività su futures: è lungo chi ha comprato ed ha in portafoglio contratti futures, mentre è corto chi ha venduto contratti futures allo scoperto, senza dunque averli in portafoglio

**Euribor**

Tasso d'interesse utilizzato per operazioni tra banche in ambito europeo di area euro, il cui valore è spesso usato quale parametro di obbligazioni a cedola variabile

**Euromercato**

Mercato su cui vengono rilevate le quotazioni dei titoli obbligazionari collocati in ambito europeo

**EUROMOT**

Mercato Obbligazionario Telematico: sistema telematico di pagine operative sulle quali vengono immessi prezzi relativi a

titoli di Stato e obbligazioni sia italiane, sia estere. Le transazioni minime sono pari a mille euro, mentre non esiste un limite massimo. Il mercato è diviso in due fasi fondamentali: d'asta, che fissa un prezzo statico, e di sottoscrizione, che fissa più prezzi, relativo ad uno stesso titolo, durante gran parte della seduta di borsa

**EUROMTS**

Mercato dei Titoli di Stato: sistema telematico di pagine operative sulle quali vengono immessi i prezzi relativi ai titoli di Stato di molti Paesi europei e di qualche emissione obbligazionaria. Le transazioni minime sono pari a 2,5 milioni di euro e il mercato fissa solo prezzi dinamici, perché stabiliti nell'arco dell'intera seduta operativa

## F

**Federal Reserve**

Istituzione pubblica che regola l'attività monetaria negli Stati Uniti d'America

**Finanziamento**

Raccolta di denaro che consente ad aziende pubbliche o private di svolgere l'ordinaria amministrazione e di sviluppare quella straordinaria. I canali per ottenere detto denaro sono essenzialmente due: il fido bancario e l'emissione di titoli obbligazionari

**Flusso cedolare**

Titolo costituito esclusivamente dal flusso cedolare, ricavato dallo scorporo di un prestito ordinario (in cui convivono mantello e flusso cedolare)

**Fly to quality**

Trasferimento di capitali da strumenti finanziari ritenuti meno affidabili a strumenti che offrano il massimo grado di affidabilità

**FOMC**

Comitato dei Governatori delle locali Federal Reserve che delibera le variazioni del tasso di sconto applicato dalla Federal Reserve, nel governo della politica monetaria degli Stati Uniti d'America

**Future**

Strumento finanziario derivato dai titoli a cedola fissa con durata minima otto e massima dieci anni. È un titolo che ha, al suo interno, più titoli con caratteristiche identiche. Svolge un ruolo di copertura del rischio tassi, ma ha pure una funzione di strumento altamente speculativo. Per poter operare in future, è necessaria la sottoscrizione di un contratto ad hoc

## G

**Godimento**

Data di inizio di calcolo degli interessi da pagare sui titoli di Stato o obbligazionari

**Grado di affidabilità**

Capacità del debitore di pagare gli interessi e di restituire, alla scadenza, il capitale ricevuto a prestito. Tale capacità, definita rating, viene stabilita da agenzie specializzate ed è contrassegnata dalle prime quattro lettere dell'alfabeto

## I

**Immobilizzazione finanziaria**

Situazione rappresentata dalla quasi impossibilità di rendere liquido uno strumento finanziario: si verifica più facilmente con prestiti non quotati sui mercati

**Inflazione**

Differenza tra il potere d'acquisto attuale e quello del mese o dell'anno precedente

**Intermediario**

Operatore che svolge la propria attività sui mercati finanziari

**Investment grade**

Rating di livello medio alto, che consente agli investitori istituzionali, quali fondi comuni d'investimento o fondi pensione, di acquistare i titoli cui è assegnato questo rado di affidabilità

## L

**Lettera**

Termine tecnico utilizzato per indicare il prezzo a cui un venditore è disposto a cedere uno strumento finanziario

**Liquidità di un titolo obbligazionario**

Caratteristica che indica la facilità con cui un titolo può essere acquistato o venduto. Essa dipende dalla quantità di titoli in circolazione: a quantitativo elevato corrisponde liquidità elevata, e viceversa

## M

**Mantello**

Titolo privo di cedole, ricavato dallo scorporo di un prestito ordinario (in cui convivono mantello e flusso cedolare)

**Margini**

rappresentano le somme che devono essere versate al momento dell'acquisto di un contratto future, margine iniziale, o che vengono accreditate o addebitate ogni giorno, margine giornaliero, confrontando prezzo di chiusura del contratto future e prezzo d'acquisto del contratto stesso

**Materie prime**

Beni naturali o elaborati necessari alle aziende per sviluppare la propria produzione

### **Mercato finanziario**

Luogo, una volta fisico e oggi telematico, nel quale venditori e compratori si scambiano valori mobiliari

### **Mercato primario**

Attività che ha per oggetto il collocamento di strumenti finanziari, il cui prezzo può, in alcuni casi, essere diverso da quello indicato ufficialmente dall'emittente

### **Mercato secondario**

Attività che ha per oggetto la compravendita di strumenti finanziari già collocati, per i quali il prezzo può essere rilevato in forma ufficiale, attraverso i mercati riconosciuti dalle autorità, o in forma non ufficiale, se gli scambi avvengono con altri sistemi

### **Mercato sottile**

Dicesi di mercato sul quale ha luogo un'attività molto modesta: la causa va ricercata, generalmente, nella tipologia di strumento finanziario trattato

### **Mercato valutario**

Attività che ha per oggetto la rilevazione dei rapporti di cambio tra le monete dei singoli paesi e gli scambi tra le monete stesse, originati sia da attività commerciali, sia da attività finanziarie

### **Montante**

Importo che comprende il capitale investito e gli interessi maturati sul capitale stesso

## **O**

### **Obbligazione**

Titolo di credito che configura un'operazione di prestito, in cui vi è un debitore, emittente, che ha l'obbligo di pagare gli interessi e di restituire il capitale ricevuto da uno o più creditori, obbligazionisti

### **Obbligazioni cartolarizzate**

Titoli la cui struttura di riferimento è rappresentata da un processo di cartolarizzazione (vedere al termine cartolarizzazione)

### **Obbligazioni convertibili**

Titoli strutturati, che consentono di sottoscrivere azioni a prezzi indicati nel prospetto d'emissione. Ad ogni obbligazione convertibile è collegata una sola azione

### **Obbligazioni e titoli strutturati**

Prestiti che definiscono il valore delle cedole future e del valore di rimborso, sulla base di un indice di riferimento, quale l'asta BOT, il valore del tasso euribor, la quotazione di un titolo azionario, un indice di borsa e altri

## **P**

### **Parametro di riferimento**

Valore o indice che serve a calcolare le cedole future dei titoli a cedola variabile o il valore di rimborso finale, per i titoli collegati ai mercati azionari

### **Pesi di portafoglio**

Valore percentuale assegnato alle diverse componenti di titoli depositati: emissioni a cedola fissa, variabile, titoli di Stato, societari, prestiti in euro o in valuta estera

### **Portafoglio titoli**

Insieme dei valori mobiliari nei quali è investito il proprio capitale

### **Prezzo secco (o quotazione) di un titolo**

Valore di scambio di un titolo di Stato o obbligazionario, rilevato sul mercato finanziario

### **Prezzo tel quel di un titolo**

È il costo complessivo che si paga per acquistare un titolo, e comprende il prezzo secco e il rateo interessi maturato. Nel caso di prestiti zero coupons, prezzo secco e prezzo tel quel coincidono, in quanto questo strumento finanziario paga gli interessi solo all'atto del rimborso

### **Propensione al rischio**

Capacità di assumere rischi, legati all'andamento dei prezzi dei titoli di Stato o obbligazionari

### **Prospetto informativo**

Documento obbligatorio a corredo dei collocamenti di valori mobiliari, in cui è riportato l'elenco delle caratteristiche dello strumento proposto

## **Q**

### **Quantitativo di un titolo in circolazione**

Valore complessivo del debito presente sul mercato. Quasi sempre, esso corrisponde al valore emesso all'atto del collocamento. Solo nel caso di prestiti che verranno rimborsati in più rate, il quantitativo circolante sarà inferiore a quello emesso, perché una parte del debito è già stata estinta

### **Quotazione, o prezzo, di uno strumento finanziario**

Valore di scambio dello strumento finanziario rilevato attraverso i circuiti pubblici di borsa o su pagine operative, sia pubblici, sia appartenenti a circuiti di carattere privato

### **Quotazione indicativa**

Valore riportato nelle pagine telematiche dei network relativo ad un titolo, che non rappresenta

necessariamente una proposta a cui il compratore è disposto ad acquistare o a cui il venditore è disponibile a vendere

### **Quotazione operativa**

Valore riportato nelle pagine telematiche dei network o del mercato di borsa relativo ad un titolo, a cui il compratore è disposto ad acquistare o a cui il venditore è disponibile a vendere

## **R**

### **Raccolta diretta o indiretta di una banca**

È raccolta diretta la quota di risparmio investita in strumenti finanziari emessi dalla banca; è indiretta la quota di risparmio investita in strumenti finanziari emessi da terzi, ma depositati presso la banca

### **Rapporto di cambio**

Potere d'acquisto di una moneta, nei confronti di tutte le altre, quotate sul mercato valutario. Il valore è espressione di vari aggregati economici, tra i quali l'andamento dell'inflazione e dei tassi d'interesse, l'indebitamento pubblico, la crescita del prodotto interno lordo

### **Rateo interessi**

È la quota parte di interessi maturata dal giorno di inizio godimento a quello in cui verrà effettuato il regolamento della compravendita. Il valore viene ottenuto, rapportando il numero di giorni trascorso al numero di giorni che compongono il periodo in cui la cedola matura completamente

### **Rendimento**

Differenza positiva tra capitale riscosso e capitale investito

### **Reverse convertible**

Obbligazioni che fissano il valore di rimborso sulla base dell'andamento

del prezzo di un titolo azionario

### Reverse floater

Obbligazioni le cui cedole future sono fissate sulla base di una formula collegata all'andamento dei tassi d'interesse

### Riparto in asta pubblica

Nel caso, frequente, in cui la domanda di titoli offerti in asta pubblica superi la quantità proposta, avrà luogo una suddivisione fra i partecipanti. Al prezzo più basso, al quale l'offerta risulti essere completamente sottoscritta, si sommeranno tutte le richieste e si calcolerà quanta parte dell'intero prestito risulti ancora da assegnare. Se le domande saranno complessivamente superiori al residuo da collocare, verrà effettuato un conteggio, in modo che i titoli, a quel prezzo, siano attribuiti mediante un calcolo proporzionale, che rapporti le quantità singolarmente richieste e la quota parte di prestito non ancora collocata

### Rischi dell'investimento

Possibilità che il prezzo dello strumento finanziario in cui si è investito perda di valore, a causa delle attese sul futuro dei tassi d'interesse, della riduzione del grado di affidabilità dell'emittente, della variazione del rapporto di cambio o del grado di liquidità dello strumento stesso

## S

### Serpente Monetario

Sistema di cambi con oscillazioni prefissate, utilizzato da un gruppo di paesi europei negli anni ottanta - novanta del secolo scorso

### Smobilizzare i titoli o un portafoglio

Vendere sul mercato i titoli presenti in portafoglio, sia singolarmente, sia cedendo tutti i prestiti depositati

### Società veicolo

Società in cui vengono fatti confluire le attività cui farà riferimento l'emissione di un'obbligazione cartolarizzata (vedere alla voce cartolarizzazione)

### Speculative grade

Rating di livello medio basso, che non consente agli investitori istituzionali, quali fondi comuni d'investimento o fondi pensione, di acquistare i titoli cui è assegnato questo grado di affidabilità

### Spread

Può essere riferito sia alla maggiorazione applicata alle cedole degli strumenti a tasso variabile, il cui valore è determinato sulla base dell'andamento di parametri di riferimento, tra i quali il rendimento dei BOT a sei mesi o il tasso euribor a tre o sei mesi, sia per indicare la differenza esistente sul mercato tra i prezzi d'acquisto e di vendita di titoli obbligazionari o azionari, sia per riportare il differenziale di rendimento che esiste tra obbligazioni societarie e titoli di Stato

### Stacco cedolare

Data di pagamento degli interessi sui titoli di Stato o obbligazionari

### Step up / down

Clausole che regolano i flussi cedolari futuri: il loro valore salirà (step up), se viene ridotto il grado di affidabilità del titolo, o scenderà (step down), se viene aumentato il grado di affidabilità del titolo

### Strumento derivato

Strumento finanziario ottenuto dall'elaborazione di valori mobiliari

primari, quali azioni, titoli di Stato, monete e altri

### Strumento finanziario

Valore mobiliare o altra forma di investimento, fondi comuni e altri, che dovrebbe consentire a chi investe di incamerare un rendimento

### Struttura di un titolo

Vedere obbligazioni e titoli strutturati e/o Parametro di riferimento

### Strutturare un portafoglio

Acquistare uno o più titoli, al fine di ricavarne un reddito, scegliendo le emissioni sulla base della propria propensione al rischio

## T

### Tasso d'interesse

Costo del prestito: valore, espresso in percentuale, che il debitore è disposto a pagare al creditore, per ottenere un capitale a credito

### Tasso interbancario

Tasso d'interesse utilizzato per operazioni tra banche

### Tesoriere di banca o SIM o di altre aziende

Professione riservata a chi gestisce la liquidità di una istituzione finanziaria o di un'azienda: suo compito è di mantenere il livello minimo di liquidità necessario all'attività aziendale, investendo l'eccedenza in modo che i flussi di cassa generati coprano le esigenze aziendali

### Titoli di Paesi emergenti

Emissioni obbligazionarie, pubbliche o private, il cui debitore risiede in aree geografiche con economia ancora soggetta a possibili squilibri finanziari

### Titolo di Stato

Obbligazione emessa dal ministero del Tesoro

### Titolo sottile

Strumento finanziario sul quale convergono pochissimi scambi (vedere anche mercato sottile)

### Trasparenza

Requisito che viene associato, generalmente, all'attività di compravendita svolta sui mercati regolamentati: si riferisce, in particolare, alla formazione del prezzo dello strumento finanziario quotato, la cui visibilità è massima, essendo consentito ad un numero elevato di operatori di accedere alle contrattazioni

## V

### Valore mobiliare

Titolo di credito, azione o obbligazione, che può essere trasferito fisicamente tra venditore, che lo consegna, e compratore, che lo ritira

### Valore nominale

Quota parte dell'intero ammontare del titolo emesso, sul quale viene calcolato l'importo da pagare o da riscuotere a seconda che si acquisti o si venda il prestito, sulla base del prezzo di mercato

## Z

### Zero coupons

Tipologia di titoli che prevede il pagamento degli interessi in un'unica soluzione, alla scadenza del prestito