

## Focus

■ Le emissioni societarie con minore merito di credito, i cosiddetti high yield bond, i titoli ad alto rendimento ma a basso rating, sono stati tra i titoli più sacrificati durante la caduta dei mercati finanziari e la conseguente crisi del credito.

■ Dopo aver toccato un picco di 2.298 punti base sopra le obbligazioni governative lo scorso 18 dicembre 2008, lo spread (margine di rendimento in più) rispetto ai titoli governativi, misurato dall'indice Merrill Lynch Euro High Yield Constrained si è un po' ridimensionato pur mantenendosi oltre i 15 punti percentuali.

■ Secondo gli esperti il segmento resta ancora interessante in ottica di almeno tre anni soprattutto se le scelte di investimento sono indirizzate sulle emissioni dei settori telecom, utilities, cable company, media, healthcare e servizi ambientali.

■ Per chi non vuole avvalersi della diversificazione garantita da un fondo o un comparto di sicav specializzato sugli high yield bond e preferisce, con tutti i rischi che ciò comporta, selezionare i singoli emittenti, può orientarsi su Wind telecom, Unity media, Piaggio, Impress holding, Cable & wireless, Bombardier.

■ Infine, volendo attribuire, all'interno del proprio portafoglio a reddito fisso, una quota ai fondi o ai bond high yield, il consiglio degli esperti è di destinarvi una percentuale compresa tra un minimo del 10% e un massimo del 25%.

# HIGH YIELD, OSARE ANCHE CON I BOND

**Bastonati durante la crisi bancaria, offrono attualmente rendimenti a due cifre, anche se con una proporzionale dose di rischio. Il modo migliore per investire in questi strumenti è un orizzonte temporale di tre anni con un'ampia diversificazione. I consigli dei più bravi gestori specializzati**

■ di Fabio Sansone

Il crollo dei mercati finanziari e la conseguente crisi del credito hanno avuto impatti devastanti non soltanto sul mercato azionario, ma anche su quello delle emissioni societarie. In particolare dei bond con minore merito di credito, i cosiddetti high yield bond: i titoli ad alto rendimento, ma a basso rating. Il loro spread, ovvero la differenza di rendimento rispetto ai titoli governativi omologhi ha raggiunto nel periodo a cavallo tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 livelli mai visti in precedenza se non durante la grande crisi del '29. La ripresa dei mercati azionari dai minimi del 9 marzo scorso, ha permesso anche a questi titoli di beneficiare di un migliorato clima che ha visto ridurre, almeno in parte, gli spread con benefici in conto capitale. Per sapere se si tratta di un fenomeno solo momentaneo o di una vera inversione di tendenza e, soprattutto, per capire se è conveniente scommettere su queste obbligazioni, *Investire* ha intervistato quattro tra i più abili gestori che, di seguito, forniscono indicazioni sullo stato di salute di questa tipologia di bond, i settori da preferire e le emissioni più interessanti.

**QUAL È L'ATTUALE SITUAZIONE DEL MERCATO DEGLI HIGH YIELD BOND EUROPEI?**

**Per Wehrmann**

GESTORE DEL TEAM FIXED INCOME, HIGHYIELD EUROPE DI DWS

Il mercato ha recuperato decisamente rispetto ai minimi storici registrati lo scorso dicembre. Gli spread rispetto alle obbligazioni governative si sono significativamente ridotti, ma tuttavia, sono ancora a livelli storicamente elevati. Mediamente, il rendimento a scadenza di tali strumenti è attualmente di circa il 18,50%. Il rally è guidato da una soglia di ingresso che all'inizio dell'anno in corso era economicamente molto vantaggiosa e che ha attratto flussi di nuovi investitori e più in generale dal miglioramento del sentimento generale dei clienti. I fondamentali rimangono ancora con forti tensioni per la maggior parte delle obbligazioni corporate ed è attesa un'ulteriore crescita del tasso di default. L'aspetto positivo di questa tipologia di investimento riguarda il mercato che sta incorporando nei prezzi il rischio default a livelli ancora elevati (e, da qui si spiegano gli alti rendimenti). Anche le socie-

tà stanno beneficiando del rally in corso attraverso l'accesso al mercato dei capitali che consente loro di rifinanziare il proprio debito.

### **Henrik Østergaard Pedersen**

**GESTORE DEL NORDEA 1 – EUROPEAN HIGHYIELD BOND FUND**

Dall'inizio dell'anno il mercato europeo degli high yield bond ha realizzato una performance davvero significativa e ha guadagnato più del 37%; il Nordea 1 - European High Yield Bond Fund ha ottenuto un rendimento anche maggiore.

Nonostante il rally, gli spread restano ancora interessanti - a un livello di oltre 1.550 punti base (ovvero il 15,50%). Si tratta di un valore che è significativamente più alto di quelli riscontrati nelle due ultime fasi in cui si sono registrati alti tassi di default. Nel 1991 e nel 2002 gli spread avevano raggiunto i 1.000-1.200 punti base. Il tasso europeo di default è attualmente di circa il 4,5%, ben lontano dai livelli registrati in passato, e il mercato al momento sta prezzando una loro crescita a circa il 15% annuo.

Crediamo che il tasso di default salirà sicuramente nei prossimi uno/due anni, ma questo dato sarà compensato dall'attuale livello degli spread e quindi pensiamo che il mercato possa offrire buone opportunità nel medio e lungo periodo. Nel breve termine si potrebbe registrare qualche presa di valore, ma i fondamentali del mercato rimangono buoni.

### **Stefan Isaacs**

**M&G HIGHYIELD BOND FUND**

In Europa il mercato primario delle obbligazioni high yield è rimasto sostanzialmente chiuso per 18 mesi, senza che ci fossero nuove emissioni dall'agosto del 2007 al gennaio di quest'anno. Ciò non sorprende, se si tiene in considerazione che la mancanza di propensione al rischio, unita alle vendite forzate, ha portato a un netto ampliamento degli spread delle obbligazioni high yield, con lo spread dell'indice Merrill Lynch Euro High Yield Constrained che ha raggiunto il picco di 2.298 punti base sopra le obbligazioni governative lo scorso 18 di-

cembre 2008. Questo ha implicato un massiccio aumento nel costo del capitale per le aziende con rating al di sotto dell'investment grade, che per anni erano state viziate da costi di finanziamento estremamente bassi.

Gli spread si sono ristretti considerevolmente dall'inizio dell'anno e alcune aziende hanno tratto vantaggio del migliore sentiment per tornare sul mercato obbligazionario. Questa è una buona notizia per il mercato high yield, che è stato illiquido per un certo tempo. Comunque ci stiamo muovendo con cautela; finora abbiamo visto nuove emissioni solo dalle aziende high yield con rating più elevato e da quei nomi ritenuti sicuri a cui il mercato dà credito.

Molte delle aziende high yield più aggressive sono poco propense o non riescono ad aumentare il capitale attraverso il mercato obbligazionario o azionario.

Ristrutturazioni e rischio di default sono sempre una possibilità per queste società, nonostante il sentiment verso la propensione al rischio stia migliorando.

### **Stefano Perin**

**GENERALI INVESTMENTS ITALY**

In questo scorcio di 2009, il mercato europeo dei bond high yield ha beneficiato dall'inizio di una situazione tecnica molto positiva, con trasferimenti netti di liquidità verso il segmento ed i principali attori posizionati, al meglio, per una fase di stabilizzazione (investitori molto liquidi e dealer senza posizioni rilevanti in portafoglio). Inoltre, il mutato atteggiamento che a partire da marzo ha riguardato gli asset più rischiosi, ha rappresentato un ulteriore puntello per le performance.

Gli spread di credito hanno rintracciato nella misura del 70% l'allargamento post-Lehman; i rendimenti da inizio anno sono di gran lunga superiori al 30%, con maggio 2009 miglior mese di sempre dalla nascita del mercato europeo. Agli attuali livelli, il mercato offre un rendimento medio a scadenza nell'area del 14%, che corrisponde ad un premio medio sul rendimento della curva governativa pari a circa l'11,5%.

### **Henrik Ø. Pedersen** **NORDEA**

**GESTORE DEL NORDEA 1 – EUROPEAN HIGH YIELD BOND FUND**



### **Per Wehrmann** **DWS**

**GESTORE DEL TEAM FIXED INCOME, HIGH YIELD EUROPE**

### QUALI SONO I CRITERI CON I QUALI SELEZIONATE OGGI I TITOLI DEL SEGMENTO HIGH YIELD BOND EUROPEI?

#### DWS

Il processo di investimento è fondamentalmente focalizzato sul valore societario. Le nostre analisi di ricerca mirano alla robustezza dei modelli di business, alla situazione finanziaria delle società oltre alla loro capacità di generare liquidità. Frequentemente parliamo con le società. Esploriamo le molteplici opportunità determinate dalla crisi finanziaria.

#### Nordea

Sin dall'inizio del 2002, data di lancio del fondo, adottiamo un rigoroso processo d'investimento. Dopo un periodo iniziale di screening del mercato, procediamo per tre fasi successive in cui analizziamo l'appeal del settore industriale, la società emittente nel suo complesso e per ultima la struttura dell'emissione obbligazionaria. In generale, guardiamo a società leader in settori industriali stabili, con un'elevata soglia d'ingresso e con emissioni obbligazionarie che abbiano una buona copertura patrimoniale e una posizione sensibile all'interno della struttura del capitale societario. Naturalmente è quasi impossibile trovare, all'interno dell'universo high yield, emissioni obbligazionarie che soddisfino tutti questi requisiti così la decisione finale si basa su un'analisi complessiva di tutti questi fattori. Possiamo in ogni modo affermare che l'elemento più importante è la capacità di generare cash flow e che siamo restii a investire in società che generano un cash flow negativo.

#### M&G

La mia visione è che la chiave di una strategia di successo sia evitare i perdenti più che scegliere i vincenti, soprattutto quando si investe nelle obbligazioni corporate high yield, in quanto hanno un profilo di rischio di default più elevato rispetto alle obbligazioni investment grade. In M&G ho il supporto di un team interno di analisti del credito tra i migliori sul mercato, composto

da 60 professionisti, in grado di monitorare e analizzare la totalità del mercato dei corporate bond high yield in Europa. Il team di analisi del credito di Londra è strutturato in base a specialità di settore. Questo permette agli analisti di focalizzarsi su settori specifici come immobiliare, bancario, assicurativo, chimico, manifatturiero e utilities. Oltre agli specialisti di settore, sei membri del team si occupano dell'analisi del settore asset-backed. Molti degli analisti del credito di M&G vengono da anni di esperienza presso le più importanti agenzie di rating come Standard & Poor's e Fitch. Non ci affidiamo quindi ad agenzie di rating esterne. Circa l'80% del lavoro di ricerca fatto per costruire il portafoglio del fondo è condotto internamente dal nostro team interno, che considero un fondamentale vantaggio competitivo.

#### Generali Investments Italy

Lo stock picking è guidato da un forte approccio bottom-up (selezione dei singoli titoli), basato dunque sull'analisi fondamentale degli emittenti. La nostra società dispone di un team di ricerca cross-assets composto da più di 15 analisti che offrono copertura capillare di tutti i settori industriali e che utilizzano modelli proprietari di analisi fondamentale. Su questa radice si innesta un'analisi più squisitamente tecnica, che considera le caratteristiche delle singole emissioni, l'analisi dei flussi di mercato e temi di relative value. Infine, la particolarità del segmento high yield ci impone una rigorosa analisi della documentazione che accompagna le singole emissioni.

### QUALI SONO I SETTORI PREFERITI?

#### DWS

Allo stato attuale favoriamo i settori che noi intendiamo essere meno ciclici, come è il caso delle cable company, telecom ed utility.

#### Nordea

Il nostro approccio è prevalentemente di tipo bottom up, così non possiamo dire di favorire qualche settore in particolare anche se al



**Stefan Isaacs**

M&G  
GESTORE HIGH YIELD BOND FUND

**Stefano Perin**

GENERALI INVESTMENTS  
ITALY  
GESTORE



momento siamo più sovrappesati su media e telecom. Questo perché, all'interno di questi settori, partendo da un'analisi di tipo bottom up, abbiamo trovato un buon numero di società interessanti e non perché abbiamo consapevolmente deciso di sovrappesarli. Il nostro investimento maggiore è l'italiana Wind Telecom, che è anche la ragione della nostra sovrapponderazione nelle telecomunicazioni.

### M&G

Individuo maggiore valore nei settori industriali non ciclici, che dovrebbero resistere con maggiore facilità alla flessione economica, come ad esempio i settori utilities e telecomunicazioni.

### Generali Investments Italy

I temi settoriali più validi rimangono legati ai settori più difensivi, quelli cioè con maggiore presenza di elementi non-ciclici, sebbene alcuni di questi risultino ai livelli attuali piuttosto abusati. I settori Telecom/Cable raccolgono in sé queste caratteristiche, grazie alla stabilità dei loro portafogli di clienti e quindi ad una buona visibilità sugli utili prospettici. Un altro settore degno di nota è quello dei servizi non-ciclici, che comprende industrie come Healthcare e i servizi ambientali. In via residuale, esistono delle opportunità legate a nicchie di specialità nei settori delle materie di base, laddove i fattori produttivi seguano trend sfalsati rispetto ai trend del petrolio e laddove esista un'elevata diversificazione verso utenti finali a ridotte caratteristiche pro-cicliche e più in generale verso le industrie legate ai consumi di base.

### CI SONO SCADENZE DA PREFERIRE?

#### DWS

Scadenze a breve termine per le società che non hanno sufficiente liquidità per rifinanziare le proprie obbligazioni o che non accedono al mercato dei capitali. Scadenze a lungo termine per le società che non hanno necessità contingenti di rifinanziamento, ovvero che possono permettersi di attendere il tempo della ripresa. In uno scenario di

tassi a 3-5 anni (medio termine), guardiamo con attenzione le oscillazioni dei tassi a breve, valutando opportunità di investimento a tasso variabile.

#### Nordea

No, non abbiamo preferenze in tal senso. Prestiamo, tuttavia, molta attenzione alle esigenze di ri-finanziamento che hanno le società in cui investiamo.

#### M&G

Il fattore principale da tenere in considerazione per un fondo high yield è la gestione del rischio del credito; la duration del fondo ha un'importanza relativa.

### Generali Investments Italy

E' doveroso premettere che l'asset class ha una ridotta sensibilità ai movimenti dei tassi di interesse se comparata con gli universi dei titoli Investment Grade e Governativi, grazie a scadenze mediamente più corte e a cedole più alte. Pertanto, c'è una sostanziale indifferenza in termini di esposizione alle curve dei tassi di interesse. Nondimeno, in anni recenti 2006 e 2007, molte nuove emissioni sono state indicizzate ai tassi variabili, contribuendo ulteriormente ad eliminare questo tipo di rischio. A parità di altre condizioni (qualità attuale e attesa dell'emittente), è preferibile avere esposizione alle scadenze lunghe, dove i corsi delle obbligazioni consentono punti di ingresso a prezzi (più o meno) sotto la parità. In questo modo si minimizza il rischio di perdite in conto capitale e si riducono i rischi di ristrutturazioni sfavorevoli in caso di bancarotta dell'emittente relativamente alle scadenze medie e brevi.

**INDICATE CINQUE O SEI EMISSIONI HIGH YIELD BOND CHE VI PIACCONO (O CHE AVETE IN PORTAFOGLIO) SPIEGANDONE BREVEMENTE LE RAGIONI?**

#### DWS

Allo stato attuale sono presenti nel portafoglio del fondo le seguenti società: a) **Wind Telecom**: società dal business stabile, ha recentemente generato un forte flusso di

## Da sapere

### ■ Investment grade

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Per i titoli di reddito fisso, viene espresso con lettere che vanno dalla tripla A (AAA) alla tripla B (BBB), ove la tripla A indica il grado d'investimento più elevato e pertanto i titoli più sicuri.

### ■ Default

L'incapacità tecnica di un'emittente di rispettare le clausole contrattuali previste dal regolamento del finanziamento e, in particolare, quando un'emittente non è materialmente in grado di corrispondere le rate di interesse o di rimborso del capitale alla naturale scadenza di ciascuna.

### ■ Spread

Nel mercato obbligazionario è l'extra rendimento del titolo rispetto a quanto offre il titolo governativo di pari durata. Per esempio se il titolo obbligazionario Fiat 05.2011 rende il 6,35% all'anno e il btp 2011 il 2,51%, lo spread dell'emissione della casa automobilistica torinese è del 3,84% annuo.

### ■ Punto base

E' la più piccola unità di misura convenzionalmente impiegata per definire i rendimenti dei titoli a reddito fisso. Corrisponde ad un centesimo di punto percentuale, cioè allo 0,01%.

cassa che è stato utilizzato per ridurre la propria posizione debitoria; società alla quale piacerebbe avere accesso al mercato dei capitali; b) **Antenna TV**: Società che ha venduto la propria succursale in Bulgaria ed ha recentemente annunciato la sua intenzione di effettuare un'operazione di buy back delle proprie obbligazioni; c) **Virgin Media**: cable company inglese con un business stabile; ha emesso obbligazioni al fine di ripagare il proprio debito a breve termine; d) **Nalco**: società chimica specialistica, operativa in un segmento di mercato relativamente stabile, che ha realizzato un imponente flusso di liquidità; e) **Unity Media**: cable company tedesca con un modello di business consolidato ed una struttura finanziaria estremamente solida.

### Nordea

a) **Wind Telecom**. Abbiamo comprato emissioni obbligazionarie payment-in-kind di Wind perché riteniamo che sia una società solida i cui bond offrono rendimenti assai interessanti. Inoltre c'è una forte probabilità che le obbligazioni vengano riacquistate nel breve o nel medio termine; b) **SIG Packaging**: si tratta di una società svizzera che produce cartoni per le confezioni di latte e succhi di frutta. E' una società stabile che negli ultimi due anni ha ottenuto buoni risultati; c) **Eco-bat**: società che opera nel settore - piuttosto ciclico - del riciclaggio del piombo. Abbiamo comprato lo stesso senior bond e la società ha adesso liquidità sufficiente per riacquistarli; d) **Polypore**: produce membrane e separatori che vengono usati nelle batterie e negli apparecchi per la dialisi. Presenta un interessante cash flow e i suoi bond offrono rendimenti interessanti; e) **Grohe**: attiva nel settore della rubinetteria. Si tratta di un business ciclico che risente della recessione, ma si tratta di un leader di mercato e abbiamo acquistato senior bond con un'ampia possibilità di copertura.

### M&G

Top 10 holdings nel fondo M&G European High Yield Bond Fund, ag-

“  
**Un investitore con media propensione al rischio potrebbe allocare tra il 15% e il 25% del suo portafoglio obbligazionario in high Yeld tenendo presente che si tratta prevalentemente di un mercato per investitori istituzionali**  
 ”

giornato al 31 maggio 2009 sono: **Millipore Corp, Wind Acquisition, Intergeren, Rhodia, Cable & Wireless, Beverage Packaging, IESY Hessen, Chesapeake Energy, Impress Holdings, Piaggio.**

### Generali Investments Italy

Le prime 10 posizioni al 8/6/2009 erano: **Eurasia Capital (Hcfb Ilc) 11% Jun-11, Ardagh Glass Fin 8.88% Jul-13, Unitymedia Hessen Gmbh Frn Apr-13, Tvn Fin Corp Plc 9.50% Dec-13, Piaggio Fin Sa 10% Apr-12, Levi Strauss 8.63% Apr-13, Bombardier Inc 7.25% Nov-16, Cognis Gmbh Frn Sep-13, Ford Credit Europe 7.13% Jan-13, Impress Holdings Bv Frn Sep-13.**

**INFINE, IN UN GIARDINETTO 100% OBBLIGAZIONARIO, CON ORIZZONTE TEMPORALE TRE ANNI, QUALE QUOTA CONSIGLIERESTE DI INVESTIRE IN HIGH YIELD BOND EUROPEI?**

### DWS

Secondo me una quota significativa di bond high yield europei in un portafoglio obbligazionario è

in grado di offrire dei benefici in termini di diversificazione come è il caso di una correlazione rispetto alle obbligazioni governative che hanno recentemente avuto una forte negatività. Inoltre, gli attuali livelli dei titoli high yield potrebbero generare in futuro ritorni molto interessanti nel presupposto che i mercati continuino il loro processo di stabilizzazione. Tuttavia, nel breve termine la volatilità potrebbe mantenersi elevata.

### Nordea

Quali esperti in investimenti in high yield bond non siamo coinvolti nel processo di asset allocation, ma ovviamente riteniamo che si tratti di una asset class particolarmente interessante, specie se paragonata alle azioni, e riscontriamo che molte emissioni obbligazionarie presentano valutazioni assai interessanti se confrontate con le corrispondenti valutazioni azionarie. La quota all'interno di un portafoglio obbligazionario dipende dal profilo di rischio, ma verosimilmente dovrebbe essere intorno al 10%.

### M&G

Il nostro team è specializzato sulle emissioni high yield e non si occupa di asset allocation di portafoglio. Pertanto la quota da destinare a questa asset class è in funzione della propensione al rischio del sottoscrittore, del suo orizzonte temporale d'investimento e degli obiettivi finali.

### Generali Investments Italy

Idealmente, un investitore con media propensione al rischio, potrebbe allocare ad una strategia high yield dal 15% al 25% del suo portafoglio obbligazionario, tenendo presente che si tratta prevalentemente di un mercato per investitori istituzionali, con scarsa liquidità e profondità per gli investitori retail e con associati costi di transazione elevati. Inoltre, un orizzonte temporale di tre anni potrebbe non essere sufficientemente strategico data l'estensione temporale dei cicli di default e pertanto richiedere maggiore sensibilità nell'individuazione delle finestre di ingresso. ■