

OBBLIGAZIONI

L'EMISSIONE DEL MESE

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



Angelo Drusiani

È GIAPPONESE L'AUTO PIÙ SICURA

Emissione quinquennale



TOYOTA MOTOR CREDIT 5,25%
3 FEBBRAIO 2012

RATING S&P	AA+
QUANTITÀ EMESA COMPLESSIVA	2,5 MILIARDI
MONETA D'EMISSIONE	€URO
CODICE ISIN	XS0411606246
PAGAMENTO CEDOLA	3 FEBBRAIO
PREZZO D'EMISSIONE	99,738
DATA DI REGOLAMENTO	3 FEBBRAIO 2009
RENDIMENTO LORDO IN EMISSIONE	5,35%
DIFF. DI RENDIMENTO SU BUND 4,25% 4/1/2014	1,48 PUNTI
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	1.000 EURO

Due record hanno caratterizzato lo scorso anno per la Toyota: la conquista del primo posto, nelle vendite di automobili, superando le due gloriose aziende americane, General Motors e Ford; e il grado di affidabilità assegnate, tripla A, il valore massimo che le agenzie di rating attribuiscono ai debitori. Il primo record è rimasto, il secondo, dopo molti anni, è caduto, perché oggi il debito della società giapponese è considerato doppia A più, un gradino al di sotto del livello precedente. Pur in marginale calo, il rating che contraddistingue le emissioni Toyota è il più elevato tra i produttori di automobili. La casa automobilistica ha appena proposto al mercato un'obbligazione con durata triennale, denominata in euro, per un importo rilevante, immediatamente assorbita dai mercati di tutto il mondo. Lo strumento espone ad un solo rischio: la caduta della vendita di automobili, perché un simile evento coinvolgerebbe inevitabilmente anche Toyota. La prospettiva è, in questa fase, tra le peggiori, perché si teme che le famiglie preoccupate per la crisi evitino di rinnovare il parco auto. Per contro, gli esecutivi sia occidentali sia orientali stanno aiutando il settore, attraverso sgravi fiscali o contributi diretti ai consumatori.

Valutazione rischi di INVESTIRE

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	25
RISCHIO EMITTENTE	2,5
RISCHIO LIQUIDITÀ	2,5
RISCHIO CAMBIO	0

**VALUTAZIONE MEDIA
SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 13,125**

VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 17,5

Quota consigliata in portafoglio

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	10,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	5,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	2,50%

OTTIMISMO, LA STRADA GIUSTA

Guardare al futuro con meno pessimismo potrebbe rappresentare l'ottica più corretta con cui scegliere di investire in obbligazioni emesse da chi produce automobili. Il recente collocamento, che ha una scadenza di poco meno di 36 mesi, ora, è adatto a tutti i portafogli, anche se l'investitore potrebbe incontrare qualche resistenza, nel momento in cui decidesse di recarsi agli sportelli degli intermediari, per acquistare lo strumento finanziario. Il prezzo di mercato del titolo, che, in emissione, venne assegnato ad un valore inferiore a quello nominale, è salito al di sopra del valore nominale stesso, riducendo di circa un punto il livello del rendimento lordo a scadenza. Acquistando in questo periodo l'obbligazione triennale della Toyota, il risparmiatore godrà di un buon flusso per interessi, con cadenza annuale, e con una discreta redditività, a fronte di un livello di rischiosità pressoché nulla, sia in materia di tassi, sia in materia di debitore. Una quota del patrimonio potrà essere destinata a questa tipologia di strumenti, senza eccessive preoccupazioni. ■

QUANDO UN TITOLO È PER SEMPRE (O QUASI)

L'opportunità delle emissioni a scadenza lunghissima o addirittura senza scadenza (le cosiddette perpetue). Come funzionano, quando vengono rimborsate in anticipo, quanto rendono, quante metterne in portafoglio

Focus

■ **Acquistando ai prezzi attuali titoli lunghissimi o perpetui, il rischio di ulteriori cadute delle quotazioni è abbastanza remoto.**

■ **Tuttavia, anche in presenza di un'alta propensione al rischio, è bene non essere troppo aggressivi. Per un portafoglio a rischio medio meglio non superare il 10%, e anche per uno a rischio alto il consiglio è 15-20% massimo.**

■ di Angelo Drusiani

Se i rendimenti di mercato scendono e s'attestano ai livelli più bassi degli ultimi tempi, i risparmiatori inseguono strategie alternative, in grado di fornire loro una redditività teorica di buon livello. Chi lo fa, optando per strumenti finanziari diversi dai titoli governativi, sa che il grado di rischiosità che si assume è superiore a quello cui espone l'acquisto di emissioni pubbliche. È solo seguendo questa politica di gestione del proprio portafoglio che s'incontrano tipologie di obbligazioni ad elevato rendimento teorico: è il caso dei prestiti collocati da debitori a basso grado d'affidabilità o che hanno scadenza particolarmente lunghe. Anzi, in alcuni casi, di scadenza non se ne parla: si tratta dei titoli cui viene assegnata la denominazione di perpetual, perchè hanno una caratteristica assolutamente unica, che è quella di rimborsare a discrezione del debitore. L'ipotesi può apparire singolare, perché prevede, nel contempo, che lo strumento non abbia data di scadenza, ma consenta l'estinzione a date programmate, su decisione dell'emittente.

RIMBORSO O NUOVA CEDOLA

L'opzione "call", come viene tecnicamente definita la possibilità che l'emittente decida di rimborsare anticipatamente il prestito, pro-

Dal mezzo secolo all'eternità

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	RENDIMENTO LORDO	OPZIONE RIMBORSO A 100 * DATA NUOVA CEDOLA EUR 3 MESI PIU'	QUOTA MINIMA €
XS0214965963	TELECOM ITALIA	5,25	17-03-55	BBB	63,29	8,42	-	100MILA
XS0254095663	LOTTOMATICA 1)	8,25	31-03-66	BB	67,50	16,38	31-03-16	50MILA
XS0225369403	BAYER 2)	5,00	29-07-05	BBB-	70,00	12,01	29-07-15	1000
FR0010239319	BNP PARIBAS 3)	4,875	PERPETUAL	A+	43,00	11,51	17-10-11	1000
FR0010136382	SOCIETE' GENERALE 4)	4,196	PERPETUAL	A	33,00	29,59	26-01-15	1000
XS0231436238	UNICREDITO ITALIANO 5)	4,028	PERPETUAL	A-	27,00	31,50	27-10-15	50MILA
XS0256975458	GENERALI FINANCE 6)	5,317	PERPETUAL	A	51,00	17,91	16-06-16	50MILA
XS0283629946	GENERALI FINANCE 7)	5,479	PERPETUAL	A	54,14	16,17	08-02-17	50MILA
FR0010533414	GROUPAMA 8)	6,298	PERPETUAL	A-	32,00	27,73	22-10-17	50MILA
XS0371711663	INTESA SAN PAOLO 9)	8,047	PERPETUAL	A	44,50	22,97	20-06-18	50MILA

- 1) **31-03-2016: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 6 MESI + 5,05 PUNTI**
- 2) **29-07-2015: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 2,80 PUNTI**
- 3) **17-10-2011: POSSIBILE RIMBORSO A 100**
- 4) **26-01-2015: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 1,53 PUNTI**
- 5) **27-10-2015: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 1,76 PUNTI**
- 6) **16-06-2016: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 2,10 PUNTI**
- 7) **08-02-2017: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 2,14 PUNTI**
- 8) **22-10-2017: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 2,60 PUNTI**
- 9) **20-06-2018: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 4,10 PUNTI**

La scala del Rating

“ Il più originale è certamente il titolo millenario che fu collocato circa quattro anni fa da una società petrolifera danese, la Dansk Olie, ora divenuta Dong Energy ”

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 OBBLIGAZIONI
CCC	CAA	
CCC-		
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

pone, a sua volta, due importanti alternative. Da un lato, il rimborso dell'obbligazione al valore nominale, 100. Dall'altro, se il debitore si avvale della possibilità di mantenere in vita lo strumento obbligazionario, la trasformazione della cedola lorda da fissa a variabile, con una maggiorazione che è tanto più elevata, quanto minore è il rating assegnato all'emittente. A volte, nella determinazione di detta maggiorazione influisce la tempistica del collocamento. Un esempio tipico riguarda l'emissione proposta da Intesa Sanpaolo a giugno 2008, nel pieno della crisi del sistema bancario: la banca lombardo-piemontese, pur essendo destinataria di un grado di affidabilità pari a singola A, di livello medio alto, offrì al mercato un'obbligazione con flusso cedolare lordo

dell'8,047% per ben dieci anni, al termine dei quali, se non verrà esercitata l'opzione "call", le cedole future avranno cadenza trimestrale e pagheranno 4,10 punti in più, rispetto al valore del tasso euribor trimestrale. In una situazione di mercato meno incerto, per il comparto bancario, le condizioni di emissione sarebbero risultate meno gravose per la banca. Non è da escludere che, alla prima data di stacco dell'opzione "call", fissata al 20 giugno 2018, la banca italiana possa decidere di rimborsare il prestito. Due le ragioni: le condizioni di mercato saranno più favorevoli al sistema bancario, o rendimenti di mercato a livelli più bassi, rispetto a quelli odierni. In ambedue i casi, sarà possibile il collocamento di nuovi titoli, in sostituzione di quelli già in circolazione,

a costi inferiori. Anche altri debitori, tra quelli che hanno emesso questa tipologia di emissioni, potrebbero esercitare l'opzione "call", estinguendo il prestito, attraverso una nuova emissione a tassi inferiori. Il generoso mercato obbligazionario non propone solamente prodotti finanziari senza una data di rimborso prefissata, ma anche emissioni con scadenze indicate all'atto dell'emissione, che sono particolarmente lontane nel tempo.

SCADE NEL 3005, MA GIÀ NEL 2015...

Il più originale è certamente il titolo millenario che fu collocato circa 4 anni fa da una società petrolifera danese, la Dansk Olie, ora divenuta Dong Energy, con scadenza 29 giugno 3005 e con cedola annuale

APRILE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-03-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
DE000A0XXM20KFW		2,25	31-01-11	AAA	100,81	1,80	1
XS0412968793	SHELL INTERNATIONAL FINANCE	3,375	09-02-12	AA+	102,27	2,54	2
XS0205790214	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,25	23-11-16	AA	100,08	4,23	3
XS0167456267	ENI	4,625	30-04-13	AA-	104,34	3,47	4
DE000DB5S6X0	DEUTSCHE BANK	4,50	07-03-11	A+	102,39	3,21	5
XS0400467121	E.ON INTERNATIONAL FINANCE	4,75	25-11-10	A	103,54	2,55	6
XS0162316490	POLONIA	4,50	05-02-13	A-	97,21	5,26	7
XS0189727869	BRITISH AMERICAN TOBACCO HOLDINGS	4,375	15-06-11	BBB +	102,06	3,39	8
XS0172751355	REPSOL INTERNATIONAL FINANCE	5,00	22-07-13	BBB	98,71	5,34	9
XS0259604329	LINDE FINANCE	7,375	14-07-66	BBB -	70,48	9,39	10
XS0171638330	ROMANIA	5,75	02-07-10	BB+	98,39	7,09	11
XS0306628651	VERSATEL	6,079	15-06-14	BB	65,00	12,16	12
XS0146556385	TELEDANMARK	6,50	19-04-12	BB	94,91	8,45	13
XS0254147480	EUROPCAR GROUPE	5,459	15-05-13	B+	85,00	7,89	14
XS0342136313	HEIDELBERGCEMENT FINANCE	6,375	25-01-12	B	50,31	39,73	15
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-13	B-	62,19	23,03	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 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA CHE SVOLGE ATTIVITÀ DI TECNOLOGIA, COMUNICAZIONE, SERVIZI
- 2 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA PETROLIFERA
- 3 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA FERROVIE TEDESCHE
- 4 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA ITALIANA
- 5 ■ GRUPPO BANCARIO ITALIANO - QUOTA MINIMA 50 MILA EURO
- 6 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA ELETTRICA TEDESCA
- 7 ■ EMITTENTE PUBBLICO
- 8 ■ SOCIETÀ PRODUTTRICE DI TABACCO INGLESE
- 9 ■ SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA PETROLIFERA SPAGNOLO QUOTA MINIMA 10MILA EURO
- 10 ■ SOCIETÀ OLANDESE CHE FORNISCE GAS PER INDUSTRIA 14-7-2016: POSSIBILE RIMORSO A 100

- 0 CEDOLA TRIMESTRALE EURIBOR TRE MESI PIÙ 4,125 PUNTI
- 11 ■ EMITTENTE PUBBLICO
- 12 ■ SOCIETÀ TELEFONICA TEDESCA - CEDOLA INDICIZZATA A EURIBOR TRIMESTRALE PIÙ 2,75 PUNTI OPZIONE CALL A DISCREZIONE EMITTENTE 15-6-2009 A 101 QUOTA MINIMA 50 MILA EURO
- 13 ■ SOCIETÀ TELEFONICA DANESE
- 14 ■ SOCIETÀ FRANCESE NOLEGGIO AUTO CEDOLA 3 MESI EURIBOR PIÙ 3,50 PUNTI QUOTA MINIMA 50MILA EURO OPZIONE CALL A DISCREZIONE EMITTENTE 6-4-2009 A 101
- 15 ■ SOCIETÀ CEMENTIERA TEDESCA
- 16 ■ FINANZIARIA AZIENDA AUTOMOBILISTICA AMERICANA

lorda del 5,50%. Anche in questo caso, l'emittente potrà estinguere l'operazione, a partire dal 29 giugno 2015, offrendo, in caso di mancata estinzione dell'obbligazione, un flusso trimestrale di cedole, con parametro di riferimento il tasso euribor a 3 mesi, con una maggiorazione di 3,20 punti, che salirebbero a 4,20, da fine giugno 2015. Scegliendo strade meno impervie, Telecom Italia collocò un'obbligazione con durata cinquantennale, che verrà rimborsata a metà marzo 2055, senza alcuna opzione di rimborso anticipato. Il contrario avviene per il titolo con scadenza 60 anni, che Lottomatica collocò tre anni fa e che rimborserà a fine marzo 2066, salvo che non decida di utilizzare l'opzione "call", a partire dal 31 marzo 2016. Anche in questo caso, vi sono buoni motivi per ritenere possibile l'estinzione del prestito, perché, in alternativa, la cedola diverrà trimestrale, con una maggiorazione di 5,05 punti sul valore del tasso euribor a tre mesi. Originale è pure la durata dell'obbligazione Bayer con rimborso previsto a fine luglio 2105, ma con possibilità di rimborso anticipato da fine luglio 2015, o con il pagamento di una cedola ogni tre mesi con riferimento al tasso euribor trimestrale, maggiorato di 2,80 punti.

LE EMISSIONI BANCARIE SEMBRANO QUASI DEGLI ZERO COUPONS

La scelta di questa forma di finanziamento da parte di molte banche, ha permesso ai prezzi di mercato di essere più simili a strumenti zero coupons che a obbligazioni con annesso flusso cedolare. I rendimenti lordi sono elevati e la data di calcolo finale corrisponde alla prima in cui sarà possibile esercitare l'opzione "call". Il livello elevato dei rendimenti stessi è probabilmente frutto dell'incertezza sulle prospettive del settore bancario, per una parte consistente di emissioni e del livello del rating assegnato all'emittente italiano che gestisce giochi e scommesse. Meno aggressiva è la redditività proposta dall'emissione della Bayer centennale, anche se, per una durata di poco più di sei anni,

data in cui sarà possibile esercitare la prima opzione "call", offre quasi sei punti in più, rispetto al rendimento che paga un titolo pubblico italiano con pari scadenza.

QUOTA MINIMA 50 O 100 MILA EURO

La scelta di questa strategia, fatte rare eccezioni, è riservata ad investitori di taglio medio alto, perché, in molti casi, la quota minima sottoscrivibile è pari a 50 o, addirittura, 100 mila euro. Generalmente, immettere in portafoglio emissioni con importi minimi tanto elevati è tipico di chi disponga di patrimoni pari ad almeno 500 mila euro, perché, a questo livello, la quota minima di 50 mila euro occupa già il 10% del capitale, valore non altissimo, ma che già rappresenta un dato importante. Mediamente, si tende a non superare la percentuale del 5% del valore complessivo del portafoglio, per ogni singolo emittente diverso da quelli pubblici, ai quali si riservano quote superiori, perché si attribuisce loro un maggior grado di sicurezza. Questa tipologia di strumenti gode di un discreto grado di liquidità, che consente agli investitori di comprare o vendere i titoli, senza particolari difficoltà. Per quanto lontana sia la scadenza dei titoli che evidenziano una data di rimborso o non esista la scadenza stessa, per quelli definiti perpetual, si può disporre della liquidità a suo tempo investita, utilizzando i mercati obbligazionari.

QUANTI IN PORTAFOGLIO

Acquistando a questi livelli di prezzo, il rischio che le quotazioni possano subire ulteriori cadute è abbastanza remoto, perché, in molti casi, il livello raggiunto dal prezzo è addirittura inferiore alla metà del valore nominale, 100. Pur essendo al cospetto di investitori con una propensione al rischio superiore alla media, la strategia da applicare non dovrebbe essere particolarmente aggressiva. Ad un portafoglio a rischio medio dovrebbe essere destinata una quota pari al 7,5% - 10 per cento, che potrebbe raddoppiare, nel caso di portafogli con propensione al rischio alta. ■

“
Generalmente immettere in portafoglio emissioni con importi minimi tanto elevati è tipico di chi disponga di patrimoni pari ad almeno 500 mila euro perché, a questo livello, la quota minima di 50 mila euro occupa già il 10% del capitale
”