

Attualità

Da AXA a Total, passando per Enel, Mediobanca e Telecom Italia. Sono le 10 azioni europee che trarranno vantaggio dall'adozione dei nuovi standard contabili Ias. Partiti a gennaio, garantiscono valori meno discrezionali. E consentono raffronti più attendibili.



Numeri trasparenti? Migliori rendimenti

Si è sempre ripetuto che l'Unione Europea, al fine di coagulare al meglio i propri "storici" e radicati individualismi, necessita di numerosi processi di **armonizzazione di regole, di norme e di regolamenti in svariati campi ed applicazioni**.

Tra questi, gli **standard contabili** presentano un'indubbia importanza per le implicazioni che rivestono nella stesura dei bilanci e nella determinazione dell'utile finale delle aziende. Per questo motivo, la decisione (la cui effettiva implementazione per i bilanci consolidati è prevista per l'**inizio del 2005**) da parte degli Stati membri dell'Unione di adeguarsi agli **International accounting standards (Ias)**, denominati anche con l'acronimo **Ifrs (International financial reporting standards)**, va salutata con soddisfazione e va attentamente

analizzata per coglierne i risvolti e i principali effetti che ne deriveranno anche e soprattutto sul mercato dei capitali.

AL COSTO STORICO, PIU' VOLATILITA'

Ad onor del vero va anche sottolineato che i tempi necessari per metabolizzare questi cambiamenti da parte delle stesse aziende e degli investitori richiederanno tempi lunghi, alimentando nel frattempo la confusione e la volatilità delle quotazioni in borsa.

Le principali società quotate europee dovranno infatti adottare delle sostanziali modifiche nella valutazione dei propri asset iscritti in bilancio.

In chiave più generale, le principali variazioni riguarderanno alcuni principi contabili che influenzano direttamente il **book value** (valore di libro, ossia il patrimonio netto) delle aziende, rendendolo più aderente ai valori

correnti di mercato. In particolare, gli standard attuali previsti dalla contabilità dell'area Euro implicano infatti che la valutazione degli asset in bilancio avvenga al **costo storico**; mentre i nuovi principi contabili richiederanno dal gennaio 2005 una **valorizzazione fondata sul "fair value"** e cioè sul valore di scambio negoziato tra controparti libere, consapevoli e indipendenti.

L'effetto conseguente sarà quello di incrementare la volatilità dei risultati aziendali, amplificando la correlazione dei prezzi delle azioni delle società quotate con il ciclo economico e l'andamento dei mercati finanziari. Scendendo nel dettaglio delle altre principali modifiche introdotte dall'adozione degli International account standard, segnaliamo di seguito alcuni punti di estremo interesse.

TITOLO - PAESE	22/12/2004	MAX 52	MIN 52	EPS 03	EPS 04	P/E 03	P/E 04	BETA Vs. listini az.
SETT								
ASSICURAZIONI GENERALI - Italia	24,78	25,01	20,65	1,012	1,016	26,03	24,61	1,05
AXA - Francia	18,15	19,12	15,77	0,570	1,294	31,91	14,06	1,43
DEUTSCHE TELEKOM - Germania	16,46	16,72	13,05	0,670	0,685	24,60	24,06	0,76
ENEL - Italia	7,245	7,245	5,1395	0,512	0,448	14,14	16,16	0,74
ENI - Italia	18,564	18,748	14,723	1,658	1,644	11,89	11,34	0,90
FRANCE TELECOM - Francia	23,85	24,88	18,63	1,640	1,267	40,98	19,08	0,71
MEDIOBANCA - Italia	11,964	11,964	8,596	0,690	0,534	17,3	22,36	0,92
REPSOL YPF - Spagna	19,11	19,11	15,3	1,727	1,903	11,07	10,05	0,83
TELECOM ITALIA - Italia	2,971	3,04	2,345	-0,001	0,116	-	25,69	0,9
TOTAL - Francia	160,3	170,0	140,5	12,860	13,395	12,51	12,01	0,85

LEGENDA - Max = valore massimo del titolo ad un anno; Min = valore minimo del titolo ad un anno; EPS (Earning per share) = utile per azione = utilizzano gli utili stimati per gli anni 2003 e 2004; P/E (Price/earning) = prezzo/utile = utilizzano gli utili stimati per gli anni 2003 e 2004; Beta = misura del rischio sistematico: se > 1 il titolo è speculativo, se = 1 il titolo si comporta come il mercato, se < 1 il titolo si muove meno del mercato.
Fonte elaborazione Bank Insinger de Beaufort su dati consensus IBES.

La top ten di Eurolandia con le regole in vigore dal 2005

Secondo il principio **las 14**, le società dovranno fornire maggiori informazioni sui redditi operativi, sugli investimenti e sugli asset finanziari, con la nota integrativa che dovrà contenere anche delle specifiche riguardanti il **cash flow** prodotto nelle diverse aree di business e nelle diverse aree geografiche.

UTILI: +10% PER IL MIB30

Una modifica sostanziale è prevista poi dallo **las 22**, dove trova disciplina il nuovo regime dell'ammortamento del **goodwill** (avviamento, ovvero il maggior prezzo pagato per l'acquisizione di un'azienda rispetto al suo valore di libro), che, secondo le nuove regole, non potrà più essere ammortizzato in quote costanti a partire dal costo di imputazione iniziale, ma sarà soggetto ad un aggiornamento del suo effettivo valore, con ogni ipotetica svalutazione che andrà indicata nel conto economico (conto dei profitti e delle perdite).

L'effetto "contabile" sarà di forte impatto, come dimostra un'indagine condotta dalla banca d'affari americana **JP Morgan** sul listino italiano **Mib 30**, dove la variazione delle regole sull'ammortamento si tradurrebbe in un **incremento del 10% degli utili netti delle società del paniere**, con un

incremento assoluto rilevante e pari a circa 2,6 miliardi di Euro. Il principio del **fair value** o valore corretto di mercato riguarda anche gli asset cosiddetti intangibili (vedi lo **las 38**) come, ad esempio, costi di ricerca e sviluppo, marchi, brevetti, opere dell'ingegno, e così via, influenzando di conseguenza soprattutto i bilanci di settori quali l'*high tech*. Anche gli asset tangibili – **las 16/17/36/2** (contratti di leasing o, ad esempio, per le compagnie petrolifere le riserve di petrolio e gas naturale) saranno soggetti al cosiddetto **impairment test** (test di disallineamento) con il loro ciclo di ammortamento che sarà legato alla vita residua dell'asset e non a tariffe standard di deprezzamento e al prezzo di mercato (principio del *First in first out*) e non al costo storico (attuale criterio del *Lifo*, *last in first out*).

Il settore finanziario (banche, assicurazioni e holding finanziarie o di partecipazioni) sarà invece maggiormente influenzato dagli **las 32 e 39** inerenti la valutazione degli investimenti, che non potranno più essere contabilizzati scegliendo il minor valore tra costo storico e valore di mercato, ma rifacendosi esclusivamente proprio al "market value", ad eccezione degli investimenti classificabili come "held to maturity" (detenuti a scaden-

za). Anche il tema degli **accantonamenti (las 37)** è ben circoscritto e delimitato dalla nuova normativa, che consente la presenza di fondi rischi soltanto in caso di documentate ipotesi di oneri futuri, rispetto al criterio attuale di generica prudenza. La negazione di una politica di accantonamenti "precauzionali" implicherebbe una sorta di **window dressing** (abbellimento) dei bilanci di tutte le società in fase di ristrutturazione e in genere per tutte coloro che hanno in passato massicciamente utilizzato fondi rischi generici, come soprattutto compagnie assicurative, utilities e gruppi industriali in crisi.

BENEFIT E IMMOBILI

Altro capitolo interessante è quello che riguarda i **benefit** previsti per il personale dipendente quali le *stock option*, dove l'adozione dei principi las permette di fare maggiore chiarezza e di considerarle come un costo aziendale da rappresentare in bilancio a valori correnti, rispetto alla totale assenza di indicazioni della precedente normativa contabile domestica (*off balance sheet items*). Come si evince dalle modifiche sopra illustrate, il **concetto di base dei "nuovi" standard è dunque quello di favorire una più traspa-**

Attualità

rente ed “attuale” rappresentazione della realtà aziendale e questa “filosofia” si applica e trova conferma anche per la valutazione degli asset immobiliari.

La normativa futura prevede infatti la valorizzazione del *real estate* dando la facoltà di scegliere tra il costo storico e il valore di mercato; mentre con l'attuale disciplina contabile la valutazione, salvo casi straordinari di rivalutazione regolamentati *una tantum* ed *ex lege*, si fonda sul costo storico di acquisizione.

Tra le altre cose, la necessità di “rifare” la struttura dei bilanci delle società italiane non è dovuta soltanto all'introduzione dei nuovi standard contabili, ma anche al nuovo diritto societario domestico e agli effetti del cosiddetto disinquinamento fiscale. In particolare, le nuove norme prevedono una **ripulitura dei bilanci civili-stici dalle poste di rettifica impiegate in passato per “annacquare” gli utili assoggettati a tassazione.**

Il recepimento, ancora parziale, delle modifiche apportate dal nuovo diritto societario ha già prodotto un ragguardevole incremento dei proventi nei conti di bilancio delle società del listino domestico. Senza contare che un altro elemento di turbativa per lo “status quo” dei bilanci, stavolta nel solo ambito bancario, è rappresentato dall'introduzione della normativa di vigilanza di Basilea 2.

Le novità, per gli analisti finanziari e i “contabili” aziendali, sono quindi tante ed alcune di difficile interpretazione e complessa valutazione previsionale.

I fattori di certezza riguardano invece i **vantaggi** che scaturiranno dall'introduzione degli IAS:

- **patrimoni netti più vicini ai valori di mercato;**
- **maggiore informazioni sui criteri di valutazione e sull'andamento delle attività per area geografica e specificità del business;**
- **incremento della trasparenza e della comparabilità tra le varie aziende europee;**
- **minore discrezionalità nell'adozione di politiche contabili soggettive.**

SETTORI VINCENTI

Selezionare i 10 titoli azionari dell'area Euro che potrebbero essere avvantaggiati

dall'adozione dei nuovi principi contabili non è comunque facile, ma grazie alle considerazioni suesposte possiamo cercare di confezionare un'ipotetica lista di dieci azioni favorite dai nuovi principi contabili.

A livello di settore, quelli che appaiono avvantaggiati sono i finanziari, il petrolifero, le telecomunicazioni e le *utilities* ed è quindi tra questi comparti che andiamo a pescare i titoli a prova di IAS. In particolare, per alcune compagnie assicurative come la nostra **Assicurazioni Generali** o la francese **AXA** si dovrebbe registrare un incremento del patrimonio netto, legato, soprattutto per il Leone di Trieste, alla rivalutazione degli asset immobiliari e al *write off* dei fondi rischi generici. Tra le banche, le favorite dovrebbero essere invece le banche d'affari che evidenziano un congruo portafoglio di partecipa-

zioni da rivalutare al valore di mercato, come l'italiana Mediobanca. Nel settore “oil”, la valutazione delle riserve petrolifere secondo la metodologia Fifo, dovrebbe beneficiare compagnie come **Eni**, la transalpina **Total** e la spagnola **Repsol**. Le modifiche delle regole contabili relative all'ammortamento del *goodwill* avranno invece un impatto positivo sui profitti consolidati delle società di telecomunicazioni e delle *utilities*.

All'interno di questi settori si potrebbe puntare rispettivamente su **Telecom Italia** insieme a **France Télécom** e **Deutsche Telekom** e su **Enel**, che potrebbe avere ulteriori spazi per continuare la sua generosa politica di distribuzione dei dividendi. 

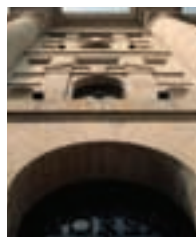
DI PATRIZIO PAZZAGLIA

La Borsa premia. Ma solo chi ci resta

La Borsa premia, ma soltanto chi continua a credere in essa. Reinvestendo i dividendi per mantenere il potere d'acquisto iniziale del capitale, puntando a un periodo di investimento lungo per ridurre i rischi, ma soprattutto – così operando – non acquistando durante i “picchi” del mercato.

Lo rivela un'ampia ricerca dell'ufficio studi di Mediobanca, che ha esaminato i dati del mercato azionario italiano tra il gennaio del 1928 e il dicembre 2004. Sempre lo stesso studio dimostra come un investimento virtualmente “senza rischio” (titoli di stato annuali) nel lungo periodo non abbia protetto il capitale dall'erosione dell'inflazione.

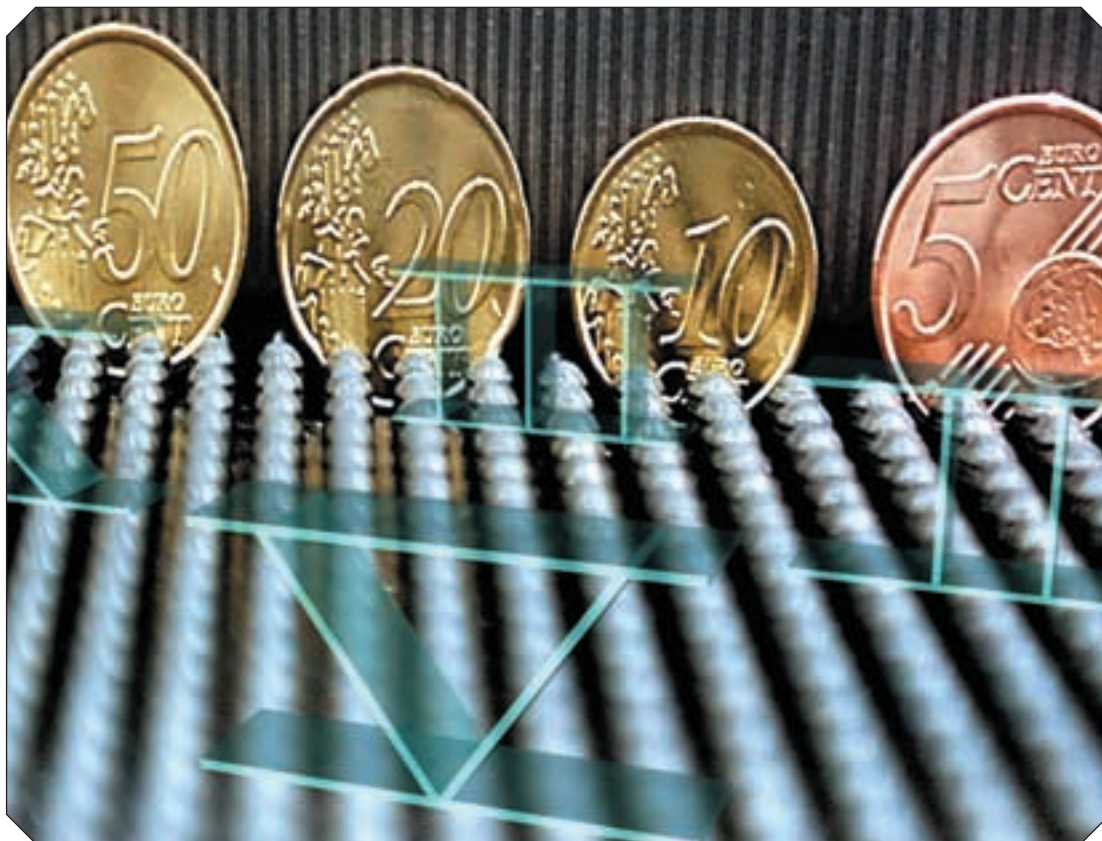
Vediamo i numeri: nel periodo in questione **chi ha reinvestito i dividendi ha guadagnato oltre l'11% annuo**, contro una media annua del caro-vita del 9,8%; mentre la progressione dell'indice borsistico è stata in termini nominali del 7,9% annuo. Ma le azioni – dicevamo – bisogna tenerle a lungo e reinvestire i dividendi.



Solo così si ottiene un +1,6% di rendimento reale annuo nel periodo considerato, con il 3,3% spiegato dal *dividend yield*. Cioè: un quarto del ricavato da dividendi serve a proteggere il capitale dall'inflazione, il resto a guadagnare. Inoltre chi avesse investito in Borsa un solo anno avrebbe rischiato nel periodo in esame di guadagnare fino ad un massimo di 116%, ma anche di perdere fino ad un massimo del 71%. Via via che il periodo d'investimento si allunga, invece, si riduce l'effetto dispersione dei risultati annui.

E i BOT? Come accennato, il titolo di stato “sicuro” non copre dal rischio inflattivo. Ipotizzando infatti un investimento a inizio 1938, l'iperinflazione degli anni 40 avrebbe eroso il potere d'acquisto in maniera così profonda che esso non avrebbe potuto più essere ripristinato nei successivi 60 anni. Significando, con ciò, una perdita media annua del 3,4%, con un capitale ridotto di oltre il 93%. I titoli di stato, poi, perdono con Piazza Affari sul lungo. Infatti dal '78 a fine dello scorso anno il rendimento dei BOT è stato del **2,9% annuo** contro l'**8,6%** delle azioni italiane.

Attività e passività varieranno con più frequenza. Ma le società saranno incentivate a distribuire maggiori dividendi. Questi gli effetti principali derivanti dall'entrata in vigore delle nuove Euroregole per il bilancio. E "Basilea 2"...



Titoli più volatili, ma più generosi

Il primo gennaio 2005, oltre a rappresentare la culla dei buoni propositi, rappresenta una data, dal punto di vista finanziario, molto importante, perché sono entrati in vigore i nuovi principi contabili internazionali: i famosi **las**, cioè gli **International account standards**, vale a dire **una serie di regole comuni che cambieranno, in maniera radicale, il modo di esporre le voci in bilancio, in modo particolare per quanto riguarda le voci attinenti al patrimonio.**

Gli las, unitamente al processo di standardizzazione dei mercati finanziari e creditizi, avranno un **effetto notevole sui mercati**: i nuovi principi contabili potrebbero generare effetti sulle capacità di finanziamento delle imprese, poiché, incidendo sui criteri di valutazione del patrimonio, potrebbero comportare conseguenze non desiderabili sia sul versante del credito bancario sia sul piano del ricorso al mercato dei capitali di rischio.

Un primo rischio, amplificato anche dall'entrata in vigore dei stringenti vincoli imposti dagli accordi di "Basilea 2", è rappresentato dal fatto che **la solidità patrimoniale assumerà un ruolo crescente** rispetto, per esempio al mero giro d'affari (in sostanza le banche tenderanno a prestare soldi solo a chi ce li ha già, magari sotto forma di immobili). I nuovi principi contabili internazionali cambieranno quindi anche (e specialmente) i conti dei gruppi quotati al Mibtel: attivi e passivi diventeranno più volatili, come l'andamento dei titoli stessi.

PRINCIPIO DEL "FAIR VALUE"

Ma dove nascono questi las? Il regolamento CE 19 luglio 2002, n. 1606 prevede l'applicazione dei principi contabili internazionali e obbliga tutte le società dell'Unione Europea (le cui azioni sono quotate in mercati regolamentati) a redigere, a partire dal 2005, il bilancio consolidato conformemente agli International accounting standards, appunto.

L'Italia ha inoltre esercitato la facoltà, prevista dal regolamento comunitario, di **consentire l'utilizzo degli las alle società non quotate**. Il regolamento CE più importante è però quello del 29 settembre 2003, n. 1725, che ha omologato taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento n. 1606 del 2002. I principi contabili internazionali che attualmente costituiscono disposizioni tecniche integrative e interpretative della legge, diventeranno norme aventi forza di legge.

La rivoluzione maggiore dell'intera disciplina riguarda il sistema di imputazione in bilancio degli elementi patrimoniali, introducendo, in luogo del criterio del costo storico, il principio del fair value, ossia la valutazione delle poste contabili in base al valore equo di mercato.

La seconda importante variazione riguarda il cosiddetto **"disinquinamento fiscale"**, ▶

Attualità

cioè il divieto, alle società, di imputare a conto economico rettifiche di valore ed accantonamenti effettuati soltanto a fini fiscali, non solo per i nuovi esercizi, ma anche per il pregresso che dovrà essere eliminato.

Un'altra modifica introdotta dai nuovi standard riguarda l'**eliminazione dell'ammortamento dell'avviamento**: tale disposizione comporterà una vera e propria rivoluzione che avrà come effetto quello di **incrementare gli utili delle società**. Secondo recenti studi condotti dalle principali banche d'affari internazionali se i nuovi IAS fossero applicati già nel 2004, gli utili delle aziende quotate a Piazza Affari aumenterebbero, complessivamente, **da 3,25 a 4,85 miliardi di Euro**. Dalle prime cifre snocciolate da trimestrali e semestrali dell'esercizio 2004 emerge che il valore generato dall'applicazione dei nuovi standard ha generato proventi straordinari per oltre 6 miliardi di Euro: quale sarà quindi la conseguenza immediata per i risparmiatori e gli investitori?

CORRELAZIONE CON I CICLI ECONOMICI

Sicuramente sarà accresciuto il monte dividendi perché spesso, in passato, le società giocavano la carta ammortamenti per ridurre il carico fiscale; mentre ora è probabile che le risorse che emergono saranno destinate ad una più corposa distribuzione dei dividendi. Come si può facilmente intuire quindi, l'adozione dei nuovi criteri renderà le voci dell'attivo e del passivo del bilancio (e di conseguenza i risultati economici) più volatili, **rendendo le società più correlate all'andamento del ciclo economico**.

L'adozione dei nuovi IAS comporterà una sorta di *lifting* anche al Codice Civile ed al TUIR che ancora non trova alcuna soluzione tra gli esperti ministeriali: i tecnici dell'Economia stanno valutando le incognite fiscali degli IAS nelle scritture contabili. L'ipotesi più accreditata è che tali nuovi criteri si applichino, nel 2005, ai **solli bilanci consolidati**, rinviando a data da destinarsi il coinvolgimento dei rendiconti annuali.

Su come contabilizzare gli effetti del disinquanamento fiscale, ad esempio, esistono due schieramenti. Da una parte Banca d'Italia, Organismo Italiano di Contabilità e Consob propendono per l'imputazione a conto economico, dall'altra invece c'è chi opterebbe per un transito degli stessi in stato patrimoniale: il risultato però non sarebbe così diverso perché nel primo caso si andrebbe ad inficiare il risultato d'esercizio; mentre nel secondo si altererebbe la continuità dei valori patrimoniali.

Da osservare comunque che le società che già applicano i nuovi IAS hanno optato per la soluzione del "fu" conto dei profitti e delle perdite.

Alcuni luminari del settore hanno segnalato la necessità che le nuove norme avrebbero dovuto entrare in vigore con anticipo rispetto al gennaio 2005, di modo di permettere alle aziende ed agli istituti creditizi di poter disporre dei tempi necessari per valutarle appieno prima di applicarle. Altri ritengono invece che se i nuovi criteri contabili fossero già stati in vigore avrebbero potuto aggravare gli effetti, per esempio, della vicenda **Parmalat**, consentendo al gruppo di Collecchio di effettuare ulteriori emissioni obbligazionarie.

La materia però, anche in ambito comunitario, è ancora in evoluzione. Si precisa infatti che con il predetto regolamento n. 1725 del 2003 sono stati omologati i principi IAS esistenti, ad eccezione di quelli concernenti la valutazione e la contabilizzazione degli strumenti finanziari ed inoltre, sono in fase di revisione altri tre IAS (*business combination, stock option e insurance fees*), revisione che dovrebbe essere in via di ultimazione.

Gli IAS ancora in fase di ultimazione sono il numero 32 ed il numero 39: l'eventuale vuoto normativo sugli strumenti finanziari porterebbe, infatti, facil-

mente a doppi binari di rappresentazione, quali, ad esempio, il mantenimento degli attuali principi contabili per i bilanci individuali e il consolidato e gli IAS ai soli fini informativi e per il solo consolidato, creando un notevole aggravio amministrativo alle aziende. Infatti, la contabilizzazione di ogni singola operazione nel rispetto di uno specifico trattamento contabile che preveda un doppio binario comporterebbe un sovraccarico amministrativo causato dal dover riprendere manualmente tutte le registrazioni contabili relative agli strumenti finanziari, con il ricorso ad una forte manualità con i conseguenti rischi di errore (dato che non avrebbe molto senso investire nei sistemi informativi per affrontare una situazione transitoria). Le maggiori perplessità delle aziende dipendono, oltre che dal ritardo nella loro adozione, dai relativi contenuti. In particolare lo **IAS 39**, nella formulazione non definitiva, produce una **volatilità sui risultati d'esercizio** non necessaria, limitando eccessivamente l'*hedging accounting*, sia perché non riconosce alcune formule di *hedging* naturale fra strumenti finanziari, sia perché penalizza oltremodo il *macro-hedging*, creando i presupposti per **situazioni paradossali**. Consideriamo infatti una società che opera su grandi commesse pluriennali: se tale azienda avrà costi (per ipotesi 100) e ricavi (per ipotesi 150) nella stessa valuta, andrà a coprire solamente il differenziale (50) fra i due. In tal caso lo IAS 39, prima dello stralcio, permetteva il *cash flow hedging* solo per il differenziale di 50; mentre i costi e i ricavi per 100 andavano contabilizzati al *fair value hedging* con conseguente immediata rilevazione a conto economico di variazioni di *fair value*. Il problema non si pone se i costi e i ricavi per 50 si manifestano contemporaneamente (con tanto di compensazione di variazioni di *fair value*), ma dato che di solito la contestualità non avviene e la distribuzione può essere addirittura su esercizi diversi, ne discende che si crea una tanto elevata quanto inutile volatilità dei risultati di bilancio. A ben pensarci l'azienda sta lavorando in ottica di copertura (e può farlo utilizzando i conti valutarî per far combaciare nel tempo costi e ricavi per 50), ma l'informazione che dà all'esterno attraverso il suo bilancio è del tutto diversa e quindi distorta. Certo, per evitare tutto questo e adottare senza difficoltà il *cash flow hedging* basterebbe che l'azienda vendesse a termine 150 e acqui-



Materia comunitaria in evoluzione

stasse a termine 100, ma questa soluzione sarebbe finanziariamente irragionevole dato che le aziende cercano di coprire solo il differenziale di 40 per contenere i costi bancari.

BANCHE: EVIDENZIARE I DERIVATI

Restando in tema di banche, si ricorda che gli istituti di credito, oltre ai nuovi standard contabili dovranno fare i conti con la normativa di vigilanza internazionale di **Basilea 2**. Un tema particolarmente gravoso riguarderà i **contratti derivati** che dovranno comparire tutti in bilancio, anche quelli utilizzati a fini di copertura. Una conseguenza ipotizzabile, oltre a quella di ridefinire le strategie da adottare con la clientela sarà quella di trasferire altrove i rischi che tali operazioni comportano oltre a ripensare anche le politiche di cartolarizzazione dato che con le nuove regole le banche dovranno consolidare i veicoli di cartolarizzazione se traggono vantaggi dalla loro attività. Di fatto, cioè, è come se non si fossero "liberate" di quelle poste dell'attivo più rischiose, le cosiddette *tranche equity*. In altre parole, la cartolarizzazione non avrebbe impatti sui *ratio* patrimoniali perché la liquidazione dei crediti non andrà più a liberare parte del capitale di vigilanza. In breve, il nuovo accordo sul capita-

le delle banche, denominato "Basilea 2", prevede **una nuova disciplina dell'attività bancaria**, che sarà basata sui seguenti tre pilastri: **requisiti patrimoniali minimi** (cioè vincoli all'operatività bancaria, volti a garantire la solidità economica e finanziaria degli istituti), **vigilanza prudenziale** (l'Autorità di vigilanza verificherà che le banche dispongano di requisiti patrimoniali minimi e controllino il rischio degli impieghi, prevenendo la possibilità che il capitale scenda al di sotto della soglia minima) e **disciplina del mercato** (cioè le banche dovranno informare il mercato sulla propria situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale).

Conseguentemente all'accordo, le banche dovranno anche sviluppare modelli di controllo del rischio di credito, capaci di cogliere le caratteristiche economico-finanziarie e di business delle imprese richiedenti. Ne deriverà uno **stretto legame tra il rischio dell'attività d'impresa e il relativo costo del finanziamento**, che ne produrrà una differenziazione in base al loro profilo di rischio. Per definire il rischio di credito della clientela i nuovi principi di "Basilea 2" consentono alle banche di scegliere tra due modalità: il **metodo stan-**

dard e quello dei rating impliciti. Il metodo standard prevede l'utilizzo di rating, assegnati da agenzie autorizzate dalle autorità di vigilanza. Il problema fondamentale però, per l'Italia, è lo scarso numero di aziende dotate di rating (praticamente solo alcune di quelle quotate). Alle imprese però è concessa l'opportunità di attenuare il rischio e quindi la ponderazione fornendo garanzie reali, garanzie personali, derivati di credito, altri accordi particolari.

Con il metodo dei rating interni, invece, la banca assegna un giudizio di rating a tutte le imprese. L'obiezione nell'adozione di tale metodo si individua nelle informazioni da utilizzare per assegnare il rating interno: è lecito che il metodo adottato varierà da ciascuna banca. Si ricorda infine, che, in base all'accordo, saranno considerate "piccole-medie imprese" le imprese che registrano un **fatturato consolidato annuo fino a 50 milioni di Euro** (cioè più del 90% delle aziende italiane) e che dal 1° gennaio 2007 le banche dovranno dimostrare di avere già tre anni di conformità operativa. ☒

DI ROBERTO CESARINI



- **ASSIOM** è l'Associazione degli operatori dei mercati dei capitali che ha, tra i suoi scopi, quello di promuovere lo sviluppo della cultura professionale tra tutti coloro che, a vario titolo, operano nei mercati finanziari
- A tale scopo l'Associazione organizza una specifica attività di formazione che si basa sulla professionalità dei docenti, operatori di mercato di comprovata esperienza, che mettono a disposizione le loro competenze professionali
- La proposta è un'offerta formativa che copre gli aspetti tecnici ed operativi, realizzata sulle esperienze dirette dei docenti ed immediatamente trasferibile nell'operatività quotidiana

ASSIOM riproporrà, come consuetudine, nel secondo semestre dell'anno 2005 alcuni Corsi in base alle manifestazioni di interesse pervenute.

Tutte le quote di partecipazione sono comprensive del materiale didattico, dei coffee break e di una cena di gruppo (nei Corsi da 4 e 5 gg).

I Corsi si svolgono presso l'Aula di Formazione della Sede **ASSIOM** in **Via Turati n. 26 a Milano - piano 6°**

(adiacenze Stazione Centrale e Stazione Garibaldi - fermata MM Turati - linea gialla).



Per informazioni ed iscrizioni contattare la Segreteria **ASSIOM** -
Tel. 02.654761 - Fax 02.6552973 -
segreteria@assiom.it oppure potete consultare il sito **www.assiom.it**.

CORSI DI FORMAZIONE ASSIOM 2005

- **Analisi Finanziaria**
dal 6 al 10 giugno 2005
- **Azionario**
dal 16 al 19 maggio 2005
- **Back Office**
dal 14 al 18 marzo 2005
- **Bond Trading e Gestione**
dal 7 al 10 marzo 2005
- **Covered Bonds**
dal 12 al 13 maggio 2005
- **Derivati**
dal 23 al 27 maggio 2005
- **Disciplina degli Strumenti e dei Mercati Finanziari in Italia**
dal 9 al 10 maggio 2005
- **Documentazione e Normativa dell'Euromercato**
dal 4 al 6 maggio 2005
- **ETF**
dall'1 al 2 marzo 2005
- **Front Office**
dal 4 all'8 aprile 2005
- **Mercati Emergenti e Nuova Europa**
dal 20 al 21 aprile 2005
- **Trading System**
dal 12 al 13 aprile 2005

Attualità

Come si può avere extrarendimento rispetto ad un titolo governativo? Il confronto si deve fare tra strumenti analoghi per durata e rischio di credito. Con l'obbligazione strutturata emessa da Capitalia si guadagna oltre il 4%. A condizione di acquistarla sul mercato.



Matteo Arpe,
a.d. Capitalia

Arpe a cinque anni fa meglio del BTP

Nell'ambito del mercato obbligazionario, il segmento rappresentato dalle **obbligazioni strutturate** si è sviluppato negli USA intorno agli anni '90. La sua nascita è avvenuta essenzialmente sull'impulso della domanda di investitori istituzionali che incontravano forti limitazioni di natura regolamentare all'operatività diretta in strumenti derivati.

Un titolo strutturato può essere visto come un prodotto finanziario composto da **una componente obbligazionaria** più **una componente derivata**, generalmente un'opzione, comprata o venduta dall'investitore. La grande varietà e il diverso livello di sofisticazione dell'opzioni disponibili sul mercato permettono di costruire titoli obbligazionari strutturati più o meno complessi in funzione del target di clientela a cui sono diretti.

In Italia, le obbligazioni strutturate si sono diffuse anche presso consumatori retail.

Ciò è in parte dovuto alla diminuzione dei tassi d'interesse, che ha reso più attraente per gli investitori strumenti finanziari che offrono tassi di rendimento sensibili ad indici o parametri di riferimento predefiniti. Tali obbligazioni possono rappresentare **una buona opportunità d'investimento a condizione che si comprenda in modo corretto il loro meccanismo di funzionamento e la loro natura**. Riportiamo, a titolo d'esempio, l'analisi di una tipologia d'obbligazione strutturata denominata "Reload" collocata più volte presso il pubblico. L'obbligazione "Reload" emessa da Capitalia analizzata nel prosieguo, di primo acchito, non presenta rendimenti interessanti. Tuttavia, permette all'acquirente di scommet-

tere sulla volatilità e la correlazione dei principali mercati mondiali e offre, se acquistata al giusto prezzo, una **ragionevole speranza di extrarendimento rispetto ad un government bond**.

Vediamone una scheda sintetica con le principali caratteristiche.

Emittente: Capitalia SpA

Collocatore: Bancoposta

Codice Isin: IT0003724066

Durata dell'obbligazione:

5 anni a partire dal 30/12/2004

Valore nominale: 1.000 Euro

Capitale e rendimento minimo garantito: il 100% dell'investimento effettuato più una cedola del 3,20% per i primi due anni e dello 0,65% per i restanti tre anni.

Capitale garantito: Sì, a scadenza. Prima il valore dello strumento potrebbe risultare inferiore al prezzo di sottoscrizione. ▶

Attualità

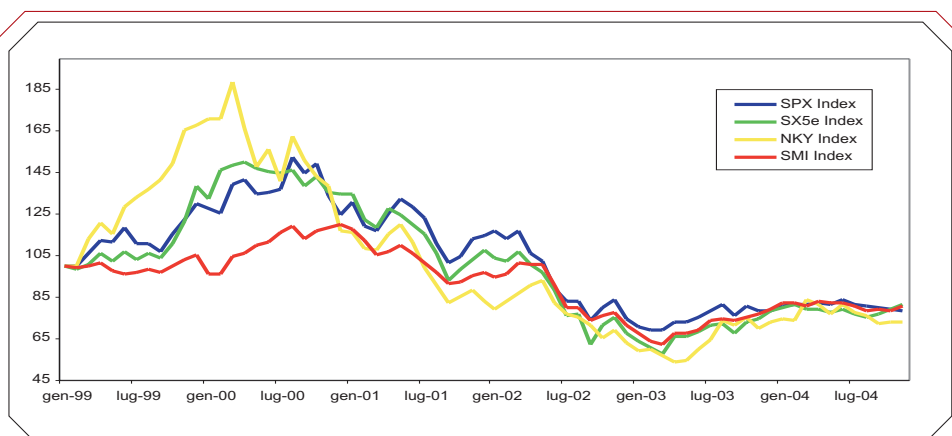


Figura 1

DATE	NON SI VERIFICA	SI VERIFICA AL TERZO ANNO	SI VERIFICA AL QUARTO ANNO	SI VERIFICA AL QUINTO ANNO
30-dic-04	-100	-100	-100	-100
30-dic-05	0	3,2	3,2	3,2
30-dic-06	0	3,2	3,2	3,2
30-dic-07	0	4,5+0,65	0,65	0,65
30-dic-08	0	4,5+0,65	9,65+0,65	0,65
30-dic-09	100	4,5+0,65+100	4,5+0,65+100	14,8+0,65+100
TASSO DI RENDIMENTO	1,70	4,32	4,41	4,45

Figura 2

Quotazioni: al M.O.T e EUROTLX. La liquidabilità dei titoli sarà assicurata grazie all'attività di *market making* svolta da HVB.
Costo principale: Commissione media attesa di collocamento a prospetto pari al 3%.

EVENT-LINKED BOND

L'Event Linked Bond è un investimento obbligazionario, in cui il rendimento è legato alla realizzazione di un evento. Nel caso in esame, l'obbligazione strutturata "Reload" è composta da **una obbligazione e da uno strumento finanziario derivato**. L'obbligazione, emessa da Capitalia S.p.A (Rating Moody's A2), ha un rendimento effettivo lordo dichiarato dell'1,70%.

L'investimento nella obbligazione consente di **garantire il capitale investito dal risparmiatore più un rendimento nominale pari al 3,20% per i primi due anni e allo 0,65% per i restanti tre**. Per quanto riguarda l'opzione, la sua funzione è di scommettere su un determinato evento con la finalità di dare all'investitore un extrarendimento rispetto a quello garantito dall'obbligazione. Il valore dell'opzione è legato all'andamento di quattro indici azionari, il Nikkei 225, lo Standard&Poor's 500, lo Swiss Market Index e il DJ EuroStoxx50. A partire dal terzo anno, oltre alla cedola 0,65% che rimane fissa fino a scadenza, l'obbligazione prevede una eventuale cedola aggiuntiva pari al 4,50% condizionata al verificarsi dell'even-

to. L'evento si considera realizzato se tutti i quattro indici summenzionati non hanno subito un **deprezzamento superiore al 10%**.

Se si verifica l'evento al terzo anno, oltre alla cedola aggiuntiva per il terzo anno, viene corrisposta una **cedola aggiuntiva del 4,5%** fino a scadenza e non è più necessario l'accertamento del verificarsi dell'evento negli anni successivi. Qualora l'evento si realizzi in corrispondenza del quarto anno, viene corrisposta una **cedola aggiuntiva pari al 9,65%** per il quarto anno e **pari al 4,50%** per il quinto.

Qualora l'evento si verifichi in corrispondenza del quinto anno viene corrisposta una **cedola aggiuntiva del 14,80%**. Se non si verifica l'evento le cedole aggiuntive non vengono corrisposte. Il valore della componente derivata è strettamente collegato alla **volatilità** degli indici e alle loro correlazioni. Una variazione dei livelli di correlazione e di volatilità degli indici potrebbe causare una perdita o un aumento di valore della parte derivata.

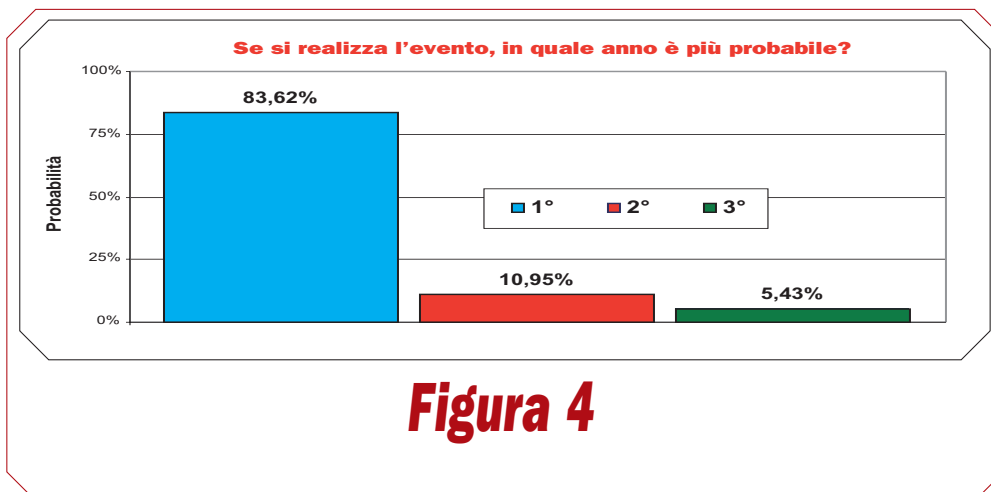
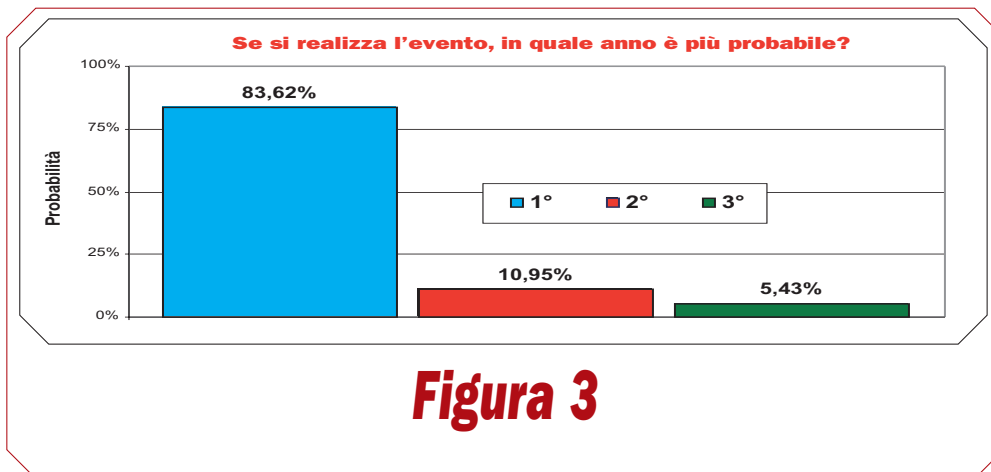
A favore del sottoscrittore può giocare l'andamento dei mercati. A partire dal terzo anno, più salgono gli indici minore è la probabilità di una performance negativa superiore al 10%. Nel foglio informativo viene indicata una commissione di collocamento pari al 3% del capitale investito ed un valore della obbligazione strutturata pari a 97. I nostri modelli finanziari hanno dato risultati non discostanti da quanto indicato a prospetto. Precisamente, tralasciando il rischio emittente, il valore dell'obbligazione strutturata al 15 settembre 2004 è pari a 96,26. In *figura 1* un grafico dell'andamento degli indici del paniere ribassati a 100.

LA COMPONENTE DERIVATA

Dal terzo anno, il rendimento dell'obbligazione dipende dal verificarsi dell'evento. Se la performance di ciascun indice del paniere è maggiore del -10% il titolo rende più del 4%; altrimenti l'1,7%. La probabilità della realizzazione dell'evento dipende dalle covarianze degli indici. In altri termini, un aumento di volatilità incrementa il valore della parte derivata. Se le correlazioni tra gli indici sono alte, la parte derivata del titolo incrementa di valore, poiché crescono le probabilità che gli indici si muovano tutti nella stessa direzione, o al rialzo o al ribasso. D'altro canto, una diminuzione delle correlazioni tra indici, diminuisce il valore della

parte derivata, poiché aumentano le probabilità che l'evento non si realizzi. Indici poco correlati, tenderanno a muoversi in direzioni diverse, alcuni al rialzo ed altri al ribasso,

indipendentemente dall'andamento del mercato (vedi figura 2). Ma quale è l'effettivo rendimento del titolo in esame? Alcuni parametri vanno esaminati.



DATE	NON SI VERIFICA	SI VERIFICA AL TERZO ANNO	SI VERIFICA AL QUARTO ANNO	SI VERIFICA AL QUINTO ANNO
30-dic-04	-96,5	-96,5	-96,5	-96,5
30-dic-05	0	3,2	3,2	3,2
30-dic-06	0	3,2	3,2	3,2
30-dic-07	0	4,5+0,65	0,65	0,65
30-dic-08	0	4,5+0,65	9,65+0,65	0,65
30-dic-09	100	4,5+0,65+100	4,5+0,65+100	14,8+0,65+100
TASSO DI RENDIMENTO	2,46	5,12	5,20	5,23

Figura 5

OBIETTIVO

Misurare la capacità della obbligazione strutturata di **garantire il tasso di rendimento medio annuo di un government bond** di analoghe caratteristiche in termini di durata e di rischio di credito. Lo strumento di confronto utilizzato è il BTP 4,25%, con scadenza 01/11/09.

SIMULAZIONE

I rendimenti sono stati ottenuti tramite una simulazione Monte Carlo sugli indici Swiss Market Index, S&P500, Nikkei 225 e DJ EuroStoxx50 ricostruendo la situazione dei mercati al 15/09/04.

RISULTATI

Il rendimento a scadenza del BTP era pari al 3,50%. **Dalle nostre simulazioni (vedi figg. 3-4) risulta che l'obbligazione ha più del 49% di probabilità di avere un rendimento maggiore del BTP. Nel caso che si verifichi evento, il rendimento del titolo sale oltre la soglia del 4%.**

CONCLUSIONI

Se si acquistasse il prodotto in fase di collocamento avremmo quasi il **50% di probabilità di ottenere un rendimento annuo lordo superiore di circa lo 0,95% rispetto al BTP 4,25% 01/11/09**. Per il restante 50%, potremmo ottenere un rendimento inferiore dell'1,8% circa. È, quindi, meglio aspettare la fine del collocamento e **acquistare direttamente il titolo sul mercato**. È presumibile che il prezzo scenda sotto 100. Considerando che i tassi d'interesse al 22-11-04 sono ulteriormente diminuiti, è probabile che il prezzo tenda verso valori compresi tra il 95-97. Se così fosse, il rendimento medio annuo avrebbe valori prossimi a quelli indicati nella figura 5. Tali valori sono di gran lunga più interessanti di quelli offerti durante il collocamento e **rendono l'obbligazione degna di attenzione**.

Acquistando lo strumento ad un prezzo equo, si ha circa il 50% di probabilità di ottenere un rendimento medio annuo superiore di almeno 1.62% rispetto al benchmark e in caso sfavorevole di perdere l'1.04%. È da tenere presente che, nonostante la presenza di un market maker, **il titolo potrebbe essere poco liquido**, di conseguenza, lo spread bid&ask potrebbe risultare ampio. €

DI CESARE ARMELLINI
c.armellini@consultique.com