

Tomasini & Partners LOMBARD FUTURES

Via Pascoli 7
41057 Spilamberto-MO
tel. 059-782910 fax 059-785974
www.lombardfutures.com

LE OBBLIGAZIONI **ITALIANE ED ESTERE**

di Lorenzo Iori

1. I TITOLI DI STATO ITALIANI	3
1.1. I BOT	3
1.1.1. Il collocamento	3
1.1.2. Il mercato secondario	3
1.1.3. Trattamento fiscale	3
1.1.4. Calcolo dei rendimenti	4
1.2. I CTZ	4
1.2.1. Vantaggi e svantaggi	4
1.3. I CCT	5
1.3.1. Definizione	5
1.3.2. Il mercato	5
1.3.3. Considerazioni	5
1.4. I BTP	6
1.4.1. Il mercato	6
1.4.2. Calcolo dei rendimenti	6
2. EUROMERCATO ED OBBLIGAZIONI SOCIETARIE	7
2.1. L'EUROMERCATO	7
2.2. GLI EUROBOND	8
2.2.1. Guida all'acquisto	8
2.2.2. Costi e commissioni	8
2.2.3. Come orientarsi sul mercato	9
2.2.4. Alto rendimento	9
3. TITOLI ESENTI E ZERO COUPON	9
3.1. I titoli esenti	9
3.2. Il mercato	10
3.3. Gli zero coupon a lunga scadenza	10
3.3.1. I rischi.	11
4. INGEGNERIA FINANZIARIA ED OBBLIGAZIONI STRUTTURATE	11
4.1. STEP-DOWN E REVERSE FLOATER	11
4.1.1. Le obbligazioni step-down	12
4.1.2. Le obbligazioni reverse-floater	12
4.2. OBBLIGAZIONI A CONTENUTO AZIONARIO (INDEX LINKED)	12
4.2.1. Il parametro di indicizzazione	13
4.2.2. Rischi e rendimenti	14
4.3. COMMODITY LINKED BOND	14
4.3.1. Rischi e vantaggi.	14
4.4. I TITOLI INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE	15
4.4.1. I vantaggi	15
4.4.2. I rischi	15

1. I TITOLI DI STATO ITALIANI

Iniziamo il nostro viaggio nel mercato obbligazionario dagli strumenti più semplici e comuni: i titoli di Stato italiani. Con l'avvertenza che capire chiaramente la loro struttura ci aiuterà a comprendere la maggior parte degli altri strumenti principali. Le strutture principali sono infatti tre: zero coupon (Bot e Ctz), tasso variabile (Cct) e tasso fisso (Btp).

1.1. I BOT

I Buoni Ordinari del Tesoro sono titoli a breve termine emessi dal Tesoro per provvedere alla copertura del fabbisogno statale (costituiscono il cosiddetto «debito fluttuante»). Istituzionalmente rappresentano il mezzo con cui il Tesoro provvede a comporre i temporanei squilibri di cassa che si verificano nella gestione del debito pubblico, a causa degli sfasamenti tra entrate e pagamenti.

I Bot sono titoli zero coupon, ovvero non pagano nessuna cedola ma gli interessi sono funzione della differenza tra prezzo di emissione e prezzo di rimborso. Attualmente vengono emessi con un taglio minimo di 5 milioni e una durata che può essere di 3, 6 o 12 mesi. I titoli, di norma, non vengono ritirati e rimangono contabilmente a disposizione in un deposito presso la Banca d'Italia.

1.1.1. Il collocamento

Le operazioni di collocamento sono affidate alla Banca d'Italia. Attualmente il collocamento dei Bot avviene tramite asta competitiva e le offerte devono pervenire alla Banca d'Italia entro il termine stabilito dal decreto di emissione. All'asta possono partecipare le aziende di credito, gli enti con finalità di previdenza e assistenza, le imprese di assicurazione, gli agenti di cambio e le società di intermediazione mobiliare. L'importo di ciascuna offerta non può essere inferiore a 100 milioni ed è consentita la presentazione da parte di ciascun richiedente di più di un'offerta a prezzi diversi.

Ogni operatore ammesso a partecipare all'asta può presentare tre tipi di domanda:

- richiesta libera, senza indicazione di prezzo;
- asta competitiva, in cui ogni partecipante può presentare fino a cinque offerte a prezzi diversi;
- asta non competitiva, senza indicazione di prezzo, a cui è ammesso solo chi ha presentato offerte per l'asta competitiva (la decisione di affiancare alle aste competitive quelle non competitive risponde all'esigenza di favorire la partecipazione al mercato primario degli operatori meno specializzati).

Nella vendita dei titoli acquistati in sede d'asta per conto della clientela, gli intermediari sono obbligati ad applicare il prezzo medio ponderato risultante dalle operazioni d'asta, caricato di commissioni fino ad un massimo di 20 centesimi per i Bot trimestrali, 35 per i Bot semestrali e 45 per quelli annuali. Nella comunicazione inviata dagli intermediari alla clientela devono essere indicati: il capitale nominale dei titoli, il prezzo medio ponderato d'asta, la ritenuta fiscale pagata, la commissione applicata, il prezzo totale di vendita (comprensivo di bolli e commissioni) ed il controvalore totale dell'operazione.

1.1.2. Il mercato secondario

Oltre ad introdurre continue modifiche per sviluppare il mercato primario, le autorità hanno costantemente favorito l'espansione del mercato secondario dei Bot, nella consapevolezza che un attivo mercato secondario retroagisce favorevolmente sullo stesso mercato primario, favorendo in definitiva, un maggior afflusso di domande alle aste.

I Bot sono quotati sia in Borsa che sul mercato all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS). I prezzi di questi scambi sono giornalmente pubblicati sui principali quotidiani. Per quanto riguarda i titoli depositati presso la Banca d'Italia, gli intermediari possono poi applicare spese di gestione e di amministrazione per un massimo di 40.000 Lire al semestre (se il deposito è costituito solo da Bot, l'importo massimo è di 20.000 Lire al semestre).

1.1.3. Trattamento fiscale

I rendimenti dei Bot sono soggetti ad aliquota del 12,50%, a titolo di imposta ai fini Irpef e di acconto ai fini Irpeg.

L'applicazione della ritenuta si effettua al momento della sottoscrizione dei titoli e non in quello del rimborso.

Qualora il collocamento dei Bot avvenisse con la fissazione di un unico prezzo di emissione, il sistema descritto non porrebbe problemi particolari. Al contrario, avvenendo il collocamento dei Bot con il sistema competitivo, a ciascun prezzo di assegnazione corrisponde una ritenuta fiscale pari a $((100 - \text{prezzo assegnato}) \times 12,5\%)$ e, praticamente, ciascun partecipante all'asta competitiva subisce una propria ritenuta dipendente dai prezzi di assegnazione. Questo sistema non comporta comunque problemi per la clientela privata: mentre infatti gli intermediari pagano prezzi fra loro differenti, ai privati i titoli sono venduti ad un prezzo unico, il cosiddetto prezzo medio di aggiudicazione.

1.1.4. Calcolo dei rendimenti

Il rendimento annuo percentuale semplice del titolo è dato dalla differenza fra il prezzo di emissione (o di acquisto) e quello di rimborso (valore nominale).

La formula da utilizzare per il calcolo è la seguente:

$$R_s = \frac{VN - P}{P} * \frac{365}{gg} * 100$$

in cui R_s è il rendimento semplice, VN il valore nominale (=100), P il prezzo e gg il numero dei giorni effettivi intercorrenti tra valuta di acquisto e data di scadenza.

Il rendimento annuo composto del titolo si ottiene invece ipotizzando che alla sua scadenza si reinvesta sempre il montante al medesimo tasso di interesse.

La formula per calcolare il rendimento composto è la seguente:

$$R_c = \left[\left(\frac{VN - P}{P} + 1 \right)^{\frac{365}{gg}} - 1 \right] * 100$$

1.2. I CTZ

A partire dal 1996 il Tesoro si è rimesso in marcia sulla strada dell'innovazione finanziaria, con l'ormai consueto obiettivo di allungare la vita media del debito pubblico, lanciando i Ctz (Certificati del Tesoro Zero coupon).

Nella pratica, il Ctz è molto simile ad un Bot: come ogni zero coupon non stacca alcuna cedola ma paga tutti gli interessi alla scadenza. Annuncio, aste e regolamento dei Ctz avvengono in concomitanza con quelli dei Bot. Per sottoscrivere i Ctz ci si deve quindi rivolgere al proprio intermediario con le stesse modalità dei Bot. Il taglio minimo è di 5 milioni e il titolo non ha circolazione materiale.

Il collocamento avviene con la procedura dell'asta marginale, senza indicazione di prezzo base (in modo identico a quanto avviene per i Btp) e con meccanismo di esclusione (l'assegnazione viene effettuata al prezzo meno elevato fra quelli offerti dai concorrenti rimasti aggiudicatari). La variazione minima di prezzo è di 5 centesimi e l'importo minimo che possono richiedere gli intermediari di 100 milioni.

A differenza dei Bot, i Ctz non prevedono commissione di collocamento a carico del sottoscrittore: come per i titoli a lungo termine è retrocessa agli intermediari una commissione a titolo di collocamento, dell'ammontare massimo di 25 centesimi.

Per agevolare lo sviluppo del mercato secondario, il Tesoro di norma procede a riaperture della stessa tranche invece di creare sempre nuovi titoli, analogamente a quanto già avviene per Btp e Cct, in modo tale che vi siano poche emissioni in circolazione. Inoltre i Ctz sono quotati di diritto in Borsa. La ritenuta fiscale è sempre del 12.5%, con la differenza rispetto ai Bot che sarà applicata al momento del rimborso e non dell'emissione, sulla differenza tra il prezzo di aggiudicazione della prima tranche e il prezzo di rimborso (100). Eventuali successive riaperture manterranno quindi dal punto di vista fiscale il prezzo della prima emissione. Alla scadenza quindi l'importo rimborsato non sarà pari al valore nominale ma inferiore, in funzione della ritenuta subita. La Banca d'Italia ha inoltre precisato che la differenza tra prezzo di emissione e valore di rimborso matura linearmente durante l'intera vita del titolo.

1.2.1. Vantaggi e svantaggi

I Ctz sono adatti innanzitutto a chi ha esigenze di gestione della liquidità o deve investire eccedenze momentanee di cassa. Essi possono costituire uno strumento interessante per chi punta ad un investimento sicuro, facile da gestire e remunerativo, ovvero a chi ricerca la crescita del capitale nel breve periodo senza assumersi forti rischi. Non sono invece titoli adatti a chi ha l'esigenza di usufruire di un flusso di cassa periodico né a chi punta ad una crescita del capitale di lungo periodo.

Grazie alla durata superiore ai Bot, i Ctz forniscono di norma una redditività superiore, anche se il loro prezzo è più volatile. Un importante elemento di interesse è infine dato dalla modesta cifra necessaria per l'investimento (ovvero dalla possibilità di acquistare un elevato valore nominale a scadenza, versando una cifra minore).

Un chiaro vantaggio dei Ctz sui Bot è dato dalla loro maggiore liquidabilità. Attualmente i Bot sono soprattutto strumenti da cassettisti, detenuti da privati che li tengono in portafoglio generalmente fino a scadenza mentre minore è il ruolo degli investitori istituzionali. Il mercato secondario è quindi piuttosto illiquido. I Ctz dovrebbero invece, negli intendimenti del Tesoro, divenire facilmente liquidabili, grazie alla quotazione di diritto in Borsa e all'omogeneità tra diverse tranche di titoli. Il mercato secondario dovrebbe quindi diventare un importante punto di riferimento sia per gli investitori istituzionali che per le famiglie.

1.3. I CCT

1.3.1. Definizione

I Certificati di credito del Tesoro, o Cct, sono titoli a medio-lungo termine emessi dal Tesoro per finanziare il debito pubblico. I Cct sono titoli a tasso variabile, che fruttano interessi ogni 6 o 12 mesi (a seconda dell'emissione) ed hanno cedole indicizzate al rendimento dei Bot.

Emessi per la prima volta nel luglio del 1977, con durata biennale e cedola semestrale (parametrizzata al rendimento medio dei Bot a 3, 6 e 12 mesi), le loro caratteristiche hanno subito costanti modifiche, sempre introdotte con lo scopo di aumentarne l'appetibilità per i risparmiatori contemporaneamente allungandone la scadenza media. I Cct sono titoli particolarmente graditi alle famiglie, in quanto l'investimento in titoli indicizzati offre maggiori garanzie di protezione dell'investimento nel caso di un rialzo dei tassi.

Sul mercato sono attualmente presenti titoli emessi con scadenza 5, 7 e 10 anni e con cedole annuali o semestrali posticipate, determinate sulla base del rendimento (lordo o netto) in asta dei Bot (a 6 o 12 mesi).

In particolare, per i titoli emessi dal marzo 1990 fino all'ottobre 1994, il meccanismo di indicizzazione è il seguente:

- prima cedola fissata al momento dell'emissione;
- cedole successive determinate aggiungendo un premio percentuale variabile (da 0.30 a 0.50) al rendimento medio semestralizzato dei Bot a 12 mesi emessi nel bimestre precedente il mese antecedente il godimento della cedola. Per esempio, per calcolare la cedola di un Cct con godimento 1 gennaio e pagamento della cedola semestrale, bisogna calcolare la media aritmetica dei rendimenti lordi dei Bot annuali delle quattro aste dei mesi di ottobre e novembre, semestralizzarlo e quindi maggiorarlo dello spread previsto dal regolamento.

Dal 1994 il Tesoro ha modificato il meccanismo di indicizzazione dei Cct, introducendo un'innovazione abbastanza importante al fine di renderli più appetibili ai risparmiatori. Per i Cct, emessi a partire dall'1/12/94 e con scadenza 1/1/01, le cedole semestrali successive alla prima saranno calcolate sulla base del rendimento lordo dei Bot semestrali di un'unica asta, quella precedente la data di godimento della cedola. Al tasso così ottenuto bisognerà aggiungere la maggiorazione prevista (attualmente dello 0.30%).

Relativamente al trattamento fiscale, i Cct sono soggetti alla tassazione attualmente in vigore per tutti i titoli di stato (ritenuta alla fonte del 12.5% sulle cedole e sulla differenza tra valore nominale e prezzo di aggiudicazione, a titolo di acconto ai fini Irpeg e d'imposta ai fini Irpef). Bisogna inoltre ricordare che tutti i Cct (come del resto ogni titolo di stato) sono esenti ai fini dell'imposta sulle donazioni e sulle successioni.

1.3.2. Il mercato

Il collocamento dei Cct di nuova emissione (o la riapertura di vecchie emissioni, ossia l'offerta al pubblico di nuovi titoli, con caratteristiche identiche ad emissioni già presenti sul mercato) avviene con la procedura dell'asta marginale, per un taglio minimo di 5 milioni. Possono partecipare all'asta in veste di operatori la Banca d'Italia, le banche e le Sim (questi ultimi due soggetti sia in conto proprio che per conto terzi).

Le operazioni sono affidate alla Banca d'Italia, a cui devono pervenire le adesioni entro la data fissata dal decreto di emissione. Per coloro che partecipano alla pubblica sottoscrizione il prezzo dei titoli non viene maggiorato di alcuna commissione. Infatti agli intermediari la Banca d'Italia riconosce una retrocessione attualmente dello 0.60% a titolo di commissione di collocamento.

Il mercato secondario dei Cct (come per tutti i titoli di Stato) è suddiviso in 2 grandi comparti: il cosiddetto mercato all'ingrosso, ovvero l'Mts, sul quale sono trattate solo partite da 5 miliardi o multipli, e il mercato telematico di Borsa, che è quello a cui generalmente si rivolge il privato che intenda acquistare o vendere Cct.

Mentre in precedenza gli scambi in Borsa dei titoli obbligazionari avvenivano alle grida, da alcuni anni è stato introdotto un sistema di negoziazione telematico, strutturato in modo simile a quello del mercato azionario. In particolare il mercato vive in due fasi: in mattinata ha luogo un'asta telematica, che porta alla determinazione di un unico prezzo per tutti gli scambi effettuati sullo stesso titolo (in sostanza una sorta di fixing del titolo). Nel pomeriggio, alla riapertura del mercato, la negoziazione si svolge invece in continua, con l'accoppiamento di tutte le proposte incrociabili.

La quotazione dei titoli è a corso secco: per ottenere l'effettivo prezzo pagato dall'acquirente si deve sommare il rateo d'interesse maturato, oltre ai bolli e alle commissioni (il cui ammontare massimo è stabilito nel 5 per mille del controvalore dei titoli negoziati).

Si consiglia agli investitori di fissare sempre i prezzi di acquisto e di vendita, al fine di evitare sgradite sorprese all'eseguito dell'ordine: si sono infatti verificati diversi casi di scostamenti di prezzo molto significativi.

1.3.3. Considerazioni

Spesso si ritiene che il corso dei Cct debba mediamente mantenersi intorno alla pari, o comunque che siano fra i titoli più interessanti in fasi di forte incertezza e variabilità dei tassi. In realtà anche i Cct possono mostrare forti variabilità dei prezzi sul mercato secondario, come ad esempio è avvenuto nella crisi del settembre '92.

Il problema centrale riguarda i parametri di indicizzazione. Tra i fattori che determinano il rendimento dei Cct, la

componente variabile (parte variabile della cedola e tasso di reinvestimento delle cedole stesse) si trova associata ad elementi reddituali che invece sono predeterminati, ovvero lo spread sul parametro di riferimento e lo sconto all'emissione. Specie nel caso di titoli a lunga durata, le componenti fisse, benché proporzionalmente ridotte, giocano un ruolo importante nel determinare il valore del titolo. A questo si aggiunge il fatto che le variazioni dei tassi non possono ovviamente incidere sul livello della cedola in corso (ma solo sulla stima di quelle future) e che la distanza tra epoca di determinazione del parametro e quella di riscossione della cedola introduce un ritardo di adeguamento che può raggiungere, per i vecchi Cct a cedola annuale, i 14 mesi (distanza sicuramente eccessiva perché si possa parlare di pronto adeguamento alle condizioni di mercato). In fasi di aumento dei tassi, si è quindi spesso verificato come i Cct offrissero un grado di protezione inferiore a quello sperato.

Per ovviare almeno parzialmente a questi problemi, il Tesoro ha da alcuni anni modificato il sistema di indicizzazione. Pur senza avere il coraggio di legare le cedole ad un tasso di mercato (come ad esempio il Libor o il Ribor), si è comunque scelto un meccanismo più semplice e rapido del precedente. Oltre alla maggiore semplicità del calcolo delle cedole (e quindi maggiore trasparenza dei rendimenti), il parametro di indicizzazione è puntuale. Il fatto che le cedole siano determinate sui risultati di una singola asta anziché su una media di valori, unito al fatto che questo parametro sia recente e non vecchio di alcuni mesi garantisce una più fedele corrispondenza ai tassi di mercato, rafforzando il carattere protettivo del titolo. Inoltre il nuovo meccanismo di indicizzazione comporta un deciso aumento delle volatilità delle cedole, che diventano più veloci a variare e maggiormente correlate coi tassi di mercato.

Chi continua a comprare Bot a 6 mesi, rinnovandoli alla scadenza per diversi anni, può puntare con fiducia sul Cct. In questo modo guadagnerà in rendimento (grazie allo spread minimo garantito e al fatto che i Cct sono di norma collocati al di sotto della pari), garantendosi comunque un rapido adeguamento della cedola ai tassi di mercato, nel contempo risparmiando in commissioni (rispetto al continuo rinnovo dei Bot semestrali) e senza perdere in liquidità. Praticamente acquistando i Cct invece che rinnovare continuamente Bot semestrali il privato ottiene il rendimento medio ponderato maggiorato dello spread e non il rendimento medio ponderato meno le commissioni.

1.4. I BTP

I Buoni del Tesoro poliennali, comunemente detti BTP, sono titoli a medio/lungo termine emessi dal Tesoro al fine di finanziare il debito pubblico allungando nel contempo la scadenza media. Sono titoli di credito al portatore (emessi dalla Tesoreria centrale o dalle sezioni di Tesoreria) o all'ordine (emessi dalla direzione generale del Tesoro), con rendimento a tasso fisso.

1.4.1. Il mercato

L'emissione dei BTP è fissata con decreto del ministero del Tesoro, con il quale viene determinato l'importo, la durata, il tasso di rendimento, il giorno di regolazione e ogni ulteriore caratteristica. I BTP hanno attualmente una durata di 3-5-7-10-30 anni, vengono emessi di norma, con scadenza mensile e regolamento i primi giorni del mese. I BTP con durata trentennale sono stati emessi per la prima volta nel novembre 1993; in Italia, come in tutto il mondo, obbligazioni così lunghe sono acquisite in prevalenza da operatori istituzionali, come assicurazioni, fondi comuni di investimento e fondi pensione.

Alla Banca d'Italia, quale gestore del servizio di tesoreria, viene affidata l'esecuzione delle operazioni e a essa devono pervenire le richieste entro il termine stabilito dal decreto di emissione. Il collocamento avviene attualmente mediante asta marginale e con un taglio minimo di cinque milioni. Se le richieste alla Banca d'Italia superano l'offerta di titoli, si utilizza il criterio del riparto, si assegnano cioè i titoli nella stessa proporzione che hanno le singole richieste rispetto al loro complessivo ammontare.

I BTP sono ammessi d'ufficio (di solito alla scadenza della prima cedola) alla quotazione ufficiale in Borsa e la quantità minima di contrattazione è pari a cinque milioni. La quotazione è a «corso secco»: per ottenere cioè l'effettivo prezzo che l'acquirente paga, occorre sommare a essa i ratei di interesse maturati, oltre alla commissione di intermediazione.

1.4.2. Calcolo dei rendimenti

I BTP vengono emessi a un prezzo uguale al valore nominale (alla pari) o a un prezzo inferiore al valore nominale (sotto la pari), a seconda delle condizioni di mercato al momento dell'emissione. Gli interessi dei BTP sono predeterminati in via posticipata mediante lo stacco di successive cedole.

Esistono due metodi per il calcolo del rendimento dei BTP: rendimento immediato e rendimento effettivo

- 1) Il rendimento immediato è quello di più facile calcolo essendo sufficiente conoscere il tasso di interesse e la quotazione del titolo. Può essere a capitalizzazione semplice o composta (che tiene conto del reinvestimento della cedola).

Volendo per esempio conoscere il rendimento immediato di un BTP con quotazione 90 e cedola del 5% semestrale (10% su base annua) si avrà:

rendimento annuo a capitalizzazione semplice: $\frac{I}{P} * 100 = \frac{10}{90} * 100 = 11,11\%$

rendimento a capitalizzazione composta: $\left[\left(\frac{i}{P} + 1 \right)^2 - 1 \right] * 100 = \left[\left(\frac{5}{90} + 1 \right)^2 - 1 \right] * 100 = 11,41$

- 2) E' quello più comunemente utilizzato e si basa sull'uguaglianza tra il prezzo del titolo e la somma dei flussi di cassa futuri scontati a un certo tasso. Quest'ultimo dà la misura del rendimento effettivo e viene denominato *internal rate return* (tasso intero di rendimento) o *yield to maturity* (rendimento a scadenza). Il calcolo è abbastanza complesso e la formula è la seguente:

$$C = \sum_{j=1}^n F_j(1+i)^{-t_j} + R(1+i)^{-n}$$

Dove:

C= capitale iniziale

Σ = sommatoria

F= flussi di cassa futuri;

t= tempo espresso in anni o frazioni di anno

j= 1,2,3, ... n;

R= valore di rimborso (o di vendita, se si disinveste prima della scadenza);

i= tasso

2. EUROMERCATO ED OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

Oltre ai titoli di Stato domestici, l'investitore può scegliere tra le obbligazioni societarie quotate alla Borsa italiana, i titoli di Stato e bond privati quotati sui mercati esteri e quell'ampio calderone di emissioni rappresentato dall'euromercato. La nostra analisi si focalizzerà soprattutto su quest'ultimo: per quanto riguarda i titoli di Stato esteri, le caratteristiche fondamentali sono di norma simili a quelle dei titoli italiani ed è impossibile scendere nei dettagli in poche pagine. Per quanto riguarda invece le obbligazioni societarie quotate alla Borsa di Milano, gran parte delle considerazioni fatte per l'Euromercato possono essere replicate, con alcune eccezioni: a fronte di minori possibilità di scelta (per emittente, rating e caratteristiche dei titoli), l'investitore interessato ad ammontari limitati può godere dei benefici derivanti dall'operare sulla Borsa di Milano (è più facile reperire il materiale ed avere informazioni sui prezzi).

2.1. L'EUROMERCATO

La nascita dell'Euromercato va fatta risalire ai primi anni sessanta, allorché si iniziarono a collocare le prime obbligazioni in Dollari statunitensi sul mercato europeo. La prima emissione in assoluto è stata lanciata nel 1963 dalla società italiana Autostrade, per un ammontare di 15 milioni di Dollari (anche la prima emissione di titoli a tasso variabile, avvenuta nel 1970, deve essere fatta risalire ad un ente italiano, in questo caso l'Enel). Da allora il mercato è andato gradualmente aumentando di dimensione, allargandosi a diverse valute. La prima operazione in Lire, della Bei, risale all'ottobre 1985.

L'Euromercato è un mercato «over the counter», ovvero non si svolge in un luogo fisico determinato ma per vie telefoniche e telematiche fra i diversi operatori (in primo luogo tutte le principali banche mondiali, comprese quelle italiane). Il mercato principale si svolge a Londra (dove hanno sede i maggiori operatori), ma comunque le contrattazioni sono effettuate 24 ore su 24, effettuandosi anche a New York e Tokyo. Non esiste un organo ufficiale di controllo, né leggi che ne governino l'organizzazione, ma piuttosto un codice di autoregolamentazione (con gli obiettivi principali di controllare gli scambi e il regolamento delle operazioni), emanato dall'Isma (un organismo costituito dagli operatori attivi sul mercato secondario degli Eurobond) ed osservato a livello internazionale da tutti gli intermediari.

Diversi titoli scambiati sull'Euromercato sono trattati anche presso alcune Borse ufficiali (di norma la quotazione è richiesta solo per agevolare alcuni investitori che per le normative del proprio paese possono investire solo in titoli quotati ufficialmente). Anche in questi casi comunque il mercato principale (per liquidità e volume degli scambi) rimane l'Euromercato.

2.2. GLI EUROBOND

Per Eurobond si intendono i titoli obbligazionari emessi (solitamente da operatori di primario rilievo) in un paese diverso da quello di appartenenza dell'emittente, offerti simultaneamente in diverse nazioni attraverso consorzi internazionali di collocamento e trattati sull'Euromercato.

Sul mercato degli Eurobond si può trovare una vasta gamma di emittenti e tipologie di obbligazioni. In particolare i primi possono essere istituzioni pubbliche o private di diversa natura: enti pubblici nazionali (tra cui un ruolo primario è svolto dagli stati sovrani) o sovranazionali, società finanziarie o industriali americane, asiatiche, europee o multinazionali.

I titoli offerti possono essere a tasso fisso (con cedola annuale, semestrale o con periodicità differente), zero coupon (senza cedola, emessi sotto la pari) oppure a tasso variabile. Sui primi bisogna fare particolare attenzione al regolamento del prestito, perché possono essere «callable» (ovvero l'emittente può riservarsi il diritto di rimborsare il prestito ad una specifica data anteriore alla scadenza). Sono inoltre presenti sull'Euromercato anche obbligazioni convertibili e con warrant.

2.2.1. Guida all'acquisto

Il piccolo risparmiatore interessato all'acquisto di un Eurobond può quasi sempre reperirlo rivolgendosi alla propria banca oppure ad una Sim. Per questi titoli non esiste un prezzo ufficiale (come ad esempio per i titoli azionari ed obbligazionari quotati nella nostra Borsa), ma è comunque possibile seguire i prezzi delle emissioni più liquide. Per tutti gli Eurobond, i problemi maggiori per il risparmiatore derivano dal fatto che questi strumenti sono trattati in un mercato guidato da grandi banche e finanziarie internazionali, privo di autorità ufficiali di controllo.

Per capire meglio quale liquidità e trasparenza possa offrire un mercato non regolamentato, guardiamo come funzionano gli scambi. Il nodo centrale del mercato sono i market maker, primarie istituzioni finanziarie in grado di offrire con una certa regolarità ai broker e alle altre istituzioni finanziarie proposte di acquisto e vendita a prezzi prefissati. Spesso ad esempio i lead manager (ovvero chi ha guidato il collocamento del prestito sul mercato) si impegnano a fare mercato sui titoli da essi collocati.

La diffusione dei prezzi e l'esecuzione degli scambi avviene per via telematica o telefonica: l'ingrandirsi dell'Euromercato è stato quindi favorito dal forte sviluppo tecnologico, che ha permesso il collegamento in tempo reale di tutti gli operatori, determinando la creazione di un gigantesco mercato secondario.

I principali operatori sono tenuti a riportare giornalmente all'Isma i prezzi minimi e massimi degli scambi effettuati ed a fornire un prezzo di chiusura. L'Isma definisce quindi quotidianamente un prezzo ufficioso di chiusura, basandosi sulla media delle chiusure fornite dagli operatori. L'andamento del mercato può essere seguito dagli operatori attraverso i terminali Reuters oppure la Weekly Eurobond Guide, pubblicata settimanalmente dall'Isma. Il privato, oltre a chiedere al proprio intermediario di fiducia, può seguire i prezzi indicativi dei principali titoli riportati dai principali giornali economici (ad esempio Il Sole 24 ore pubblica ogni giorno i prezzi denaro e lettera dei titoli più liquidi, Milano Finanza pubblica settimanalmente un elenco simile).

Per la maggior parte delle obbligazioni in questione è quindi relativamente agevole reperire i prezzi e seguire le performance, valutando eventuali opportunità di cessione. Bisogna comunque ricordare che i prezzi in questione sono puramente indicativi per il piccolo risparmiatore, in quanto si riferiscono a scambi per grossi ammontari (i cosiddetti prezzi all'ingrosso). Specialmente per i titoli meno liquidi, non sarà quindi possibile trovare esattamente i prezzi desiderati.

In effetti un aspetto molto importante da valutare è quello della liquidità del titolo. E' vero che quasi tutte le emissioni presenti sull'Euromercato sono liquidabili prima della scadenza, però a volte per farlo bisogna sostenere costi piuttosto elevati (lo spread tra denaro e lettera può essere ampio) e magari aspettare anche qualche giorno. Ogni titolo ha una propria liquidità dipendente dalle condizioni di mercato, comunque un sistema per stimarla rapidamente è guardare quale è stato l'ammontare emesso. Quanto più questo è elevato, tanto più facile sarà trovare il titolo sul mercato e tanto più affidabili i prezzi.

2.2.2. Costi e commissioni

Un ulteriore ostacolo all'acquisto di Eurobond può essere rappresentato dai costi dell'investimento, variabili a seconda della quantità investita e del potere contrattuale del risparmiatore. Le commissioni di negoziazione richieste dalle banche si aggirano di norma attorno ai 30 centesimi (ma possono raggiungere un massimo di 40/50), più un 1,5 per mille di commissioni valutarie per chi acquistasse titoli non in Lire. A questi devono essere aggiunti i costi di custodia ed amministrazione, in linea con quelli dei titoli italiani (di norma sono variabili in funzione dell'ammontare investito, con un massimo di £ 200.000 per semestre). Si deve poi ricordare che i titoli dell'Euromercato sono quotati dai market maker con un prezzo di acquisto (bid) ed uno di vendita (ask, o offer), con una differenza (spread) che rappresenta la

remunerazione dell'intermediario. L'ammontare di questo spread, che rappresenta un costo implicito per l'investitore, può variare tra 10 centesimi (per i titoli più liquidi) e 50 o anche oltre. Un problema minore è invece dato dalle soglie d'accesso, normalmente piuttosto contenute (i lotti minimi trattabili, variabili per ogni titolo, sono esposti nelle tabelle allegate, spesso si possono però trovare problemi per ammontari inferiori a 10/20 milioni di Lire). Se l'acquisto avviene in fase di sottoscrizione (ovvero si tratta di un titolo di nuova emissione), il prezzo finale pagato dal risparmiatore è in genere quello indicato come prezzo di emissione nel regolamento del prestito.

2.2.3. Come orientarsi sul mercato

Pensiamo all'Euromercato come ad un enorme calderone, che contiene un po' di tutto. Prima di acquistare un titolo dobbiamo innanzitutto decidere la valuta in cui operare. Una delle funzioni tipiche degli Eurobond è infatti quella di «riparare» l'investitore dalle oscillazioni della Lira, consentendogli di investire su valute che storicamente si sono rivelate più forti oppure scommettendo sulle opportunità di una determinata divisa. I rendimenti dei singoli titoli sono strettamente legati a quelli delle obbligazioni governative emesse nella stessa valuta. Altri fattori che incidono sulla redditività dell'investimento sono la durata ed il tipo di titolo (tasso fisso, senza cedola o tasso variabile), ma soprattutto la società emittente. Da questo punto di vista, il mercato si divide in più segmenti, determinati sulla base del rating (una pagellina di affidabilità concessa da agenzie indipendenti come Moody's e Standard & Poor). Al vertice della piramide troviamo gli organismi sovranazionali (emittenti come la Bei e la Banca Mondiale - in inglese World Bank) assieme ai principali stati nazionali (tra quelli più attivi sul mercato Italia, Spagna e Svezia). Scendendo, troviamo aziende pubbliche o private di massima affidabilità (Coca Cola, General Electric e Deutsche Bank per fare tre nomi a caso) e quindi una larga serie di emittenti (di norma società industriali e finanziarie oppure paesi in via di sviluppo) che hanno una pagellina via via peggiore e di conseguenza offrono ai risparmiatori rendimenti superiori.

In termini generali, la valutazione di un Eurobond può essere scissa in due componenti: la valutazione del rischio paese (rischio di cambio ed opportunità di un'eventuale copertura) e quella del titolo in sé: in questo caso gli elementi da prendere in considerazione sono lo standing dell'emittente (tenendo conto del giudizio delle società di rating), lo spread del titolo rispetto al corrispondente benchmark (ovvero al titolo di stato denominato nella stessa valuta con scadenza più vicina) e la liquidità del titolo.

2.2.4. Alto rendimento

L'alto rendimento può dipendere dalla valuta del titolo oppure dalla società emittente.

Sul mercato possiamo trovare molte divise estere: i classici (Dollaro, Marco, Yen...) ma anche le valute dei paesi scandinavi e soprattutto quelle di alcuni stati emergenti, che offrono cedole molto più elevate (Rand sudafricano, Corona ceca, Zloty polacco...).

Molto spesso però il rischio di questi strumenti è troppo elevato per il piccolo risparmiatore (forti svalutazioni potrebbero annullare completamente i guadagni). Può essere più interessante rimanere invece sulla Lira, cercando (solo per una piccola parte del proprio portafoglio) emittenti leggermente meno affidabili dei soliti, ma in grado di garantire rendimenti superiori. Il mercato delle obbligazioni ad alto rendimento in Lire è nato da poco ma sta crescendo enormemente per soddisfare la domanda di alti rendimenti dopo il crollo dei tassi pagati dallo Stato. Per il risparmiatore si tratta di dirigersi verso titoli emessi nei cosiddetti paesi emergenti: che si tratti di stati sovrani (Argentina, Brasile, Turchia) oppure di società (tra le principali dello stato di origine), questi emittenti sono infatti costretti a pagare cedole che possono essere molto superiori rispetto ai titoli analoghi offerti dalla Bei oppure dallo Stato italiano.

3. TITOLI ESENTI E ZERO COUPON

3.1. I titoli esenti

Il regime fiscale attualmente in vigore per i titoli obbligazionari e simili prevede in linea generale l'applicazione di una ritenuta alla fonte sugli interessi e sugli altri proventi derivanti direttamente dalla sottoscrizione e dal possesso del titolo. L'aliquota in vigore per la maggior parte delle obbligazioni di recente emissione è del 12.5% (vale ad esempio per i titoli pubblici, quelli quotati e gli Eurobond) e viene applicata a titolo d'imposta nei confronti delle persone fisiche e a titolo d'acconto per le persone giuridiche. Questo criterio generale si scontra però col fatto che il regime fiscale dei titoli obbligazionari rimane in linea di principio quello vigente al momento della loro emissione. Di conseguenza se si guarda lo stock di titoli esistenti sul mercato, ci si trova di fronte ad un'ampia stratificazione di trattamenti fiscali. In particolare si possono reperire diversi titoli emessi in un periodo in cui il regime fiscale era meno penalizzante di quello attuale e tuttora soggetti ad aliquote fiscali minori di quelle attuali o addirittura esenti.

Per quanto riguarda i titoli di stato ed equiparati emessi in Italia, sono esenti da ritenuta alla fonte tutti quelli emessi

prima del settembre 1986. Infatti è solo a partire da tale data che, con il D.L. 19/9/86 n.556, si sancisce la tassazione dei proventi dati dai titoli del debito pubblico. L'aliquota di questi titoli è fissata al 6.25% fino al 1/9/87, data in cui entra in vigore l'attuale aliquota del 12.5%. Esistono poi diversi altri titoli esenti, alcuni dei quali emessi da più di 20 anni. Piuttosto di elencare tutte le diverse casistiche, addentrandoci nella storia della fiscalità delle obbligazioni, preferiamo analizzare solo quelli che rappresentano un'effettiva opportunità per l'investitore.

In particolare l'esenzione è durata molto più tempo per i titoli di Stato ed equiparati emessi all'estero. Infatti fino al D.L. 9/9/92 n.372 (convertito in Legge 429 del 9/11/92) queste obbligazioni erano esenti da ogni tassazione, compresa l'imposta sulle donazioni e sulle successioni. Mentre ai titoli di questo tipo emessi a partire dal 10 settembre 1992 viene applicata la ritenuta alla fonte, sono esenti quelli emessi prima dell'entrata in vigore del D.L. 9/9/92.

L'esenzione sui titoli emessi all'estero spettava ad un numero ristretto di emittenti. Tra i soggetti residenti, oltre alla Repubblica Italiana troviamo le Ferrovie dello Stato, l'Enel, l'Anas (questi tre in quanto godevano della garanzia della Repubblica stessa) e il Crediop (solo quando il ricavato del prestito era girato al Tesoro). Oltre a questi, godevano dello stesso vantaggio i titoli emessi da alcuni organismi sovranazionali, equiparati a quelli emessi dallo Stato secondo la Legge 9/12/77 n.956. Tra questi figurano la World Bank (Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo), la Banca Europea degli Investimenti (Bei), l'Euratom (Comunità Europea per l'Energia Atomica) e la Ceca (Comunità Europea per il Carbone e l'Acciaio). L'esenzione per questi organismi discende dagli accordi internazionali per la costituzione dei medesimi. In generale si tratta di enti sostenuti da fondi provenienti da un consorzio di Stati sovrani (di tutto il mondo, come nel caso della World Bank, oppure solamente dai membri della Comunità Europea), per contribuire al buon fine di rilevanti progetti di sviluppo di tipo regionale o settoriale, agevolati nell'emissione di prestiti in virtù della loro funzione sociale.

3.2. Il mercato

Sul listino obbligazionario italiano si possono ancora trovare alcuni titoli esenti: sono infatti quotati alcuni titoli a cui l'esenzione spetta per diversi motivi: titoli assimilati a quelli di Stato emessi prima del settembre 1986 (Enel, Anas, Ferrovie dello Stato), obbligazioni sottoscritte prima del gennaio 1974, esenti da imposta per le persone fisiche ma non per le società, fondiari emessi tra il 1980 e il 1982. Per queste obbligazioni il mercato è particolarmente illiquido e spesso non si registrano scambi per diverse sedute.

Anche sull'Euromercato esistono alcuni (sempre meno) titoli esenti da imposta. Gli Eurobond consentono di investire in titoli di emittenti primari a rendimenti decisamente interessanti. Per le emissioni in Lire è però molto difficile acquistare i titoli: chi detiene le poche obbligazioni rimaste difficilmente è interessato a venderle, mentre la domanda è forte. Per chi è disposto ad addossarsi il rischio di cambio, le opportunità sono invece interessanti. E' infatti relativamente più agevole reperire una «vecchia» emissione in Dollari (o in altre valute) della Bei, della World Bank o della Repubblica Italiana. Con tassi netti che per il risparmiatore italiano sono decisamente più interessanti di quelli di analoghi strumenti non esenti. Gli esenti in valuta consentono di diversificare per divisa il proprio portafoglio obbligazionario, puntando (per i titoli emessi da sovranazionali) su emittenti sicuri (questi nomi hanno sempre un rating AAA, ovvero il massimo grado di affidabilità esistente) ed assicurandosi anche rendimenti interessanti. In generale infatti i titoli emessi da sovranazionali pagano uno spread (ovvero rendono di più) sui titoli di Stato a scadenza simile denominati nella stessa valuta (il presupposto è che nella maggior parte dei casi il titolo di Stato sia quanto di meglio si possa trovare, essendo l'obbligazione più sicura). Calcolando il rendimento netto, le emissioni esenti sono ancora più interessanti, rendendo spesso di più (per l'investitore italiano) degli analoghi titoli tassati. Una considerazione particolare deve poi essere svolta per gli esenti emessi da enti italiani in divisa estera. In questo caso l'affidabilità dell'emittente (sintetizzata dai giudizi delle agenzie di rating) è ritenuta minore e quindi il titolo paga ancora meglio in termini di spread.

Bisogna inoltre ricordare che i titoli equiparati a quelli di Stato sono esenti anche ai fini dell'imposta sulle donazioni e sulle successioni (questo vale per tutte le obbligazioni emesse da enti sovranazionali, non solo per quelle esenti).

3.3. Gli zero coupon a lunga scadenza

Gli zero coupon sono titoli privi di cedola emessi sotto la pari, ovvero ad un prezzo inferiore a quello di rimborso ed equivalente al valore attuale degli interessi figurativi riconosciuti al sottoscrittore. Di norma sono ideati per investitori che non amano occuparsi del reinvestimento periodico delle cedole. Inoltre sono titoli particolarmente interessanti a causa della chiarezza delle condizioni offerte. Infatti il rendimento a scadenza del titolo indicato agli investitori è privo di qualsiasi intervento artificiale, in particolare del reinvestimento cedolare che rende sempre meramente teorici i rendimenti calcolati. Al contrario, nel caso di uno zero coupon il reddito deriverà unicamente dalla differenza tra capitale investito e montante finale, determinato fin dalla data di emissione.

Uno zero coupon di durata superiore ai 10 anni rappresenta qualcosa di molto particolare per il nostro mercato e, a causa delle sue peculiarità, si rivolge ad un target differente dagli utilizzatori degli zero coupon di breve durata.

Le potenzialità di questo prodotto possono essere apprezzate soprattutto se ci si colloca in ottica previdenziale. Suddividiamo in due parti il problema della previdenza individuale: da un lato l'esigenza di accumulare un capitale adeguato in previsione del termine della propria carriera lavorativa, dall'altro quello di distribuire questo capitale durante il periodo della pensione. Gli zero coupon di lungo periodo rappresentano una delle possibili risposte al primo

problema. In particolare la sicurezza del rendimento offerto (precisamente determinato alla nascita del titolo e non più intaccabile) è qualcosa di decisamente interessante. Non bisogna infatti sottovalutare l'indubbio vantaggio dato dalla sicurezza di poter contare fra 20 anni su circa 90.000.000 di lire netti a fronte di un esborso attuale attorno ai 10.000.000.

3.3.1. I rischi.

Il principale problema è quello tipico del tasso fisso, amplificato dalla lunga durata temporale del titolo. Fissare il rendimento per venti o passa anni significa evidentemente rinunciare a godere per tutto il periodo di eventuali rialzi dei tassi generati dal mercato nel periodo di tempo in considerazione.

In particolare la duration (ovvero la durata finanziaria) dei titoli privi di cedola è pari alla loro vita residua, mentre è minore di quest'ultima per le obbligazioni che garantiscono un flusso cedolare periodico. Ed una regola di mercato vuole che ad una maggiore duration corrisponda una maggiore reattività a cambiamenti nei tassi di mercato. I prezzi degli zero coupon saranno quindi soggetti a maggiori oscillazioni rispetto ai titoli a tasso fisso con analoga scadenza: i vantaggi saranno maggiori in caso di ribasso dei tassi ma anche i rischi superiori in caso di rialzo (questo effetto sarà particolarmente forte in momenti di alta volatilità dei mercati finanziari).

Infine è necessario valutare con attenzione la società emittente il titolo. E' infatti fondamentale che sia un ente della massima affidabilità (ovvero qualcuno di cui possiamo essere praticamente quasi certi che non possa fallire da qui a 20 a più anni). Per questo motivo un titolo di questo tipo dovrebbe essere emesso da uno Stato sovrano oppure da uno dei principali emittenti sovranazionali (come ad esempio la Banca Europea degli Investimenti, la World Bank o altri organismi simili).

4. INGEGNERIA FINANZIARIA ED OBBLIGAZIONI STRUTTURATE

Quelle che in gergo si chiamano emissioni strutturate hanno rappresentato negli ultimi diciotto mesi la risposta di banche e finanziarie all'esigenza dei risparmiatori di ottenere rendimenti che potessero perlomeno ricordare quelli dei titoli di stato nel recente passato.

La sempre più scarsa remunerazione offerta dalle «solite» obbligazioni ha portato dapprima alla ricerca di cedole attraenti rivolgendosi a debitori meno affidabili (moda dei Paesi emergenti) e quindi al diffuso utilizzo della cosiddetta «ingegneria finanziaria», uscita dai confini dei principali intermediari per rispondere alla domanda del grande pubblico di prodotti innovativi ed attraenti.

Le grandi banche internazionali ed italiane hanno così iniziato a produrre in modo sempre più veloce titoli sintetici, costruiti «impacchettando» in un singolo prodotto una normale obbligazione più una serie di opzioni e strumenti derivati, finora accessibili solo ai grandi investitori. Con l'obiettivo di abbellire il più possibile il prodotto finale, in modo da esaltarne i vantaggi e cercare di coprirne i rischi.

Per il piccolo risparmiatore questi strumenti complessi e ricchi di opzioni possono essere più o meno interessanti. L'importante è comunque non pretendere di sostituire l'intero portafoglio obbligazionario con questi prodotti, ma utilizzarli con parsimonia, cercando soprattutto di capirne bene il funzionamento, in modo da non trovarsi impreparati di fronte a possibili cadute dei prezzi.

A partire dalla fine del 1996 abbiamo assistito ad una serie continua di nuovi prodotti obbligazionari, solitamente venduti attraverso gli sportelli bancari, apparentemente in grado di offrire maggiori rendimenti per gli investitori.

Il risparmiatore che si avvicina a questi prodotti deve però innanzitutto ricordare che sui mercati finanziari per definizione non esistono regali, ma solo prodotti che molto spesso quanto più appaiono attraenti, tanto più nascondono forti rischi potenziali.

Infatti, gli emittenti, quando realizzano queste strutture, predispongono una serie di coperture che rende il loro costo dell'indebitamento certo ed inferiore rispetto a quello delle forme obbligazionarie classiche. Nel mondo dei titoli di debito, è difficile che qualcosa possa rilevarsi estremamente conveniente per entrambe le parti.

Nella maggior parte dei casi infatti il risparmiatore, se potesse coprirsi da tutti i rischi insiti nella struttura del prestito, verrebbe a scoprire che i vecchi Btp o Cct rappresentano forme di investimento più redditizie. Non potendo, deve invece assumersi un rischio dipendente dall'andamento futuro dei tassi d'interesse o di altre variabili finanziarie.

Spesso il risultato può essere comunque molto positivo, ma è fondamentale comprendere esattamente i rischi insiti nel prodotto, leggendo attentamente i regolamenti per determinare cosa può succedere negli scenari meno favorevoli e quanto sono probabili gli eventi che ci consentiranno rendimenti interessanti.

4.1. STEP-DOWN E REVERSE FLOATER

Molto spesso i titoli strutturati attirano i risparmiatori grazie ad un'elevata cedola iniziale, la cui attrattività porta spesso a fare passare in secondo piano il fatto che nella parte finale della vita del prestito i rendimenti cedolari tendono a diminuire considerevolmente.

Negli ultimi tempi ha destato molta attenzione l'iniziativa, da parte di alcuni istituti specializzati, di offrire mutui con un tasso d'ingresso molto vantaggioso, destinato però a crescere gradualmente nel tempo. In realtà non si tratta di nulla di nuovo, ma solo del «ribaltamento» della formula utilizzata nelle cosiddette obbligazioni step-down.

4.1.1. Le obbligazioni step-down

Questi titoli, diffusi da pochi anni sul nostro mercato, offrono una cedola molto elevata per i primi anni di vita del prestito, destinata però a calare sensibilmente dopo poco tempo (in alcuni casi è stato preso il pretesto dell'avvento della moneta unica per giustificare il dimezzamento della cedola facciale).

Una struttura tipica di questo tipo potrebbe ad esempio avere una cedola iniziale del 9% per tre anni, seguita da una del 4% per i sette anni successivi (ipotizziamo un prestito decennale). Sono sufficienti alcuni rapidi calcoli per capire che il rendimento lordo effettivo del titolo è vicino al 5,5% lordo.

Ma il semplice fatto di avere una cedola iniziale più alta, spesso fa preferire ai risparmiatori i titoli a cedola decrescente rispetto ad una comune obbligazione di emittente equivalente, magari anche con rendimento leggermente superiore, dimenticando ogni razionalità.

Le obbligazioni step-down sono comunque un prodotto abbastanza «innocuo»: in concreto si tratta di normali obbligazioni a tasso fisso, con una struttura temporale delle cedole leggermente diversa. Attraverso le più banali formule di matematica finanziaria, le step-down possono essere ricondotte alla struttura standard e confrontate in termini di rendimento con i titoli di stato e le comuni obbligazioni bancarie o societarie.

4.1.2. Le obbligazioni reverse-floater

Molto più pericolose per i risparmiatori possono rivelarsi i cosiddetti «reverse-floater», una delle formule più utilizzate nella creazione di prodotti strutturati e anche quella che può meglio aiutare a capire le insidie nascoste in questi prodotti.

Questi titoli, solitamente di durata decennale, come le step-down sono dotati di un ottimo specchietto per le allodole, rappresentato da una cedola iniziale decisamente superiore a quella offerta normalmente dal mercato.

Ed, anche in questo caso, dopo un certo numero di anni (di solito da tre a cinque), il sistema di remunerazione cambia. Finito il periodo iniziale, l'emittente può infatti scegliere se rimborsare il titolo al prezzo di emissione (opzione call) oppure passare ad una cedola variabile. La quale dipenderà dai tassi di mercato prevalenti al momento, però in modo inverso (ovvero al crescere dei tassi la cedola offerta diminuirà). Come parametro di indicizzazione viene normalmente utilizzato il Libor e le formule di calcolo prevedono che al risparmiatore venga offerta una cedola pari ad un determinato parametro fisso diminuito del Libor (spesso moltiplicato per due).

Nonostante la complessità della formula, molti investitori, soprattutto privati, si sono avvicinati ai reverse floater, spesso senza rendersi esattamente conto di fossero e a quali rischi andassero incontro.

Ma bisogna dire che solo nel mondo dei sogni un emittente come la World Bank (Banca Mondiale) può regalare qualcosa: in realtà per avere cedole vicine al 10% per alcuni anni, bisogna assumersi forti rischi, ed in futuro si potrà essere costretti a pagare un prezzo piuttosto elevato.

Per capire cosa può succedere, prendiamo come esempio proprio un titolo emesso nel 1997 dalla World Bank, con scadenza decennale. Dopo una cedola garantita del 9,5% per i primi tre anni, nei sette anni successivi il rendimento sarà pari al 19,5% meno due volte il tasso Libor a sei mesi.

Dopo il 2000, se i tassi dovessero scendere ulteriormente, l'emittente rimborserebbe il titolo ma comunque ci saremmo garantiti un rendimento del 9,5% per tre anni (ottimo investimento).

Se però i tassi d'interesse invece dovessero salire, il rendimento futuro andrebbe man mano calando: ipotizziamo che la moneta unica parta bene, la congiuntura economica europea continui a migliorare e gradualmente il costo del denaro aumenti (ricordiamo che attualmente i tassi d'interesse sono ai minimi del dopoguerra non solo in Italia ma anche in tutta l'Europa continentale). Se ad esempio i rendimenti nel 2000 o poco oltre dovessero tornare verso il 7%, la cedola del nostro bond scenderebbe al 5,5% (19,5 meno 14 ovvero 7 moltiplicato per due), decisamente inferiore ai tassi di mercato dell'epoca. E nel caso di tassi a breve al di sopra del 9%, il rendimento cedolare tenderebbe addirittura ad annullarsi (salvo i rarissimi casi di reverse con cedola minima).

4.2. OBBLIGAZIONI A CONTENUTO AZIONARIO (INDEX LINKED)

Tra i diversi strumenti strutturati a disposizione del grande pubblico, le obbligazioni index linked rientrano sicuramente tra i più interessanti. In questo caso non si tratta di aggiungere rendimento ad un prodotto obbligazionario puro attraverso rischiose scommesse sull'andamento dei tassi, ma piuttosto di una forma di investimento che consente ai piccoli risparmiatori di avvicinarsi al mercato azionario correndo minori rischi.

Al momento la formula degli index-linked è la più semplice e diffusa per chi voglia «andare in Borsa col paracadute», ovvero cercare di incrementare i propri redditi diversificando sul mercato azionario, senza però rischiare la diminuzione del proprio capitale né essere costretti ad osservare ogni giorno le quotazioni per cercare di cogliere i momenti migliori

per comprare o vendere.

Gli index linked bonds sono titoli obbligazionari che consentono di accoppiare alla sicurezza dell'investimento la possibilità di ottenere buoni guadagni, puntando sull'apprezzamento di una o più borse mondiali piuttosto che di un paniere di titoli.

In generale, al momento dell'emissione questi titoli garantiscono la sicurezza del capitale investito ed in alcuni casi assicurano anche un tasso di rendimento minimo (di norma comunque molto inferiore a quello dei titoli di Stato a pari scadenza). In più il sottoscrittore avrà diritto, alla scadenza, ad una cedola premio determinata in funzione dell'apprezzamento dei titoli azionari a cui il titolo è indicizzato. In linea di massima, a buone cedole o rendimenti minimi più elevati corrisponde una partecipazione solo parziale all'andamento di Borsa (questo tipo di titoli ha cioè un profilo rischio - rendimento più vicino ad una pura obbligazione).

Le obbligazioni a contenuto azionario sono uno strumento che si è diffuso di recente ma non certo nuovissimo per il risparmiatore italiano. Già da diversi anni sono in circolazione molti titoli emessi attraverso collocamento privato da banche o reti di promotori per i propri clienti, mentre per un certo periodo di tempo la stessa formula è stata utilizzata anche per i certificati di deposito (prima che modifiche fiscali rendessero poco convenienti questi strumenti).

Questi prodotti avevano però lo svantaggio di essere poco liquidi: difficile rivenderli prima della scadenza e ancor di più acquistarli dopo il collocamento iniziale. Negli ultimi mesi però per fortuna è diventata sempre più diffusa la buona abitudine, almeno per i grandi emittenti, di richiedere la quotazione di questi titoli in Borsa (ovvero sul Mot, il Mercato Obbligazionario Telematico). Di conseguenza il risparmiatore meno attento può acquistarli anche diverso tempo dopo la loro emissione e rivenderli liberamente quando lo desidera. Ovvero è possibile una gestione attiva del proprio portafoglio in index-linked bond, comprandoli e vendendoli come se fossero comuni titoli di Stato.

4.2.1. Il parametro di indicizzazione

La valutazione di un titolo index-linked è un procedimento piuttosto complesso, che però chi è interessato a questi strumenti può fare una volta per tutte, scegliendo quello o quelli più attraenti per tenerli in portafoglio a lungo.

Un primo aspetto da valutare è ovviamente l'attrattività del paniere sottostante. Esiste infatti una molteplice gamma di parametri di indicizzazione: si va dai titoli legati al Mib 30 a quelli indicizzati a più borse mondiali, per finire con i panieri composti da diverse blue chips mondiali.

L'investitore deve quindi decidere se puntare decisamente sul mercato italiano (quello che ha dato più soddisfazioni negli ultimi diciotto mesi) oppure approfittarsi di questo strumento per aumentare la diversificazione del proprio portafoglio: scegliere più borse europee consente di diminuire la rischiosità dell'investimento, la presenza di indici statunitensi e giapponesi aumenta ancora di più la diversificazione (ma bisogna ricordare i non semplici problemi che sta vivendo l'economia nipponica).

Una scelta interessante può essere anche quella di rivolgersi ai cosiddetti equity - linked: si tratta di una sottospecie degli index-linked il cui parametro di riferimento è costituito da un paniere composto da alcune delle principali aziende mondiali: in alcuni casi si tratta di società appartenenti allo stesso settore (telecomunicazioni piuttosto che assicurazioni), in altri semplicemente di blue chip scelte dall'emittente per cercare di massimizzare il rendimento del titolo.

Una volta determinata l'attrattività del paniere di riferimento, bisogna valutare le caratteristiche dell'obbligazione in sé. Per farlo è importante leggere con attenzione il regolamento del prestito, al fine di comprenderne le caratteristiche principali. Oltre alla scadenza, all'eventuale rendimento minimo garantito e alla presenza o meno di una cedola, bisogna porre massima attenzione al meccanismo di indicizzazione.

Prima del 1997 esisteva un numero pressoché infinito di sistemi, mentre ora sembra che il mercato si stia adeguando su un modello standard. A parte i rarissimi casi di indicizzazione lineare (in cui ci si limita a calcolare in che percentuale è salito il paniere dall'emissione del titolo alla sua scadenza), si tende ad utilizzare un sistema che punta a smussare la variabilità dei mercati attraverso l'utilizzo di una media.

Nella maggior parte dei titoli quotati, ogni mese viene rilevato il valore del parametro di indicizzazione (in alcuni casi la rilevazione è trimestrale oppure semestrale) per tutta la durata del titolo (ma bisogna stare attenti, perché recentemente sono stati emessi alcune obbligazioni in cui la rilevazione del parametro si ferma prima della scadenza – ad esempio il titolo scade nel 2005 ma il sottoscrittore ha diritto alla performance accumulata dal paniere solo fino al 2003).

Alla scadenza si procederà poi a calcolare la media di tutte le rilevazioni, per confrontarla con il valore iniziale del paniere: l'obbligazionista avrà diritto al riconoscimento della performance sotto forma di cedola premio finale (ovviamente è importantissimo verificare nel regolamento se si ha diritto al 100% della performance o solo ad una parte limitata). Proviamo a vedere in concreto che cosa succederà alla scadenza nel caso di un titolo con rendimento minimo del 10%, ipotizzando un valore iniziale del paniere pari a 1000. Se il valore medio finale del paniere sarà inferiore a 1100, la cedola premio sarà del 10%, altrimenti sarà uguale alla performance del paniere.

Di conseguenza, se ipotizziamo un indice che continua a crescere in maniera lineare, alla scadenza del prestito sarà riconosciuta solo la metà della performance finale. Se però l'indice dovesse salire per i primi anni, per poi crollare negli ultimi mesi e trovarsi alla scadenza del titolo al di sotto del suo livello iniziale, all'obbligazionista sarebbe comunque riconosciuto un buon rendimento.

In sintesi, rispetto all'investimento azionario puro questi titoli presentano caratteristiche decisamente meno speculative:

è meno importante la scelta del momento in cui si entra e si esce dai mercati, perché comunque si otterrà una performance uguale alla media dei vari rendimenti mensili.

4.2.2. Rischi e rendimenti

Il risparmiatore abituato unicamente al mercato obbligazionario non deve comunque sottovalutare la rischiosità di questo prodotto: non esiste niente che dia il rendimento dei Bot se va male e quello della Borsa se va bene. Dove esiste una buona cedola, la partecipazione all'incremento del paniere è minima. Più spesso invece non sono previste cedole, l'eventuale rendimento minimo è molto basso e verrà incassato solo a scadenza.

Bisogna poi ricordare che la garanzia del rendimento minimo esiste solo per chi acquista i titoli al momento della loro emissione. Se invece le obbligazioni vengono acquistate in Borsa, a prezzi che in alcuni casi sono ben superiori a 100, la garanzia del totale recupero del capitale investito viene a mancare. Chi ad esempio acquistasse il titolo Mediobanca indicizzato alle telecomunicazioni europee, con scadenza luglio 2001 al prezzo di 115, correrebbe un rischio massimo di perdita pari al 15 per cento (dato che nel peggiore dei casi il titolo rimborserà 100).

Nel caso di titoli emessi da almeno un anno, quando i mercati azionari erano molto più bassi, la quotazione attuale di Borsa non garantisce neppure la restituzione integrale del capitale investito.

Ripetiamo ancora che questi titoli devono essere considerati come strumenti con un profilo di rendimento ma anche di rischio a metà strada tra obbligazioni ed azioni: delle prime si ha la garanzia di rimborso del capitale investito (ovvero l'immunizzazione da eventuali cali dei prezzi di Borsa), del secondo la possibilità di forti guadagni in caso di deciso apprezzamento del parametro. Solo per i titoli non quotati è infine presente un rischio di liquidità (difficoltà nel rivendere il titolo in tempi rapidi).

Per concludere, la valutazione finale del titolo dipende da tre fattori principali: parametro di indicizzazione, rendimento minimo (o rischio massimo di perdita per i titoli acquistati sopra alla pari) e possibilità di apprezzamento della componente azionaria.

Per quanto riguarda quest'ultima, bisogna ricordare che per la maggior parte dei titoli quotati, si sono già avute sensibili variazioni nel valore del paniere rispetto a quello iniziale: è quindi importante sapere quale sarebbe la cedola premio se il mercato dovesse rimanere ai valori attuali. In molti casi bisogna rilevare come i prezzi dei titoli obbligazionari quotati siano saliti in modo non proporzionale alla variazione media del parametro di indicizzazione: di conseguenza adesso sono relativamente più convenienti di quanto non lo fossero al momento in cui sono stati emessi.

4.3. COMMODITY LINKED BOND

I commodity linked bonds sono titoli obbligazionari che consentono di accoppiare alla sicurezza dell'investimento la possibilità di ottenere grandi guadagni puntando sull'apprezzamento di una determinata commodity (tra le commodity rientrano materie prime, metalli preziosi e merci in genere). Infatti oltre a garantire la sicurezza del capitale investito assicurano in alcuni casi un tasso minimo (di norma molto inferiore a quello dei titoli di Stato a pari scadenza) e un premio calcolato in funzione degli apprezzamenti della materia prima in questione. Solitamente questo premio viene distribuito «una tantum», in sede di rimborso del capitale investito.

Il mercato. Attualmente per il piccolo risparmiatore non è semplice accedere al mercato delle commodities. Al di fuori dei prodotti derivati (opzioni e futures) trattati su diverse piazze internazionali e nell'attesa che anche in Italia si diffondano fondi comuni specializzati su questo mercato, l'investitore può solamente scegliere fra cercarsi un commodity pool (ovvero un fondo comune che investe nel mercato delle commodities) al di fuori dei confini oppure puntare sul rialzo delle materie prime attraverso un commodity linked bond.

4.3.1. Rischi e vantaggi.

Supponiamo di trovarci in una situazione in cui il ciclo economico è in piena fase di espansione, la ripresa in corso sta surriscaldando l'economia, gli occhi di tutti sono concentrati su un probabile ritorno dell'inflazione e i consumi tirano, stimolando la domanda di materie prime. Aggiungiamoci il fatto che la crescente domanda di finanziamenti abbia generato un forte trend ribassista nel mercato obbligazionario e inoltre si cominci a temere che l'aumento del costo del denaro possa deprimere i profitti delle aziende e quindi i corsi azionari. Come garantirsi un buon rendimento se dovessero scendere sia obbligazioni che azioni? La soluzione può essere quella di puntare sulle commodities, il cui andamento è di norma anticiclico e legato a quello dell'inflazione su base mondiale.

Come nel caso più generico degli index bonds, questi strumenti sono particolarmente speculativi, collocandosi come profilo rischio-rendimento a metà strada tra l'investimento obbligazionario tipico e quello diretto in materie prime. In particolare del primo si ha la garanzia del totale rimborso del capitale investito (ovvero l'immunizzazione da eventuali svalutazioni della commodity su cui si punta), del secondo la possibilità di forti guadagni in caso di deciso apprezzamento del parametro. Da questo punto di vista, un elemento molto importante da valutare è il grado di partecipazione all'andamento del prezzo della materia prima su cui si investe. Di norma, quanto più questo sarà elevato, tanto minore il tasso d'interesse garantito.

Inoltre bisogna ricordare la pressoché totale assenza di un mercato secondario, che rende alquanto problematica la vendita dei titoli qualora i mercati non dovessero rispondere alle aspettative.

I commodity index bonds trovano la propria funzione principale in un'ottica di diversificazione degli investimenti, risultando particolarmente interessanti nel caso di aspettative di crescita dell'inflazione. In prospettiva, un'espansione di questo mercato pari almeno a quella degli index bonds consentirebbe anche al piccolo risparmiatore italiano la possibilità di diversificare il proprio portafoglio tra le tre grandi componenti che fanno parte di ogni corretta asset allocation sui mercati finanziariamente più evoluti (azioni, obbligazioni e commodities). Inoltre strumenti di questo tipo possono risultare utili anche per chi volesse unicamente speculare sul prezzo delle materie prime, senza però sottoporsi al rischio di prendersi in carico interamente le fluttuazioni di prezzo.

4.4. I TITOLI INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE

Sui mercati finanziari internazionali sta gradualmente prendendo piede un nuovo tipo di strumento finanziario, i titoli «ad indicizzazione reale», il cui rendimento è direttamente legato all'andamento del costo della vita.

Il rendimento può essere offerto sulle cedole, sul mantello oppure su entrambi, a seconda del meccanismo di indicizzazione. Si può così andare da titoli di tipo «zero coupon», emessi con un tasso d'interesse sensibilmente inferiore a quelli di mercato incorporato nel prezzo di emissione e la possibilità di rivedere periodicamente il montante finale (in funzione del confronto fra tasso di emissione e tasso di inflazione), fino a titoli emessi e rimborsati alla pari ma con una cedola che paga un determinato «spread» al di sopra del tasso d'inflazione.

Questo genere di valori mobiliari ha già avuto in Italia un importante precursore nei Ctr, emessi nel 1981 ma subito abbandonati. Ora però, sulla scia di un rinnovato interesse per la lotta all'inflazione e del successo di analoghe esperienze estere, il Tesoro sta prendendo nuovamente in considerazione l'idea, mentre è già presente da alcuni mesi sul mercato un'emissione di tipo «corporate», effettuata cioè da un'azienda (precisamente dalla società Autostrade).

All'estero storicamente il principale emittente di inflation-linked bonds è la Gran Bretagna. Introdotti per la prima volta dal governo Thatcher, come parte di un programma volto a convincere gli investitori della serietà delle sue intenzioni deflattive (infatti più l'inflazione è elevata, maggiori sono i costi legati al pagamento degli interessi per il Tesoro). Il successo di questi titoli, che hanno riempito i portafogli dei fondi pensione, ha portato ad una politica di continue emissioni che ha fatto sì che attualmente il 15% del debito inglese sia indicizzato all'inflazione. Sulla scia del successo inglese, in tempi più recenti anche gli Stati Uniti, assieme a Canada e Svezia si sono lanciati in un programma di titoli a rendimento reale (negli Usa i cosiddetti Tips si stanno diffondendo in modo estremamente rapido), mentre è recente la notizia che anche il governo francese stia studiando l'emissione di titoli di questo tipo.

4.4.1. I vantaggi

Per quanto riguarda gli investitori privati, un primo vantaggio evidente è dato dalla certezza di conseguire a scadenza un determinato incremento nella propria ricchezza reale. Anche se teoricamente lo stesso risultato è replicabile con strategie alternative (a partire da quella più semplice consistente nel comprare Bot a 3/6 mesi e continuare a reinvestirli), i titoli indicizzati all'inflazione sono gli unici a garantire la perfetta protezione del potere di acquisto dei risparmi degli investitori.

Tali vantaggi risultano ancor più evidenti se ci si pone in un'ottica previdenziale. La presenza in portafoglio di titoli a rendimento reale facilita l'ottenimento dell'obiettivo primario del risparmio di questo tipo, ovvero garantire la tutela del proprio potere di acquisto alla fine della carriera lavorativa. Questo vale per i privati ma ancora di più per i fondi pensione, che potrebbero così creare schemi a prestazione definita in termini di rendimento reale.

Dal punto di vista dell'emittente, si verrebbe inoltre ad eliminare il cosiddetto «rischio da inflazione» incorporato nei prezzi. Nell'acquistare titoli a reddito fisso, infatti, il mercato richiede un premio dovuto non solo all'inflazione attesa ma anche alla sua variabilità. Il Tesoro attraverso l'emissione di inflation-linked bonds potrebbe quindi ottenere un sostanziale risparmio nel costo dell'indebitamento.

Inoltre, se emessi dallo Stato questi titoli potranno avere un importante valore «segnalatico» dell'intenzione di lottare seriamente contro l'inflazione (come fece la Thatcher alcuni anni orsono).

4.4.2. I rischi

Innanzitutto, come per tutti gli strumenti innovativi, un primo problema è spesso quello della scarsa negoziabilità (ad eccezione dei titoli di Stato inglesi e statunitensi). Ad esempio, i titoli della società Autostrade di cui abbiamo parlato sono poco liquidi, essendo finiti per la maggior parte nei portafogli di investitori istituzionali, e soprattutto dei fondi pensione. Ma anche per i Ctr il mercato secondario è sempre stato poco movimentato. I titoli a rendimento reale sono infatti destinati soprattutto ad investitori finali, intenzionati a detenerli a scadenza, e di conseguenza poco adatti ad operazioni di trading.

Un secondo problema è legato alla non uniformità nel tempo dei proventi. Chiaramente questi titoli non sono adatti per chi abbia l'esigenza di disporre di un flusso monetario costante nel tempo ma piuttosto per chi ha come obiettivo

primario quello di conservare il proprio potere di acquisto.

Inoltre questi titoli, data la loro particolare natura, potranno trovare una collocazione problematica sul mercato: sono infatti «battibili» dai Bot in periodi di alta inflazione e dai titoli a reddito fisso in quelli di disinflazione.

In concreto, la loro attrattività è quindi limitata ad una particolare «nicchia» di investitori, che desiderano ancorare perfettamente all'inflazione almeno una determinata percentuale del proprio portafoglio, ovvero garantirsi un rendimento reale minimo (per capire l'importanza di ciò si pensi al caso del Giappone, in cui recentemente per diversi periodi si sono visti tassi reali vicino allo zero).

CURRICULUM DI LORENZO IORI

Lorenzo Iori, 31 anni, socio Siat ed Assoconsulenza, ex-responsabile ufficio studi di Murchio Sim ed ora analista strategico per il servizio private banking di Banca Akros, collaboratore periodico della Stampa oltre che occasionale di altre testate giornalistiche nazionali, esperienze di analisi tecnica e macroeconomica.