

# UN PO' DI SPRINT AL PORTAFOGLIO

**Titoli di Stato a lunga scadenza e soprattutto una quota di obbligazioni societarie a rating più basso possono alzare il rendimento complessivo. L'importante è graduare bene l'investimento secondo le proprie caratteristiche di investitore**

## Focus

■ I titoli di Stato, soprattutto quelli a più breve termine, da qualche tempo rendono pochissimo. Basti ricordare il rendimento dei Bot, avvicinati allo zero a fine estate.

■ Che fare allora per provare a guadagnare un po' di più con le obbligazioni? Il suggerimento è di investire una quota sia in titoli di Stato a lungo termine, sia in obbligazioni societarie a minor grado di affidabilità (rating), che pagano cedole più alte.

■ Bisogna però che questa quota, in grado di elevare il rendimento complessivo dell'investimento, sia proporzionata alla propensione al rischio dell'investitore.

■ di Angelo Drusiani

La crisi finanziaria, manifestatasi apertamente a metà agosto 2007, ma preceduta da inquietanti segnali già nel febbraio precedente, ha concesso agli emittenti societari, parte dei quali hanno originato la crisi stessa, d'indebitarsi a tassi via via decrescenti, grazie, indirettamente, alla solida presenza dei debitori pubblici. Il paradosso non è semplice da comprendere: nel momento in cui le difficoltà di molti emittenti si manifestò, il costo per la loro raccolta di denaro sui mercati s'alzò rapidamente. Analogamente, aumentarono i rendimenti dei loro strumenti obbligazionari già presenti nei mercati. Passando i mesi, la situazione divenne ancor più complessa e i rendimenti a carico degli emittenti societari aumentarono ulteriormente. La ricerca della sicurezza spinse la liquidità a ricercare soprattutto i debitori pubblici e i titoli di Stato furono richiesti in forma quasi ossessiva da investitori istituzionali e da rispar-

miatori tradizionali. Sui rendimenti a carico degli emittenti statali si manifestò la tendenza opposta a quella vissuta dalle società, perché i rendimenti scesero in misura rilevante, fino a toccare punte minime di tassi di poco superiori allo zero, nella tarda estate di quest'anno, non solo in area euro, limitatamente alla parte breve della curva. Ma gli investitori non ci stanno a farsi remunerare a tassi particolarmente bassi e, già da fine 2008, la propensione al rischio è salita e la domanda di obbligazioni societarie ha preso un abbrivio importante, con scambi sempre più consistenti e prezzi dei titoli societari in continua ascesa, fino a ridurre il differenziale nei confronti dei titoli di Stato a valori poco percettibili e, soprattutto, rendendo poco remunerativi anche gli strumenti obbligazionari alternativi alle emissioni pubbliche. Il modestissimo livello raggiunto dalla redditività del comparto delle obbligazioni ha rappresentato una delle motivazioni che hanno indotto tantissimi investitori a scegliere

## Queste emissioni danno di più

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING*	PREZZO	REND. LORDO	MAGGIORAZIONE SU EURIBOR	QUOTA MINIMA
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-13	B-	92,88	9,83		EURO 50MILA
XS0270503369	RHODIA	3,746	15-10-13	BB-	89,12	7,23	275	EURO 50MILA
DE000A0T61L9	THYSSENKRUPP	8,50	25-02-16	BBB-	108,72	6,80		
IT0001278511	BTP	5,25	01-11-29	A+	106,34	4,85		
IT0003934657	BTP	4,00	01-02-37	A+	87,52	4,90		

\* rating di Moody's

Una selezione di emissioni societarie e governative che offrono in questo momento rendimenti interessanti.






















i mercati azionari, nella considerazione che le prospettive di ripresa dell'economia offriranno migliori opportunità, in termini di ritorno reddituale, ai capitali ivi destinati.

### LA TRAPPOLA DELLA LIQUIDITÀ

Se gli emittenti possono indebitarsi a tassi contenuti, molto bassi, in tanti casi, i loro bilanci ne beneficeranno, ma a soffrire saranno gli investitori che si trovano costretti in una sorta di trappola della liquidità, perché, a fronte di capitali di cui dispongono, non hanno strumenti ai quali dirottare la ricchezza risparmiata, se non scegliendo percorsi che, a molti, potrebbero non piacere. L'alternativa ai mini rendimenti che i mercati obbligazionari offrono a chi investe in strumenti ad elevato grado di affidabilità o ad emissioni con scadenza ravvicinata sono le obbligazioni con durata lunga o le proposte di emittenti con rating "non investment grade", il cui livello è molto al di sotto dei massimi assegnati dalle agenzie specializzate, mentre è molto più prossimo ai valori minimi attribuiti dalle stesse agenzie. Il rating doppia B rappresenta un esempio tipico di un debitore che, per raccogliere denaro tra gli investitori, deve pagare rendimenti decisamente al di sopra della dinamica inflazionistica attuale.

Ma è veramente un'area tabù per tanti investitori quella che fa riferimento ai titoli con basso grado d'affidabilità? No, perché se si guarda con attenzione la presenza in portafoglio di questa tipologia di emissioni, si potranno ottenere due importanti risultati. Da un lato, ci si avvicinerà a strumenti che, spesso, sono dotati di caratteristiche molto semplici, mentre, dall'altro, si potrà costituire uno zoccolo di rendimento medio alto che, in parte, contribuirà ad aumentare la redditività complessiva del portafoglio titoli di proprietà. Quasi sempre, nel valutare le forme d'investimento alternative ai titoli governativi, si è portati a pensare che solo tipologie di strumenti con caratteristiche complesse e di difficile lettura siano in grado di offrire rendimenti elevati.

## La scala del Rating

	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+		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

### OBBLIGAZIONI SEMPLICI

In realtà, molte obbligazioni di emittenti a basso rating hanno caratteristiche non dissimili da quelle dei titoli di Stato, con prezzo di emissione, cedola con cadenza trimestrale, semestrale o annuale e valore di rimborso finale già stabilito all'atto del collocamento, generalmente "alla pari", che corrisponde al valore nominale, 100. L'alta redditività teorica è originata esclusivamente dall'affidabilità attribuita all'obbligazione. Chi dispone di una propensione al rischio contenuta, l'ex BOT people o investitori che hanno scelto sempre ed esclusivamente strumenti governativi, attribuendo loro un grado di sicurezza molto alto, possono tranquillamente optare per

una strategia alternativa che preveda la contemporanea presenza, nel portafoglio titoli, di obbligazioni pubbliche e societarie con basso grado di affidabilità. Naturalmente, il peso maggiore andrà assegnato ai titoli di Stato, mentre alle emissioni societarie verrà attribuito un peso modesto, molto basso, 2,5%, se la propensione al rischio è quasi nulla, più equilibrato, fino al 20%, se la propensione al rischio è di livello medio alto.

Se l'ambito societario appare troppo esposto al rischio, l'investitore può mantenere un portafoglio dedicato esclusivamente ai titoli di Stato, scegliendo, accanto a durate medio brevi, scadenze molto lunghe, il cui grado di volatilità è tale da offrire rendimenti teorici interessanti, anche se inferiori,

# OTTOBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 17-06-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
XS0222695008	BANCA D'IRLANDA	3,25	22-06-15	AAA	93,32	4,63	1
XS0363471805	GENERAL ELECTRIC	5,25	18-05-15	AA+	104,31	4,39	2
SI0002102935	REPUBBLICA DI SLOVENIA	4,375	02-04-14	AA	105,68	3,02	3
XS0363922823	TORONTO DOMINION BANK	5,375	14-05-15	AA-	108,28	3,74	4
SK4120004227	GOVERNO DELLA SLOVACCHIA	4,90	11-02-14	A+	104,66	3,78	5
XS0354858564	CITIGROUP	6,40	27-03-13	A	105,62	4,68	6
XS0306644344	ENEL	5,25	20-06-17	A-	107,13	4,17	7
XS0445463887	EADS FINANCE	4,625	12-08-16	BBB +	100,97	4,49	8
XS0431967230	REPUBBLICA DI CROAZIA	6,50	05-01-15	BBB	104,06	5,62	9
DE000A0T61K1	THYSSENKRUPP FINANCE	6,75	25-02-13	BBB -	105,85	4,90	10
FR0010780452	PEUGEOT	8,375	15-07-14	BB+	109,02	6,14	11
XS0254095663	LOTTOMATICA	8,25	31-03-66	BB	95,63	7,29	12
XS0214851874	REPUBBLICA DEL VENEZUELA	7,00	16-03-15	BB-	84,36	10,97	13
XS0307552355	NORSKE SKOGINDUSTRIER	7,00	26-06-17	B+	64,37	15,16	14
XS0441258117	ISS FINANCING	11,000	15-06-14	B	106,42	9,35	15
XS0282457349	GROHE HOLDING	3,871	15-01-14	B-	84,89	7,81	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 IRLANDESE CHE FINANZIA MUTUI<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO  | 11 ■ SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA FRANCESE  |
| 2 ■ SEZ. EUROPEA DELLA SOCIETÀ MULTICOMPARTI AMERICANA              | 12 ■ GESTORE LOTTERIE. QUOTA MINIMA 50MILA EURO<br>POSSIBILE RIMBORSO A 100 IL 31-3-2016   |
| 3 ■ EMITTENTE PUBBLICO  | 13 ■ EMITTENTE PUBBLICO  |
| 4 ■ BANCA COMMERCIALE CANADESE.<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO         | 14 ■ SOCIETÀ CARTARIA NORVEGESE<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO  |
| 5 ■ EMITTENTE PUBBLICO  | 15 ■ SOCIETÀ MULTISERVIZI DANESE<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO<br>POSSIBILE RIMBORSO A 105,50 IL 15-6-2011   |
| 6 ■ BANCA COMMERCIALE USA. QUOTA MINIMA 50MILA EURO                 | 16 ■ SOCIETÀ TEDESCA PRODUTTRICE X EDILIZIA<br>QUOTA MINIMA 50 MILA EURO.<br>CEDOLA INDICIZZATA A TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 2,87 PUNTI.<br>POSSIBILE RIMBORSO A 100 DA 15-10-2009 |
| 7 ■ SOCIETÀ ELETTRICA ITALIANA. QUOTA MINIMA 50MILA EURO            |  |
| 8 ■ SOCIETÀ AERONAUTICA FRANCO-TEDESCA.<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO |  |
| 9 ■ EMITTENTE PUBBLICO. QUOTA MINIMA 50MILA EURO                    |  |
| 10 ■ SOCIETÀ TEDESCA PRODUTTRICE ACCIAIO                            |  |

spesso in misura consistente, alla redditività proposta dalle emissioni societarie con analoga durata. In questo caso, il rischio emittente risulta di modesta entità, se si scelgono Stati d'area euro o leggermente superiore alla media, se la strategia dovesse prevedere l'immissione in portafoglio di titoli governativi di Paesi emergenti europei. Le nazioni che hanno scelto di non aderire alla moneta unica godono, in alcuni casi, di rating massimi, ma, in questo caso, il rischio che s'assumerebbe l'investitore è molto alto, in quanto le oscillazioni che si riscontrano generalmente nei mercati valutari, possono essere elevate e favorire o deprimere sensibilmente, in un senso o nell'altro, la redditività del portafoglio. La scelta di titoli governativi non d'area euro e, al tempo stesso, appartenenti a paesi emergenti espone al doppio rischio legato al grado d'affidabilità e al rapporto di cambio tra la moneta unica e la valuta del Paese debitore.

### QUALE STRATEGIA

Quale strategia porre in atto, in prospettiva? In primis, evitare i timori che limitano le scelte di molti investitori, orientandosi anche verso strumenti a maggior rischio teorico, ma in grado di offrire rendimenti, essi pure teorici, di livello superiore. La politica da attuare dovrebbe essere orientata, pur nell'assunzione di una rischiosità più elevata, verso una scelta nel complesso prudente, assegnando agli strumenti a minore grado di affidabilità e ad una più lunga durata una quota del capitale che rispetti la personale propensione al rischio.

La contemporanea presenza di emissioni governative e societarie dovrebbe rappresentare un modello da seguire sempre, in modo tale che si dia luogo ad un portafoglio ben diversificato e, al tempo stesso, foriero di una redditività che si fissi a livelli più interessanti rispetto a quelli che si otterrebbero se si da vita ad un portafoglio monoprodotto, rappresentato esclusivamente da titoli di Stato, naturalmente, in questo

caso, non solo italiani.

Il mercato obbligazionario è prodigo di titoli obbligazionari emessi da società, come lo è per i titoli di Stato.

### FARE ATTENZIONE ALLA LIQUIDABILITÀ

Premesso che le obbligazioni societarie dovrebbero avere caratteristiche estremamente semplici, per competere direttamente con i titoli dei Tesori d'area euro, la differenza fondamentale tra i due strumenti è la liquidità che li contraddistingue, molto elevata quella dei titoli governativi, mentre è spesso decisamente inferiore, a volte addirittura modesta, quella delle emissioni societarie. Se si scegliessero titoli caratterizzati da pochi scambi, sarebbe opportuno decidere di mantenerli in portafoglio il più a lungo possibile, sia per incassare cedola di livello medio alto, sia per non seguire l'evoluzione dei prezzi di mercato, spesso in grado di far assumere decisioni che, a posteriori, risultano errate. Tra i casi più emblematici, la quotazione di un'obbligazione di General Electric, una delle aziende più grandi del mondo, di durata decennale, data di rimborso fissata al 15 gennaio 2019, con cedola lorda annuale del 6% lordo. La situazione che ha caratterizzato il settore finanziario non ha risparmiato la società, che, fino a marzo scorso, godeva del massimo grado di affidabilità, tripla A. In effetti, a partire da marzo scorso, il grado di affidabilità è stato ridotto a doppia A più e, già qualche tempo prima, la quotazione dello strumento subì un sensibile declassamento. Chi si fosse fatto influenzare dalla situazione venutasi a creare, avrebbe venduto il titolo a prezzi "da saldo", mentre se lo avesse mantenuto in portafoglio, ora, si ritroverebbe con quotazioni di tutto rispetto. In simili situazioni, sarebbe opportuno approfittare della fase d'incertezza, per immettere in portafoglio emissioni decisamente interessanti, come è possibile, ancora oggi, per i titoli con affidabilità modesta e/o con durata medio lunga. ■

**“ La politica da attuare dovrebbe essere orientata, pur nell'assunzione di una rischiosità più elevata, verso una scelta nel complesso prudente, assegnando agli strumenti a minore grado di affidabilità e ad una più lunga durata una quota del capitale che rispetti la personale propensione al rischio ”**

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



Angelo Drusiani

# BMW VIAGGIA SOPRA I BTP

### Tre anni di vita residua



**BAYERISCHE MOTOREN WERKE (BMW) 4,875% 18 OTTOBRE 2012**

RATING S&P	A
QUANTITÀ EMESSA COMPLESSIVA	1 MILIARDO
MONETA D'EMISSIONE	EURO
CODICE ISIN	XS0326116133
PAGAMENTO CEDOLA	18 OTTOBRE
PREZZO D'EMISSIONE AL PUBBLICO	99,774
DATA DI REGOLAMENTO IN COLLOCAMENTO	18/10/2007
RENDIMENTO LORDO IN EMISSIONE	4,93%
DIFF. DI RENDIM. SU BUND 4,25% 12/10/2012	62/100 DI PUNTO
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	1.000 EURO

Il comparto automobilistico, ancora in bilico tra crisi e ripresa delle vendite, anche se un aiuto non trascurabile è arrivato dalle politiche fiscali attuate dagli esecutivi, è uno dei principali attori del mercato obbligazionario. La presenza di debitori, in ambito mondiale, è molto importante, sia dal punto di vista quantitativo, sia dal punto di vista qualitativo. Le difficoltà dei produttori d'oltre Atlantico, Ford e General Motors, non hanno creato effetti particolarmente negativi, neppure nelle fasi più complesse. La BMW, casa automobilistica tedesca nota per la sua produzione di lusso, ha una lunga esperienza in campo obbligazionario: ammontano a 13,3 miliardi di euro i prestiti denominati nella moneta unica, la valuta in cui prevalentemente sono espressi i prestiti della casa di Monaco.

### RENDE CIRCA IL 4,25% NETTO

L'emissione collocata due anni fa e con durata residua tre anni propone ancora oggi un rendimento interessante, perché supera quello dei Btp con analoga durata di circa 70 centesimi, che salgono a 120, se il raffronto ha luogo con il titolo del Tesoro tedesco con durata simile. In sede di collocamento, il differenziale di rendimento, nei confronti dell'emissione governativa di Bonn fu di soli 60 centesimi.

Le successive vicende che hanno turbato il sistema finanziario mondiale spinsero i differenziali di rendimento tra obbligazioni societarie e titoli di Stato a livelli molto alti, ben al di sopra di quelli indicati. Il ritorno ad una fase di normalità, qual è quella che si sta vivendo, ha ridimensionato i valori, che sono tornati ad essere più contenuti, negli ultimi mesi. L'acquisto di uno strumento come l'obbligazione della casa automobilistica tedesca è destinata a tutte le categorie di investitori, in quanto l'emittente offre buone garanzie di affidabilità e l'attività sul mercato secondario è abbastanza intensa, tale da soddisfare sia

### Valutazione rischi di INVESTIRE

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	25
RISCHIO EMITTENTE	12,5
RISCHIO LIQUIDITÀ	24
RISCHIO CAMBIO	0

**VALUTAZIONE MEDIA SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 15,625**  
VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 20,833

### Quota consigliata in portafoglio

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	15,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	10,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	5,50%

chi intende comprare titoli, sia chi intende venderli. Il peso da attribuire in portafoglio è legato alla personale propensione al rischio del risparmiatore, ma anche l'ex Bot people può scegliere di destinare almeno il 5% del patrimonio a questa obbligazione, che propone un flusso per interessi annuale pari al 4,875% lordo e 4,25% netto circa. ■