



DACCI OGGI IL NOSTRO BOND QUOTIDIANO(17/06/2010)

Nonostante il termine “reddito fisso” il mondo dell’obbligazionario può essere infido e pieno di incertezze. Sono molti gli elementi da valutare quando si costruisce un portafoglio obbligazionario: l’emittente, il tipo di titolo, la scadenza, il tasso, il regolamento del prestito... Vi è spesso, da parte di molti risparmiatori, una esagerata approssimazione nel costruirsi un portafoglio.

Due le tentazioni più comuni. **La prima, e la più diffusa, è quella di scegliere i titoli in base a quelli che gli intermediari e gli emittenti promuovono come “titolo” da piazzare del momento.**

Acquistare un’obbligazione non è come acquistare l’ultimo modello di autovettura che presenta nell’ultima versione la sintesi dello stato dell’arte di quella casa automobilistica in quella categoria e cilindrata. Eppure molti risparmiatori valutano le obbligazioni con lo stesso criterio: le obbligazioni appena emesse (e più pubblicizzate da banche e intermediari poichè sul collocamento ci guadagnano il loro chip) sono quelle che sollevano mediamente il maggior interesse.

La pubblicità, si sa, è l’anima del commercio e capita così che se una banca o una società emette un titolo che per esempio rende il 2%, promuovendolo adeguatamente, ci saranno molti risparmiatori che valuteranno di sottoscriverlo mentre invece sul mercato potrebbero acquistare un altro titolo, magari sempre dello stesso emittente con scadenza simile e stesse caratteristiche, con rendimento nettamente superiore a quello “fresche fresche”. Senza dover pagare commissioni implicite legate al collocamento del titolo che vengono riconosciute a chi piazza il titolo e che spesso il risparmiatore scopre quando il titolo viene quotato e quota magari 2 o 3 punti sotto il prezzo di acquisto.

Ma evidentemente i titoli già quotati sul mercato non vengono pubblicizzati e l’emittente non ha alcun interesse a promuovere quello che è già stato quotato, essendo interessato piuttosto alla “carne fresca” (e i nuovi collocamenti portano soldi a tutti gli intermediari che li collocano e spingono).

Il mercato secondario dell’obbligazionario (che per definizione è il luogo dove sono trattati i titoli già in circolazione, che vi rimangono fino alla loro eventuale scadenza) per queste ragioni è spesso più interessante di quello primario (il mercato delle emissioni e dei collocamenti). Capita invece che quasi a ogni collocamento di bond, accompagnato da una pubblicità spesso invasiva, molti risparmiatori ci chiedano un parere sul titolo sulla “rampa di lancio” come se si trattasse ogni volta di un’occasione “prendere o lasciare”.



E' il caso ora del bond emesso da Barclays in questi giorni “**Barclays Bank EUR 7 Years Fixed Floater Notes**” (ISIN IT0006715483) che prevede un **rendimento fisso del 2%** per i primi due anni e poi un **rendimento indicizzato all'Euribor a 3 mesi + 0,45%** per i successivi cinque anni con cedole trimestrali.

E' un affarone? Nell'articolo completo riservato agli utenti abbonati ai nostri servizi esaminiamo questo titolo e lo confrontiamo con altri.

Subordinato sarà lei...

In questo Report rispondiamo anche a un risparmiatore che ci domanda lumi su un bond che ha in portafoglio in discreta quantità . Si tratta delle obbligazioni Royal Bank Of Scotland 5,5% che attualmente quotano circa 42 e il risparmiatore ha pagato 52 convinto di aver fatto un buon affare, considerata la cedola e l'emittente.



Quello che ha acquistato è un titolo in realtà molto particolare poichè si tratta di un titolo cosiddetto “perpetual” oltre che “subordinato”. Esistono, infatti, obbligazioni di diverso tipo. Quelle semplici come un gelato alla vaniglia (“plain vanilla”) che rappresentano i titoli più facili da capire: si acquista un'obbligazione che pagherà durante la sua vita una cedola e alla scadenza rimborserà il capitale.

E poi esistono altre obbligazioni più particolari e complicate, come quella che ha sottoscritto questo risparmiatore, che non hanno alcuna scadenza (ovvero il capitale potrebbe non essere restituito mai) ma che pagano cedole molte più generose dei titoli “normali”. Ma che peràin determinate condizioni (le famose clausole di subordinazione) potrebbero non pagare nemmeno le cedole se il bilancio della società non lo consente, quasi fossero un'azione; a differenza di una azione, però², hanno un valore nominale e l'emittente ha la facoltà , ma non l'obbligo, di rimborsarle integralmente da una certa data in avanti.

I **titoli perpetual** (che chi ha studiato ragioneria ricorderà come le *obbligazioni irredimibili*) sono, infatti, obbligazioni che non hanno scadenza e che possono essere emesse dalle banche. Si tratta di titoli ibridi che la normativa bancaria internazionale ha ammesso per consentire alle banche di rafforzare il proprio patrimonio considerando questi debiti come capitale proprio in una certa proporzione.

Come incentivo per i sottoscrittori vi è il tasso d'interesse che è più alto di quello del mercato e sembrano perciò adatti a chi ha orizzonti temporali d'investimento lunghissimi (come i fondi pensione) e aspira a una corposa rendita annua, detenendoli stabilmente (...”finche morte non vi separi...”) in portafoglio.

In realtà quasi tutti questi titoli prevedono anche un meccanismo di “call”, ovvero l'opzione che si riserva l'emittente di rimborsarli anticipatamente e non renderli così “perpetui”. In ciascun regolamento di questi titoli sono spiegate infatti le condizioni secondo le quali l'emittente si riserva, magari a una certa data, l'opzione di rimborsare al nominale (100) il titolo oppure di tenere in vita come perpetual in qualche caso modificando magari la cedola.

Molti bond perpetual, emessi negli scorsi anni fra il 2011 e il 2014 per esempio, che attualmente pagano un tasso fisso, potranno essere o rimborsati totalmente oppure diventare dei titoli perpetual callable con cedola a tasso variabile più un corposo spread. Ma il libretto d'istruzione di questi titoli è molto più complicato di quello delle obbligazioni normali.

Questi titoli, oltre a non indicare la data di scadenza, sono anche “subordinati”. Ovvero in caso di fallimento il rimborso è postergato rispetto agli altri creditori. Quindi, in caso di liquidazione dell'ente emittente, il debito sarà rimborsato solo dopo che sono stati soddisfatti tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati.

sono, infatti, obbligazioni che non hanno scadenza e che possono essere emesse dalle banche. Si tratta di titoli ibridi che la normativa bancaria internazionale ha ammesso per consentire alle banche di rafforzare il proprio patrimonio considerando questi debiti come capitale proprio in una certa proporzione. Come incentivo per i sottoscrittori vi è il tasso d'interesse che è più alto di quello del mercato e sembrano perciò adatti a chi ha orizzonti temporali d'investimento lunghissimi (come i fondi pensione) e aspira a una corposa rendita annua, detenendoli stabilmente (...”finche morte non vi separi...”) in portafoglio.

In realtà quasi tutti questi titoli prevedono anche un meccanismo di “call”, ovvero l'opzione che si riserva l'emittente di rimborsarli anticipatamente e non renderli così “perpetui”. In ciascun regolamento di questi titoli sono spiegate infatti le condizioni secondo le quali l'emittente si riserva, magari a una certa data, l'opzione di rimborsare al nominale (100) il titolo oppure di tenere in vita come perpetual in qualche caso modificando magari la cedola.

Molti bond perpetual, emessi negli scorsi anni fra il 2011 e il 2014 per esempio, che attualmente pagano un tasso fisso, potranno essere o rimborsati totalmente oppure diventare dei titoli perpetual callable con cedola a tasso variabile più un corposo spread. Ma il libretto d'istruzione di questi titoli è molto più complicato di quello delle obbligazioni normali. Questi titoli, oltre a non indicare la data di scadenza, sono anche “subordinati”. Ovvero in caso di fallimento il rimborso è postergato rispetto agli altri creditori. Quindi, in caso di liquidazione dell'ente emittente, il debito sarà rimborsato solo dopo che sono stati soddisfatti tutti gli altri creditori non ugualmente subordinati.

Ma il grado di subordinazione non riguarda solo un “fattaccio” come può essere il caso di default ma anche il pagamento delle cedole. L'emittente può sospendere, a termini di regolamento, il pagamento delle cedole nel caso in cui non dia dividendi, ma deve comunque sottostare a determinate condizioni.

I gradi di subordinazione di un'obbligazione sono perciò diversi e a ogni livello corrisponde un rapporto rischio/rendimento differente.

In ordine di rischio (dalla meno alla più rischiosa) ecco la scala Mercalli di questi titoli.

TIPOLOGIA DI TITOLO	NEL CASO DI INSOLVENZA...	SI PUO' PERDERE UNA CEDOLA?	SI PUO' DIFFERIRE UNA CEDOLA?	SCADENZA FINALE	PERDITA IN CONTO CAPITALE
Senior	difficile perdita significativa ma comunque privilegio nel rimborso dell'eventuale attivo	no	no	presente	no
Tier 3	possibile perdita significativa	no	sì	presente	no
Lower Tier 2	possibile perdita significativa	no	no	presente	no
Upper Tier 2	possibile perdita significativa	no	sì	presente	no
Tier 1	possibile perdita totale	sì	sì	non presente	sì

Senior: rappresentano una delle più diffuse fonti di finanziamento per gli istituti di credito. In virtù¹ delle loro caratteristiche contrattuali, infatti, esse sono particolarmente indicate per tutti quegli investitori che intendono cautelarsi contro il rischio di mancato rimborso da parte dell'emittente. Questo perchè, nel caso in cui quest'ultimo si trovi in situazione di insolvenza, esse conferiscono un diritto al rimborso del capitale e degli interessi prioritario rispetto alle obbligazioni subordinate ma successivo rispetto alle obbligazioni garantite.

Tier 3: è la forma più recente e rara di obbligazioni subordinate. La durata minima è due anni. Il pagamento del capitale e degli interessi può essere sospeso (ma non cancellato) solo nel caso in cui il capitale dell'emittente scenda sotto i limiti di legge; in tale situazione gli interessi diventano cumulativi. L'emittente non può utilizzare questi titoli per far fronte alle perdite e ripristinare il capitale necessario alla prosecuzione dell'attività. In caso di liquidazione, il livello di subordinazione è lo stesso delle Lower Tier II.

Lower Tier 3: è la categoria più diffusa tra i titoli subordinati. La loro durata è di almeno 5 anni, con opzione di rimborso anticipato esercitabile successivamente al quinto anno. Le cedole devono essere sempre pagate, a meno di insolvenza della società; il capitale non può subire decurtazioni se non in caso di liquidazione societaria. In caso di default vengono pagati dopo i senior.

Upper Tier 2: hanno una durata di almeno 10 anni. A fronte di perdite dell'emittente, questi può sospendere il pagamento degli interessi; in questo caso, però², le cedole non vengono cancellate e saranno pagate in via cumulativa nel primo anno di esercizio in utile... In caso di liquidazione societaria queste obbligazioni sono privilegiate rispetto alle azioni e alle Tier I.

Tier 1: è la tipologia più rischiosa, assimilabile ad un'azione di risparmio e con questo tipo di bond l'emittente può non dare corso ad alcuni pagamenti senza che ci sia evento di fallimento. Non ha scadenza ma è prevista la facoltà dell'emittente di rimborsare il titolo da una certa data in avanti. In caso di andamenti negativi della società con assenza di dividendi può essere sospeso il pagamento degli interessi e in tale ipotesi le cedole sono, nella maggior parte dei casi, cancellate. Se le perdite causano la diminuzione del capitale sociale sotto i limiti di legge, l'emittente ha facoltà di utilizzare questi titoli per proseguire l'attività. I possessori di tali obbligazioni, in caso di liquidazione dell'emittente, sono privilegiati solo rispetto agli azionisti.

Nei portafogli obbligazionari consigliati da BorsaExpert.it (portafogli modello) e MoneyExpert.it (consulenza personalizzata) per questo motivo valutiamo molto attentamente il tipo di obbligazioni da inserire e se vogliamo inserire un'obbligazione subordinata cerchiamo di prestare attenzione a tutte le caratteristiche. E nel

caso delle obbligazioni “perpetual” le consigliamo solo a fronte di Clienti che ne hanno chiari non solo i pro (negli scorsi mesi si trovavano diverse occasioni interessanti con un’alta probabilità di assistere alla conversione al nominale di alcune emissioni) ma anche i contro.

Si tratta, infatti, di titoli per la maggior parte dei casi poco liquidi (e trattati quindi sull’OTC, ovvero su mercati non regolamentati, dove possono accedere non tutti i risparmiatori visto che molte piattaforme o banche non consentono di poterli trattare) e con una volatilità veramente paurosa. Negli ultimi due anni alcuni di questi titoli sono arrivati anche a perdere l’80% del loro valore per poi triplicare le quotazioni. Vanno maneggiati quindi con estrema cura e sono consigliabili solo a risparmiatori che con una propensione al rischio alta.

E sotto la definizione ampia di “perpetual” si possono quindi trovare titoli ancora allettanti a fianco di titoli molto rischiosi e ricchi di insidie.

Se leggerai l’articolo completo (e sei abbonato o abilitato quindi ad accedere alla parte Premium di MoneyReport.it) esamineremo il caso del bond RBS 5,5% perpetual (codice Isin XS0205935470), che si paga “solo” 42, ma forniremo anche un giudizio su un bond senior di recente emissione: il **Barclays Bank EUR 7 Years Fixed Floater Notes**”, (ISIN IT0006715483) che prevede un **rendimento fisso del 2%** per i primi 2 anni e poi un **rendimento indicizzato all’Euribor a + 0,45%** per i successivi 5 anni con cedole trimestrali.

Un bond perpetual di RBS sotto la lente.

Come giudicare una obbligazione che vale circa 40 e rende il 5,5% lordo con la possibilità che possa essere ritirata dalla società a 100? Un rendimento immediato netto annuo, quindi, di quasi il 12% che potrebbe anche raddoppiare nel caso di rimborso anticipato (un’opzione prevista nel regolamento di questa perpetual). Si tratta di un affarone o il mercato dà il giusto prezzo a questo bond RBS 5,5% perpetual (codice Isin XS0205935470)?

Riguardo l’emittente (Royal Bank of Scotland) ne abbiamo parlato diffusamente [in un altro articolo](#). Di fatto è un emittente finito sotto l’ala pubblica inglese a causa di una gestione e di una politica di acquisizioni un po’ troppo ardita e fondata molto sulla leva finanziaria. Non è quindi proprio il fior fiore della solidità (lo dimostrano anche gli ultimi bilanci) ma nemmeno un titolo spazzatura. Non faremmo comunque incetta di titoli di questo emittente come abbiamo spiegato nel pezzo sopra citato.

Riguardo le caratteristiche di questo bond è molto importante conoscere bene cosa dice il regolamento per scoprire che in fondo la quotazione del titolo non è poi coos “regalata” e se un titolo ha un prezzo apparentemente “assurdo” qualche ragione c’è...



“Il problema – spiega **Giovanni Ponzetto, strategist obbligazionario di Tokos** - è lo strumento. Questa particolare RBS è un Tier I che a norma del piano di ristrutturazione non pagherà cedole per i prossimi due anni; questo non è il particolare sfavorevole, ma lo è il fatto che a differenza di altri perpetui, dalla prima data di call (ovvero quando l'emittente può decidere se rimborsare il capitale al nominale oppure mantenerlo quotato) questo bond NON diventa un tasso variabile più spread adeguato, ma resta tasso fisso al 5,5% di cedola, per sempre. E occorre tenere conto che il BTP a lunga scadenza (2040) rende il 5,25% lordo... e scade (!!!)”.

Salvo default, infatti, il Btp restituirà al termine del periodo 100 mentre questo bond RBS potrà non avere mai scadenza e pagare un rendimento (nemmeno certo dato le caratteristiche di questo regolamento) nemmeno molto allettante rispetto a quello di altri perpetual (con emittenti magari migliori, possibilità di rimborso maggiori e rendimenti più generosi).

“Se io fossi l'emittente – aggiunge Ponzetto – ed i tassi di mercato rimanessero questi, non eserciterei, infatti, mai il rimborso anticipato, ma mi comprerei le obbligazioni sul mercato a questi prezzi per annullarle, dato che ogni 1.000 di nominale farei un utile di 570!!!”.



In conclusione il prezzo di questo bond è sicuramente un po' compresso ma quella che detiene questo risparmiatore è un'obbligazione solo di nome: “ha bisogno di 4 anni di cedole per tornare dove l'ha pagata, quindi tendenzialmente se il prezzo rimane così lui rivedrà i suoi fra 6 anni (due anni a zero, cedole sono già certe)” e non è una bellissima prospettiva. Insomma il prezzo attuale ci sta tutto e non è proprio un affarone.

Il bond emesso da Barclays: molto rumore per (quasi) nulla...



Come solidità e valutazione, restando sempre in Gran Bretagna, l'emittente Barclays si colloca un gradino leggermente superiore a Royal Bank of Scotland. E' una banca anche questa che negli anni passati ha utilizzato la leva finanziaria in modo selvaggio e ha avuto necessità dell'intervento pubblico, ma le cure sembrano dare risultati più veloci di quelli necessari a Rbs per quanto è ancora in “cura”.

Cosa dire del bond in collocamento in queste settimane, ovvero il **Barclays Bank EUR 7 Years Fixed Floater Notes**", (ISIN IT0006715483)? Ricordiamo che si tratta di un investimento obbligazionario con cedole trimestrali che offre un **rendimento fisso del 2%** per i primi due anni e un **rendimento indicizzato all'Euribor a 3 mesi + 0,45%** per i successivi cinque anni.

Il nostro parere sintetico è che c'è di meglio e il rendimento offerto è veramente scarso: sul mercato secondario ci sono altri titoli Barclays (e non è comparabili come tipo di emittente) migliori. Solo qualche mese fa la stessa Barclays aveva emesso un altro bond con scadenza 2/3/2020 (ISIN IT0006712951) che paga il 7% fisso il primo e poi pagherà l'euribor + 0,6%. E si paga ora (dato che è già quotata) a 98,25 contro i 100 del collocamento della nuova. E non è nemmeno su quella scadenza la migliore scelta.

“Sul mercato OTC c'è addirittura un bond sempre di Barclays (ma taglio minimo 50.000) – aggiunge Ponzetto – che costa circa 91,50, che rende quasi il doppio. Con l'Euribor a tre mesi a 0,71%, quella sull'Euromercato renderebbe il 2,4% comprandola a 91,5; la nuova Barclays, comprandola a 100, renderebbe 1,4%”.

Come tasso fisso con scadenza intorno al 2017, se si vuole guardare fra i bancari nostrani, si possono ottenere sul mercato rendimenti dal 3 al 4% con emittenti come Banco Popolare o Unicredit. Sempre di Barclays c'è un'obbligazione con scadenza 2017 a tasso fisso 4% (ISIN XS0479945353) che rende circa il 3,4% netto.

Per ottenere un rendimento netto del 3,4% col nuovo bond Barclays appena collocato occorrerebbe che l'Euribor (attualmente attorno allo 0,73%) aumenti al 3,96% in media dal 2013 al 2017. Tutto è certo possibile ma forse, al momento attuale, tale probabilità sembra ancora lontana ed è prematuro buttarsi su titoli a tasso variabile soprattutto se pagano uno spread così risicato.

In conclusione questo bond non è nulla di eccezionale, anzi. E stupisce che diversi risparmiatori chiedano lumi. Ma è la forza della pubblicità e dei collocamenti (chi le piazza avrà diritto a un bel 3,5% di commissione e quindi è comprensibile un certo impegno).

Risparmiatore avvisato, mezzo salvato.