

COMPRARE BOND A PREZZO SCONTATO

Focus

■ Recuperare fiscalmente perdite in conto capitale subite con precedenti investimenti finanziari, oppure assicurarsi un flusso di cedole di valore medio alto: sono questi i due principali obiettivi strategici che rendono interessante l'acquisto di emissioni obbligazionarie che sul mercato secondario quotano meno di 100.

■ L'investimento può riguardare sia i titoli di Stato, italiani ed esteri, più sicuri e più liquidi, oppure titoli emessi da società, che a fronte di un maggiore grado di rischio assicurano rendimenti superiori. E' comunque consigliabile limitare prudentemente, in questa fase, la quota dei secondi.

Quando, a chi e come conviene investire in titoli di Stato e obbligazioni che quotano meno di 100. Il guadagno in conto capitale (utile per recuperare fiscalmente perdite) e le cedole

■ di Angelo Drusiani

Comprare a prezzi inferiori al valore nominale di 100 può rappresentare una strategia molto interessante, sia per chi, nell'immediato, deve recuperare perdite in conto capitale patite anche sui mercati azionari, sia per chi, nel lungo periodo, attua una strategia volta ad incassare cedole di valore medio alto. Ambedue le figure d'investitori troveranno in questa tipologia di strumenti il prodotto adatto alle loro esigenze. Chi ha perdite da utilizzare, e deve farlo entro i quattro anni solari successivi a quello in cui le ha prodotte, cercherà scadenze massime 2011, periodo limite, superato il quale le minusvalenze cesseranno d'avere efficacia, mentre allungherà sensibilmente il proprio arco temporale il risparmiatore cassetista, che

vuole dal proprio portafoglio un flusso di liquidità che possa integrare quelli che già ottiene o attraverso la riscossione dello stipendio e con l'accredito della pensione. Il ricco mercato delle obbligazioni, soprattutto di quelle di vecchia emissione, offre sia alla prima, sia alla seconda tipologia di risparmiatore una produzione che spazia dalle obbligazioni societarie ai titoli pubblici, senza soluzione di continuità. Vi è pure una terza categoria d'investitori che, certamente, non è insensibile a questi titoli. I trader, che quasi sempre operano on line, utilizzando sistemi elettronici molto avanzati, attuano una strategia molto aggressiva, comprando e vendendo titoli obbligazionari, anche gli stessi, più volte. La possibilità d'investire, anche se solo in forma temporanea, in emissioni a basso prezzo, ma le cui caratteristi-

Questi hanno un buon rapporto opportunità/prezzo

TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 19-03-2008	REND. LORDO	
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	12-01-2009	B	97,00	9,68
IT0004307614	CTZ	-	31-12-2009	A+	93,99	3,57
XS0168860509	CITIGROUP	3,875	21-05-2010	AA-	97,64	5,05
DE0002760964	KFW	2,50	11-10-2010	AAA	97,35	3,60
XS0248561275	RABOBANK	3,625	15-01-2011	AAA	98,87	3,99
XS0272605519	DEUTSCHE TELEKOM	4,50	25-10-2013	A-	96,97	5,12
DE0001135291	BUNDES	3,50	4-01-2016	AAA	98,97	3,64
IT0003493258	BTP	4,25	1-02-2019	A+	99,29	4,38
DE0001135275	BUNDES	4,00	4-01-2037	AAA	92,04	4,50
IT0003934657	BTP	4,00	1-02-2037	A+	84,83	5,06

Una selezione di titoli consigliati che quotano meno del valore nominale.

che cedolari a tasso fisso aprano spazi di guadagno in prospettiva non lontana, li spinge a ricercare questi prodotti, mediando quelli più rischiosi, tipicamente con cedola elevata e lunga durata, con emissioni a durata breve, il cui rischio tassi è sensibilmente inferiore, grazie ad una volatilità (l'ampiezza dell'oscillazione dei prezzi di mercato al variare dei rendimenti) minore rispetto a quella che contraddistingue le scadenze più lontane. Queste ultime, per contro, offrono guadagni teorici molto più consistenti, qualora la tendenza dei mercati assecondi la strategia scelta dal risparmiatore. Chi s'affida a queste emissioni in ottica di recupero delle perdite e sceglie prodotti con scadenza medio breve, può optare anche per emittenti con rating non elevato, ipotizzando che, in questo arco temporale, le aziende debentriche siano in grado di sviluppare positivamente la loro attività, mentre chi opta per le scadenze più lontane dovrebbe affidarsi a strumenti governativi d'area euro, il cui grado d'affidabilità propone discrete garanzie di solvibilità, sia per il pagamento delle cedole, sia per la restituzione del capitale, all'atto della maturazione del prestito.

CTZ E FORD

Se si sceglie uno zero coupons di Stato, qual è il **Ctz** emesso dal Tesoro italiano, nell'arco di poco più di un anno e mezzo il differenziale di prezzo sul quale apportare le correzioni da perdite precedenti è di circa sei punti percentuali, un valore di buon livello. A metà via si situa l'emissione della casa automobilistica statunitense **Ford** che, grazie ad un vecchio prestito trattato sul mercato secondario, propone un differenziale di prezzo minore, rispetto a quello offerto dal Ctz, circa due punti, ma, a servizio del prestito stesso, paga una cedola lorda del 5,75%, che, sommata al differenziale di prezzo, sposta il rendimento lordo, su base annua, all'8% circa. A posteriori, la redditività dell'operazione sarà ridimensionata, a causa della minor durata dell'investimento, poiché la scadenza dell'emissione è fissata al 12 gennaio prossimo. L'elevato rendimento

teorico è frutto del modesto grado d'affidabilità che le agenzie di rating hanno attribuito alla società americana, che, di fatto, la pone tra i prodotti definiti "non investment grade", livello considerato più speculativo di quanto lo sia l'altro, definito "investment grade", cui appartengono tutte le emissioni governative d'area euro. Due emissioni bancarie, due banche molto diverse tra di loro, spostano la scadenza delle obbligazioni al 2010. Da oltre Atlantico, un prestito **Citigroup** rimborsabile fra due anni, a un prezzo che consente un recupero di circa un punto e mezzo e una redditività teorica lorda di poco superiore al 4,50%. Da Berlino una proposta con il massimo grado d'affidabilità, tripla A, affidata alla **KFW**, la banca tedesca nata per finanziare la riunificazione, che offre un rendimento teorico lordo di circa

“ Le scadenze più lontane offrono guadagni teorici molto più consistenti ”

La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
Investment Grade Superiore		
AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA
AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO
AA	AA2	
AA-	AA3	
A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A	A2	
A-	A3	
Investment Grade Inferiore		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
Non Investment Grade		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
Non Investment Grade Inferiore		
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
B	B2	
B-	B3	
CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBLIGAZIONI
CCC	CAA	
CCC-		
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

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

APRILE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0272770396	GENERAL ELECTRIC CAPITAL FUNDING	4,13	27-10-2016	AAA	93,83	5,02	1
DE0001040400	LAND BADEN WUETTEMBERG	3,25	18-01-2016	AA+	94,51	4,09	2
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,75	14-03-2018	AA	103,14	4,36	3
DE000A0EUB86	BASF	3,375	30-05-2012	AA-	97,38	4,07	4
XS0212050792	IBM CORPORATION	3,00	8-02-2010	A+	98,08	4,08	5
XS0167864544	CARREFOUR	4,375	15-06-2011	A	100,80	4,11	6
FR0010126904	BOUYGUES	4,375	29-10-2014	A-	94,65	5,40	7
XS0202043039	DAIMLERCHRYSLER	4,25	4-10-2011	BBB +	99,34	4,50	8
XS0202649934	REPSOL	4,625	8-10-2014	BBB	94,40	5,70	9
FR0000474157	CASINO GUICHARD PERRACH	5,25	28-04-2010	BBB-	100,50	4,98	10
XS0149165986	ALLIED DOMECQ FINANCE	5,875	12-06-2009	BB+	100,65	5,44	11
XS0145190681	LADBROKERS GROUP FINANCE	6,50	17-07-2009	BB	100,91	5,72	12
FR0000492092	ALCATEL-LUCENT	4,375	17-02-2009	BB-	98,80	6,00	13
XS0202314083	FORD CREDIT EUROPE	4,722	30-09-2009	B+	88,25	9,66	14
XS0111469614	COLT TELECOM GROUP	7,625	15-12-2009	B	99,00	8,25	15
XS0206714247	ISS GLOBAL	4,50	8-12-2014	B-	88,00	6,78	16

un punto in meno, ma, grazie ad un flusso per interessi meno elevato, propone circa due punti e mezzo di possibile recupero delle minusvalenze accantonate. Spostandosi avanti di un altro anno, una banca olandese, la **Rabobank**, essa pure destinataria del rating tripla A, è presente sul mercato secondario con un'emissione che rimborserà a luglio 2011 e offre un recupero più modesto, circa un punto e mezzo, ma propone un discreto rendimento, 4% lordo circa, alla luce di una solvibilità molto alta. Chi decide per questa forma d'investimento, può rinunciare ad un rendimento superiore, destinando gran parte della liquidità allo zero coupons del Tesoro italiano, che propone un differenziale di prezzo sostanzioso, a fronte di un rendimento non entusiasmante, che viene proposto da altri strumenti, che, per contro, offrono un differenziale di prezzo spesso molto minore. Il recupero delle perdite fa sì che il rendimento definito teorico lordo divenga teorico netto, perché, a scadenza, sul guadagno in conto capitale non verranno applicate imposte. Imposte che, viceversa, opereranno comunque, sul flusso per interessi, dal momento che le due tipologie di ricavi assumono figure diverse, redditi da capitale, gl'interessi, e redditi diversi, i guadagni in conto capitale, e non sono sommabili algebricamente.

LIQUIDITÀ

Se la strategia è la ricerca, da un lato, di un flusso cedolare medio alto per un arco temporale anche di lunga durata e, dall'altro, un rendimento offerto da debitori con un buon grado d'affidabilità, sarebbe forse consigliabile scegliere emissioni pubbliche, di area euro, perché depositarie di caratteristiche molto importanti, quali la liquidità, che consiste nella facilità di compravendita delle emissioni stesse, una volta collocate, o quali la redditività teorica, pur in un ambito di un rating elevato. Accanto ai titoli pubblici del **Tesoro** italiano o tedesco, il primo destinatario del rating singola A più, il secondo del massimo grado d'affidabilità, tripla A, si può pure optare per una presenza,

“ La crisi che ha colpito le obbligazioni societarie non solo non ha sfiorato i titoli pubblici ma, in talune fasi di mercato, li ha trasformati in bene rifugio ”

il cui peso è fissato sulla base della propensione al rischio, di un prestito telefonico. **Deutsche Telekom**, fra i principali emittenti di obbligazioni in campo internazionale, propone una cedola lorda del 4,50% con un rendimento teorico lordo superiore al 5%, per una durata quinquennale. Per pagare un simile rendimento un'emissione del nostro Tesoro ha in circolazione una durata ex trentennale, ora con scadenza di un anno in meno, mentre, per analogo periodo d'investimento, il Tesoro tedesco paga ben mezzo punto in meno di rendimento, pur offrendo una cedola esattamente uguale, il 4% lordo. Una curiosità interessante: la cedola viene pagata con cadenza annuale, dal Tesoro di Berlino, mentre la frequenza è semestrale, per il titolo emesso dal Tesoro italiano. Dello stesso emittente italiano è pure un BTP con durata undici anni, cedola lorda del 4,25% e rendimento ancora di buon livello, di poco superiore al 4,50% lordo. La Germania, con durata otto anni, li-

mita il rendimento al 4% lordo circa, ma lo fa, perché gode del rating massimo. Avere, tra le proprie caratteristiche di debitore, il massimo grado d'affidabilità significa potere accedere al mercato, potendo pagare meno il costo della raccolta. Gl'investitori, in questo caso, s'accontentano di rendimenti inferiori, pur di disporre di una garanzia in fatto d'affidabilità. Al momento, la crisi che ha colpito le obbligazioni societarie, a causa della vicenda dei mutui subprime, non solo non ha sfiorato i titoli pubblici, ma, in talune fasi del mercato, li ha trasformati in bene rifugio per i patrimoni in libera uscita dai mercati azionari e dagli stessi titoli obbligazionari emessi da società. La lunga durata di alcuni dei prestiti citati non piace solamente all'investitore cassetista, ma anche ai trader, perché, in prospettiva di rendimenti cedenti, le loro quotazioni potrebbero salire in misura interessante, pagando all'investitore un ottimo rendimento, se si somma l'incremento in conto capitale all'alto flusso cedolare.

PRIMO: DIVERSIFICARE

Al di là di queste considerazioni, che s'attagliano ad un gruppo di risparmiatori meno esteso di quello tradizionale, se si decide d'immettere in portafoglio emissioni a prezzo scontato, inferiore al valore nominale, sarebbe opportuno diversificare per emittente, per durata e per livello di cedola. La quota maggiore di un singolo prestito dovrebbe essere destinata alle emissioni con alto grado d'affidabilità, mentre, sul fronte opposto, la percentuale di obbligazioni a bassa affidabilità dovrà tenere in debito conto la personale propensione al rischio. Gli strumenti a basso rating non vanno comunque esclusi, perché dalla loro immissione nei portafogli si ricava una redditività teorica elevata. La strategia, in questo caso, è una prudente esposizione al rischio emittente, a prescindere dalla propria propensione al rischio. L'uscita dal tunnel, per molte obbligazioni societarie, non è ancora a portata di mano! ■