



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI  
M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

**CRISI FINANZIARIA:  
valutazione e controllo dei titoli in portafoglio**

**La scelta dei titoli in cui investire:  
il rapporto rischio rendimento**

Umberto Carugati

---

14 febbraio 2012 - Sala Convegni – Corso Europa,11 Milano



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# Caratteristiche del mercato obbligazionario

---

# Panoramica della struttura del mercato obbligazionario (Europeo)

- Titoli Governativi: Paesi core, Paesi semi-core, Paesi periferici
- Emittenti Sub-Sovereign: Emittenti Sovranazionali & Agencies
- Government Guaranteed bonds
- Covered bonds
- Senior unsecured:
  - Financials & Corporate
    - ✓ Investment Grade
    - ✓ High Yield
- Titoli Subordinati
- Organismi europei:
  - EFSF (European Financial Stability Facility)
  - ESM (European Stability Mechanism)

# Bond Governativi

- I **Paesi "core"**, ovvero quelli che presentano la maggiore affidabilità a livello macroeconomico, sono Germania, Francia, Olanda, Austria, Finlandia e Lussemburgo.
- I **Paesi "semi-core"**, rappresentati principalmente da paesi quali Belgio, Spaga e Italia sono quelli che presentano una rischiosità in termini di solvibilità mediamente contenuta e comunque non presentano rischi immediati di default.
- I **Paesi "periferici"** (ovvero Portogallo, Irlanda; e Grecia) sono quelli che hanno visto rapidamente degenerare la loro posizione all'interno dell'area euro in termini di solvibilità.

## Covered bonds

I Covered bonds (in Italia sono denominate Obbligazioni Bancarie Garantire OBG) costituiscono una particolare asset class all'interno del panorama obbligazionario.

A livello comunitario, con questo termine (Covered bond) ci si riferisce ad obbligazioni emesse da istituti di credito con sede statutaria in uno Stato membro europeo e soggetti a controllo pubblico ai fini della tutela dei detentori di tali obbligazioni, il cui pagamento dei flussi cedolari ed il rimborso del capitale sono garantiti da una parte dell'attivo della banca emittente segregato presso una società veicolo (lo SPV Special Purpose Vehical), società veicolo che si pone come garante del pagamento dei flussi del bond.

Questa tipologia di obbligazioni rappresenta nel nostro Paese una novità piuttosto recente, disciplinata per la prima volta dall'art.7 bis della Legge 30 aprile 1999, n. 130 ed introdotta dal decreto sulla competitività del maggio 2005.

## Senior unsecured bonds (ovvero non assistiti da particolari garanzie)

Tale categoria rappresenta il debito che in caso di default dell'emittente viene rimborsato solo dopo il rimborso dei creditori preferenziali e il debito "secured" (ovvero quello assistito da particolari garanzie). Tale segmento viene generalmente suddiviso in due macro aree, i titoli cd "Financials" ed i "Corporate".

Nell'area dei Financials sono compresi i titoli emessi da banche ed assicurazioni, ed in generale da enti di natura finanziaria.

L'area Corporate comprendiamo invece tutti i titoli emessi da società industriali, come ad esempio Fiat, General Electric ed altre aziende.

A livello generale, questi titoli saranno suddivisi al loro interno tra:

- titoli "investment grade", ovvero titoli con rating maggiore o uguale a BBB-/Baa3. In questa area è possibile trovare una moltitudine di strutture, dai cosiddetti titoli plain vanilla (ovvero a tasso fisso o variabile) ai titoli strutturati (ovvero titoli le cui cedole e/o capitale è indicizzato a determinati parametri reali o finanziari;

- titoli "High yield", cioè i titoli che hanno un rating minor a BBB-/Baa3, essendo quindi connotati da un elevato grado speculativo. Ad esempio questi titoli non possono essere acquistati dalla maggior parte dei fondi di investimento. Nella maggior parte dei casi la struttura di questi titoli è molto semplice, quindi a tasso fisso o indicizzati al Libor o Euribor.

## I titoli Subordinati

Un titolo di debito si dice **subordinato** quando, in caso di messa in liquidazione dell'ente emittente, il titolo viene rimborsato (nel capitale e nelle cedole) solo dopo che tutti i debiti NON subordinati (senior) vengono rimborsati, ma prima del capitale sociale rappresentato dalle azioni.

L'emissione di questi strumenti di debito ha avuto come obiettivo principale l'adeguamento alla normativa europea in merito ai cosiddetti "Coefficienti di solvibilità" che hanno imposto determinati rapporti tra capitale della banca ed il totale degli impieghi, ponderato quest'ultimo in relazione al livello di rischio delle diverse categorie che lo compongono.

# Analisi del singolo titolo obbligazionario

- Operativamente, e soprattutto per i titoli non plain vanilla, è di *importanza fondamentale analizzare in modo approfondito il regolamento del titolo.*
- Attraverso questa analisi è possibile cogliere degli elementi importanti ai fini del pricing del titolo, e quindi poter vedere se il titolo è prezzato in modo corretto sul mercato.

## Analisi negoziabilità e clausole:

- livello di subordinazione (posizione del debito in caso di insolvenza)
- opzioni call/put
- ammontare emesso,
- taglio minimo negoziabile ed eventuale mercato di quotazione
- spread all'emissione

## Tipologia di struttura del titolo:

- plain vanilla
- strutturato su tassi di interesse; su inflazione, su basket di equity/indici azionari, ecc., informazioni indispensabili per avere una visione chiara dei parametri che determineranno l'ammontare delle cedole future, la date di fixing dei parametri, gli strike price delle opzioni incorporate nel titolo, la descrizione stessa delle opzioni, eventuali floor, cap o cedole minime garantite.

# Qualche domanda

- Quanto varrà il titolo che oggi acquisto il giorno in cui vorrò venderlo?
- Come reagirà il titolo che detengo in portafoglio a fronte di possibili variazioni dei tassi di interesse?
- Come posso proteggermi da tali variazioni?
- Come posso confrontare titoli con diverse cedole e diversa scadenza?



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# Titoli obbligazionari: analisi e valutazione

---

# Analisi di un investimento finanziario

## Tre elementi fondamentali:

- Rendimento
- Rischio
- Liquidità

# Rendimento

Rendimento di una generica attività finanziaria:

$$R = R_{fr} + \alpha + L$$

$R_{fr}$  = rendimento attività "free-risk" (rend. Gov., tassi swaps)

$\alpha$  = premio per il rischio (spread)

$L$  = premio per la liquidità

Strumenti per il calcolo dei rendimenti attività reddito fisso:

- rendimento effettivo a scadenza, rendimento di periodo
- tassi spot, forward
- adjusted simple margin (per titoli a tasso variabile)

# Valutazione del rendimento del titolo obbligazionario

- Titoli Zero coupon e Titoli a tasso fisso bullet
  - Tasso effettivo di rendimento a scadenza (TRES)
- Titoli a tasso variabile bullet
  - Tasso di rendimento a cedola costante
  - Tasso di rendimento calcolato sulla base dei tassi forward (tassi impliciti/tassi attesi)
- Titoli callable:
  - Tasso effettivo di rendimento alla data di Call (YIELDTO CALL)
  - Tasso effettivo di rendimento alla scadenza naturale del titolo (TRES)

## Rendimento di titoli obbligazionari: rendimento effettivo a scadenza (TRES)

E' rappresentato dal "**tasso interno di rendimento**" o **internal rate of return (IRR)**: è il tasso che eguaglia la somma dei valori attuali dei flussi di cassa del titolo al valore corrente dello stesso (prezzo complessivo)

Tale parametro è riferibile ad ogni genere di investimento che preveda una serie di flussi di cassa periodici futuri a fronte di un esborso iniziale definito.

Per i titoli obbligazionari solitamente ci si riferisce a due tipi di flussi futuri:

C = cedole

V = capitale rimborsato

# Rendimento effettivo: esempio di calcolo e significato

## Caratteristiche titolo obbligazionario

Durata	2 anni
Cedola annua	5% (pagata annualmente)
Modalità di rimborso	unica soluzione a scadenza
Prezzo di rimborso	100
Prezzo d'acquisto	97,00

## - calcolo rendimento effettivo

periodo	flusso	VA flusso al 6,65%
0	-97,00	-97,0000
1	5	4,6882
2	105	<u>92,3140</u>
		<b>0,0022</b>

## - significato

rendimento annuo in conto interessi (cedola)	5,15	cioè	5/0,97
rendimento annuo in conto capitale	<u>1,50</u>	cioè	(100-97)/2
	6,65		

# TRES: considerazioni

Le **caratteristiche** di questa misura di rendimento sono le seguenti:

- presuppone il reinvestimento delle cedole allo stesso tasso TRES.**
- presuppone la detenzione del titolo fino a scadenza e la conoscenza esatta dei flussi di cassa (cedole fisse).**

Tale misura di rendimento **NON è adottabile** per:

- titoli indicizzati (floater e strutturati)**
- titoli con rimborso non definito (perpetual bonds)**
- titoli venduti prima della scadenza (occorrerebbe stimare la data ed il prezzo di vendita)**

**Il TRES è generalmente influenzato dai seguenti fattori:**

- scadenza del titolo**
- solvibilità/rating dell'emittente**
- eventuali opzioni presenti**
- liquidità del titolo**

In definitiva si tratta di una **misura "ex-ante" del rendimento del titolo in ipotesi di detenzione fino a scadenza**. Mentre la reale misura ex-post sarà data dal **rendimento** ottenuto in base alle reali condizioni di mercato di reinvestimento delle cedole.

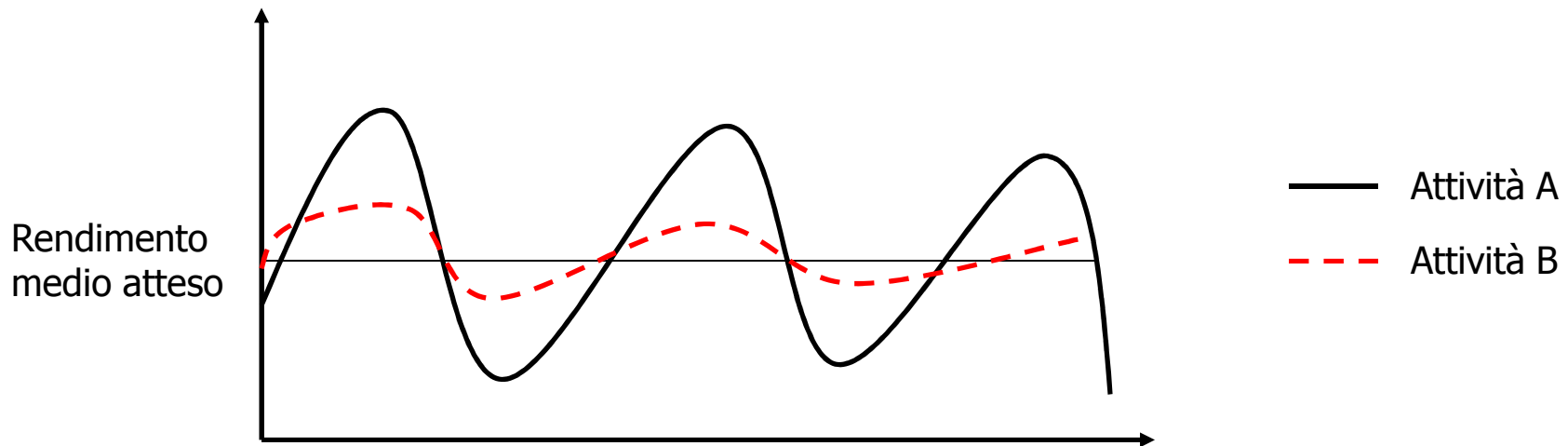
# Rischio: definizione e stima

Definizione: *variabilità (volatilità) dei rendimenti intorno a valore medio atteso*

Il rischio è quindi una misura dell'incertezza delle previsioni formulate sui rendimenti attesi

Viene generalmente calcolata come deviazione standard (cioè con la radice della Varianza) e fornisce una misura di quanto siano diversi i valori assunti da una variabile rispetto alla sua media.

Un aumento della volatilità si traduce in un incremento del rischio.



## Comprendere i rischi prima di investire

Prima di investire è necessario comprendere i rischi degli investimenti obbligazionari:

- **Rischio di tasso di interesse**
- **Rischio di credito/default**
- **Rischio di liquidità**
- **Rischio valutario**

# Rischio di tasso di interesse

Uno dei rischi tipici di chi investe in bond è il **rischio legato alla dinamica dei tassi di interesse**, al quale si riconducono il **rischio di prezzo** e il **rischio di reinvestimento**.

- **Rischio di prezzo**

La *quotazione di un bond a tasso fisso si muove in direzione inversa rispetto ai tassi di interesse*: a una diminuzione dei tassi corrisponde un rialzo del prezzo dell'obbligazione e viceversa.

- **Rischio di reinvestimento**

Per quanto riguarda *le cedole periodicamente ricevute, siano esse fisse o variabili, nel caso di un ribasso dei tassi di mercato, saranno reinvestite a tassi via via più bassi e quindi anche il rendimento globale del titolo ne risentirebbe, risultando inferiore a quello originariamente previsto*.

# Rischio tasso di interesse: un esempio

	anni alla scadenza	cedola annua	prezzo TRES 5%	aumento rendimento dell'1%		diminuzione rendimento dell'1%		duration modificata
				prezzo TRES 6%	variazione prezzo	prezzo TRES 4%	variazione prezzo	
Bond A	2	5%	100	98,167	-1,833	101,886	1,886	1,859
Bond B	5	5%	100	95,788	-4,212	104,452	4,452	4,330
Bond C	10	5%	100	92,640	-7,360	108,111	8,111	7,722
Bond D	30	5%	100	86,235	-13,765	117,292	17,292	15,372

Quando i tassi di interesse salgono, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono, al contrario, quando i tassi diminuiscono, i prezzi aumentano. Maggiore è il tempo alla scadenza di un'obbligazione, maggiore è il rischio di tasso di interesse.

*Il prezzo di un titolo varia in direzione opposta rispetto alla variazione del tasso di rendimento*

Tramite l'indicatore **Duration** è possibile ottenere una misura (approssimata) della volatilità del titolo di riferimento (o di un portafoglio titoli).

**La duration è la durata media finanziaria di un titolo** è anche una buona misura della sensibilità del prezzo a variazioni del TRES.

## Rischio credito/default

Prima di procedere a un investimento obbligazionario è fondamentale informarsi sul *grado di affidabilità dell'emittente* e della sua capacità di rispettare gli impegni contrattuali (capacità di rimborsare gli interessi e/o il capitale avuto a prestito). Tale fattore viene racchiuso nel concetto di **rischio di credito (o rischio emittente)**. Indicazioni sulla bontà dell'emittente possono essere ricavate dai giudizi di rating, che agenzie indipendenti specializzate nella valutazione delle società mettono a disposizione del pubblico. Le tecniche effettuate per eseguire la valutazione del rating si basano, ad esempio, sul grado di indebitamento, sul livello di redditività e l'ammontare della capitalizzazioni. Inoltre, si considerano anche fattori relativi al settore in cui l'impresa opera. Nel caso poi di titoli di Stato, si prendono in esame la stabilità politica, la politica economica e la produzione nazionale. Il *rating* influenza il tasso di rendimento: più un emittente è poco affidabile, maggiore è il rischio credito ad esso associato; più basso sarà, quindi, il livello di rating sull'emittente e maggiore sarà il rendimento richiesto dagli investitori per sottoscrivere i titoli.

# Rischio di liquidità

Con ***rischio di liquidità*** si intende la **facilità con la quale un titolo può essere negoziato sul mercato.**

Possiamo definire un titolo liquido se è possibile negoziare un quantitativo normale del titolo velocemente e a un prezzo uguale a quello corrente che il titolo aveva prima della conclusione della transazione.

*Strumenti per l'osservazione/misurazione del grado di liquidità di uno strumento a reddito fisso:*

- dimensione degli scambi di mercato secondario
- ampiezza emissione
- numero di market maker/operatori coinvolti
- bid/ask spread
- trasparenza quotazioni su circuiti efficienti

## Rischio valutario

Altro elemento che risulta di una certa rilevanza, in epoca di globalizzazione dei mercati, è il **rischio di cambio** o **rischio valutario**, relativo ai **titoli espressi in una valuta diversa da quella dell'investitore**, che si manifesta quando l'investitore riceve quanto a lui dovuto, a titolo di interesse o di capitale, in una moneta straniera e deve convertire tali somme in moneta domestica. In particolare, l'investitore è soggetto al **rischio di svalutazione della moneta straniera** che si ripercuote in maniera negativa sull'importo ricevuto in moneta nazionale.

## Rischio: considerazioni

*Non esistono investimenti completamente privi di rischio e questo vale anche per le asset class e i mercati apparentemente più conservativi.*

*Generalmente gli investimenti più redditizzi sono anche i più rischiosi. Il maggior rendimento dovrebbe compensare il maggior rischio sostenuto.*

Per poter scegliere tra i diversi strumenti finanziari a disposizione è necessario capire quanto si è disposti a rischiare

*La domanda da porsi non è come evitare il rischio bensì come riuscire a gestirlo individuando il giusto equilibrio che ci soddisfi in termini di rendimento atteso.*

## Investimenti obbligazionari e rischio

I titoli obbligazionari sono considerati meno rischiosi rispetto ai titoli azionari perchè vi è l'impegno dell'emittente di restituire il valore nominale del titolo a scadenza e di pagare periodicamente gli interessi (cedole) previsti

Storicamente il mercato obbligazionario è stato meno sensibile alle oscillazioni del prezzo cioè è stato meno volatile del mercato azionario.

I rendimenti medi degli investimenti obbligazionari sono stati storicamente più bassi, ma più stabili, dei rendimenti medi del mercato azionario.

Quando il mercato percepisce il rendimento di un'obbligazione essere troppo basso, il suo prezzo scenderà per portare il rendimento in linea con le aspettative del mercato o dei tassi di interesse prevalente.

## Alcune regole per mitigare i rischi

- *Diversificare*: quando si costruisce un portafoglio, diversificare è una vera e propria regola d'oro.

Concentrare tutto il capitale su un unico strumento o mercato finanziario è rischioso in quanto si rimane eccessivamente legati, nel bene e nel male, alle sorti di quest'ultimo.

- *Investire con regolarità*: entrare nel mercato con "piccole" somme a intervalli (più o meno) regolari può trasformare nel tempo i tuoi risparmi in un grande capitale.

In tal modo si scongiura il rischio di acquistare nel momento sbagliato, tipico di chi investe in un'unica soluzione.

Nel lungo periodo si ottengono guadagni più stabili, si contiene il prezzo medio d'acquisto, trasformando le fasi negative in opportunità.

# Emittente IntesaSanpaolo: i livelli di subordinazione

Titolo	Livello di seniority	Rendimento
5% Gennaio 2021	Covered	5.36%
4.125% 2020	Senior	5.73%
5.15% 2020	Lower Tier 2	6.85%
9.5% Perpetuo (callable 2016)	Tier 1	15.5% (alla call)

**Covered Bond** (nella normativa italiana: Obbligazione Bancaria Garantita): in caso di fallimento, il rimborso dell'obbligazione e' garantito da un pool di attivi appositamente identificati per lo scopo.

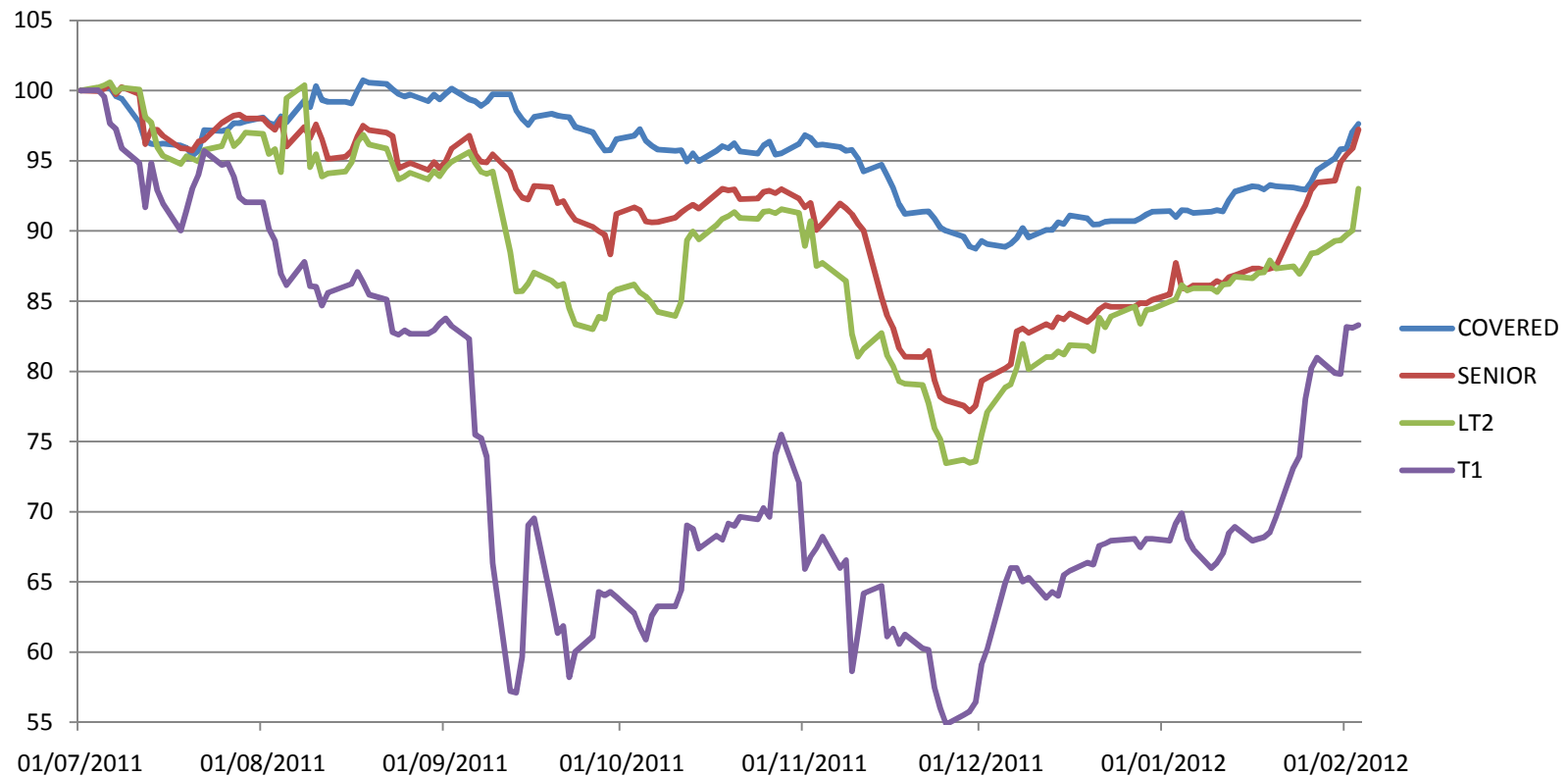
**Senior:** una volta soddisfatti i crediti dei detentori di covered bond, gli obbligazionisti senior sono la categoria generalmente piu' vasta di creditori di una banca (e anche l'unica con qualche speranza di rivedere parte del proprio capitale in un fallimento)

**Lower Tier 2:** emessi per motivi regolamentari sotto Basilea 2, avranno poco spazio sotto Basilea 3. Non c'e' discrezione nel rimborso di cedole e capitale; tuttavia, in caso di fallimento, il rimborso e' subordinato alla soddisfazione dei creditori senior.

**Tier 1:** titoli di capitale. Apparentemente obbligazioni, espongono in realta' a rischi da azionista. Le cedole sono discrezionali (e pagate solo a condizione che la banca produca utili/paghi dividendi). Sono perpetui (anche se esistono date di richiamo alle quali l'emittente rimborsera' il capitale solo se autorizzato dall'autorita' di vigilanza).

# Volatilita'

Il differente rendimento e' spiegato dal diverso livello di rischio di credito, che si riflette in un reattivita' del prezzo





ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# Come si gestisce un portafoglio

---

## 2011: performance review

Obbligazionario	Rendimento
GB	+17.5%
USA	+10.4%
Emergenti valuta forte	+8.2%
EURO Governativi	+1.5%
Italia	-5.6%
Grecia	-61.8%

Corporate	Rendimento
Non Financials	+3.8%
Financials	-0.4%
High Yield	-2.0%
Subordinati Finanziari	-7.9%
Tier1	-14.1%

Fonte dati:  
Bloomberg,  
EFFAS, BofA,  
JPMorgan  
Aggiornati al  
31/12/2011

# La costruzione di un portafoglio obbligazionario: processo d'investimento

Bond / Cash Allocation

Currency Allocation

Country Allocation

Corporate High Grade  
& High Yield Allocation

Duration Target

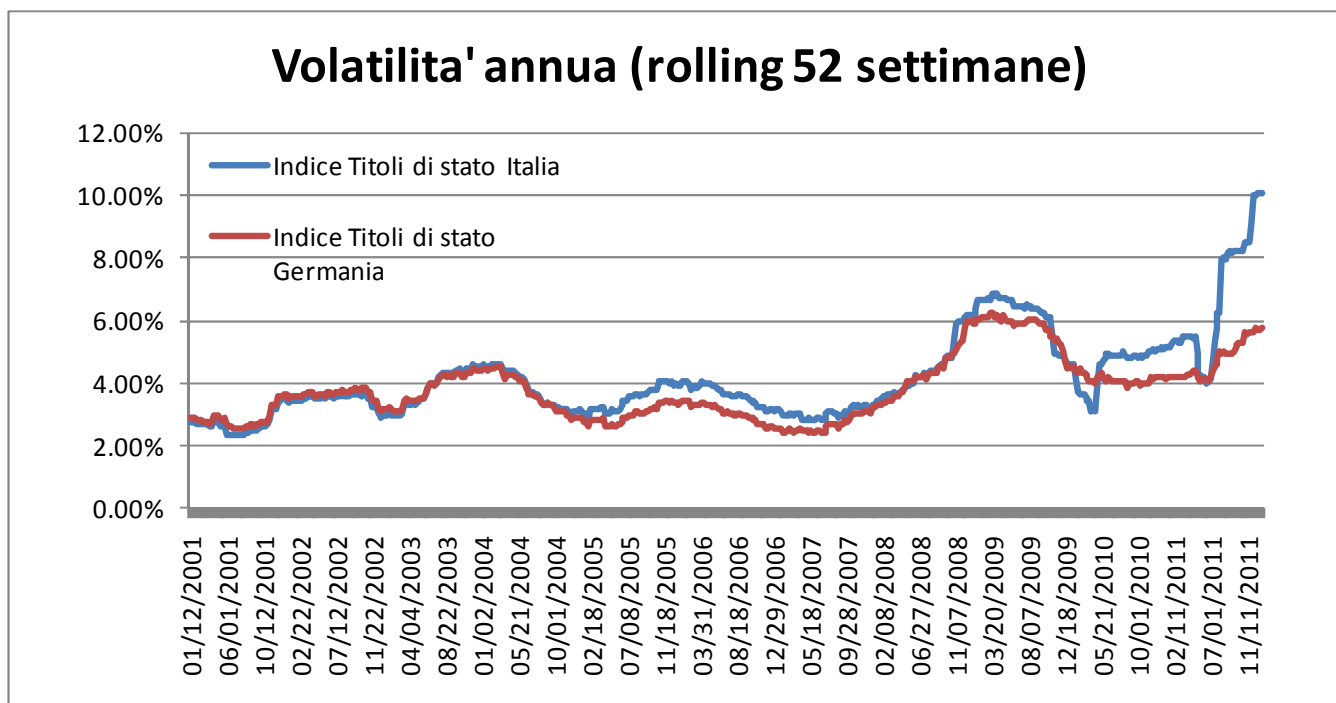
# La crisi e l'impatto sui portafogli

- **Compressione delle opportunità risk-free:** restano solo pochi paesi che offrono sicurezza ma nessun rendimento o comunque rendimenti vicini allo zero
- **Cambiamenti strutturali nell'obbligazionario Euro :**
  - esplosione della volatilità
  - enorme dispersione dei rendimenti (Irlanda +11%, Grecia -60%)
  - aumenta correlazione con azionario (ovvero, in un anno pessimo per l'azionario, magri rendimenti anche sull'obbligazionario)

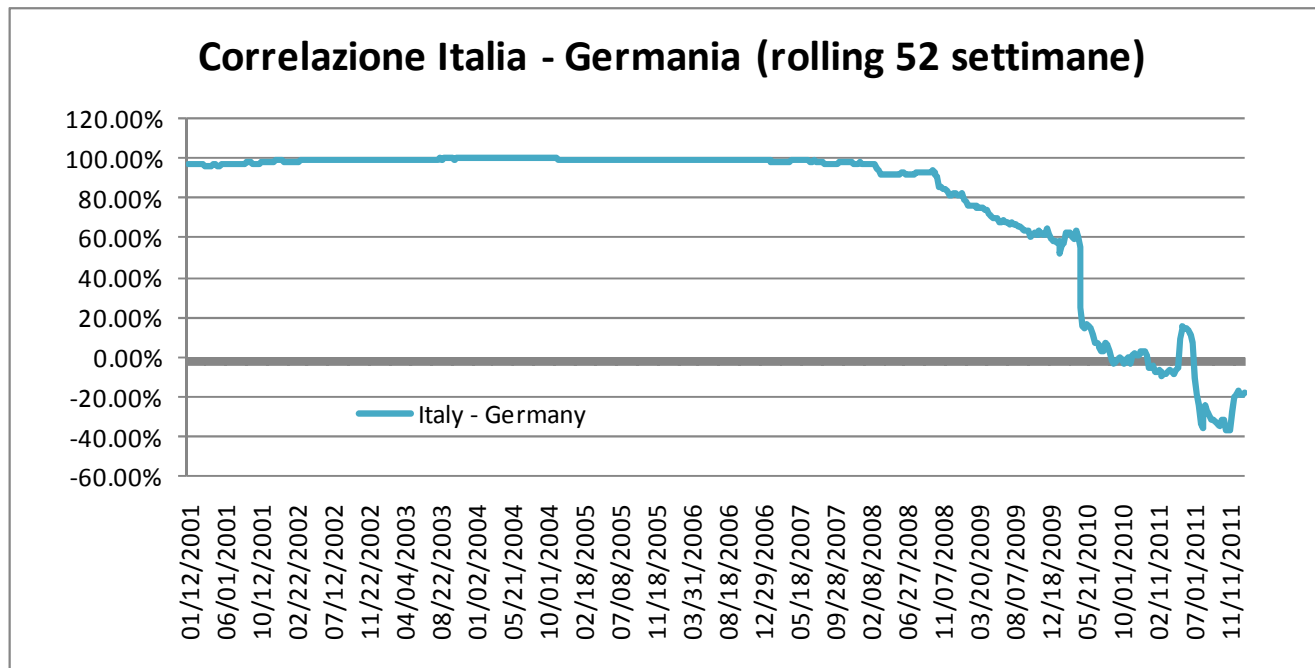
→ **IMPLICAZIONI PER LA GESTIONE PASSIVA: la selezione del benchmark diventa molto più complessa e delicata** (si pensi alla differenza tra chi aveva un benchmark solo AAA, e chi invece aveva anche paesi della periferia)

→ **IMPLICAZIONI PER LA GESTIONE ATTIVA: aumentano le variabili da gestire:** non bisogna essere solo bravi sul tasso ma anche sul rischio di credito governativo

# I BTP proiettati su un nuovo livello di rischio (il triplo della media pre 2008)



# Correlazione BTP – Bund completamente saltata



■ **IMPLICAZIONE PESANTE PER L'ASSET ALLOCATION** → le matrici di correlazione sono tutte "da buttare" così come tutte le analisi storiche di rischio/rendimento!

# Possibili soluzioni

## ▪ **Soluzione 1: Diversificare al di fuori dell'Euro**

Ci aiuta a proteggere il nostro patrimonio ma:

- Richiede un livello di professionalità superiore a quello richiesto nel passato
- Espone l'investitore a un rischio valutario che molti non sono abituati/pronti a sopportare

## ▪ **Soluzione 2: seguire nel portafoglio Euro un asset allocation con un approccio "barbell", apparentemente più rischioso che in passato**

- **"zoccolo duro"**: strumenti a sicurezza massima (e basso rendimento)
- **"componente aggressiva"**: investimento contenuto in strumenti ad alto rischio/rendimento



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

S.A.F.  
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

# I diversi stili di gestione

---

# Categorie Assogestioni

## Azionario

*Mercato di quotazione, mercato dell'emittente e specializzazione settoriale*

- > Italia
- > Area euro
- > Europa
- > America
- > Pacifico
- > Paesi emergenti
- > Paese
- > Internazionali
- > Energia e materie prime
- > Industria
- > Beni di consumo
- > Salute
- > Finanza
- > Informatica
- > Servizi di telecomunicazione
- > Servizi di pubblica utilità
- > Altri settori
- > Altre specializzazioni

## Bilanciati

*Proporzione della componente azionaria*

- > Bilanciati azionari (50% - 90%)
- > Bilanciati (30% - 70%)
- > Bilanciati obbligazionari (10% - 50%)

## Flessibili

Nessun fattore di rischio comune

## Liquidità

*Valuta di denominazione, merito di credito dell'emittente e duration < 0.5 anni*

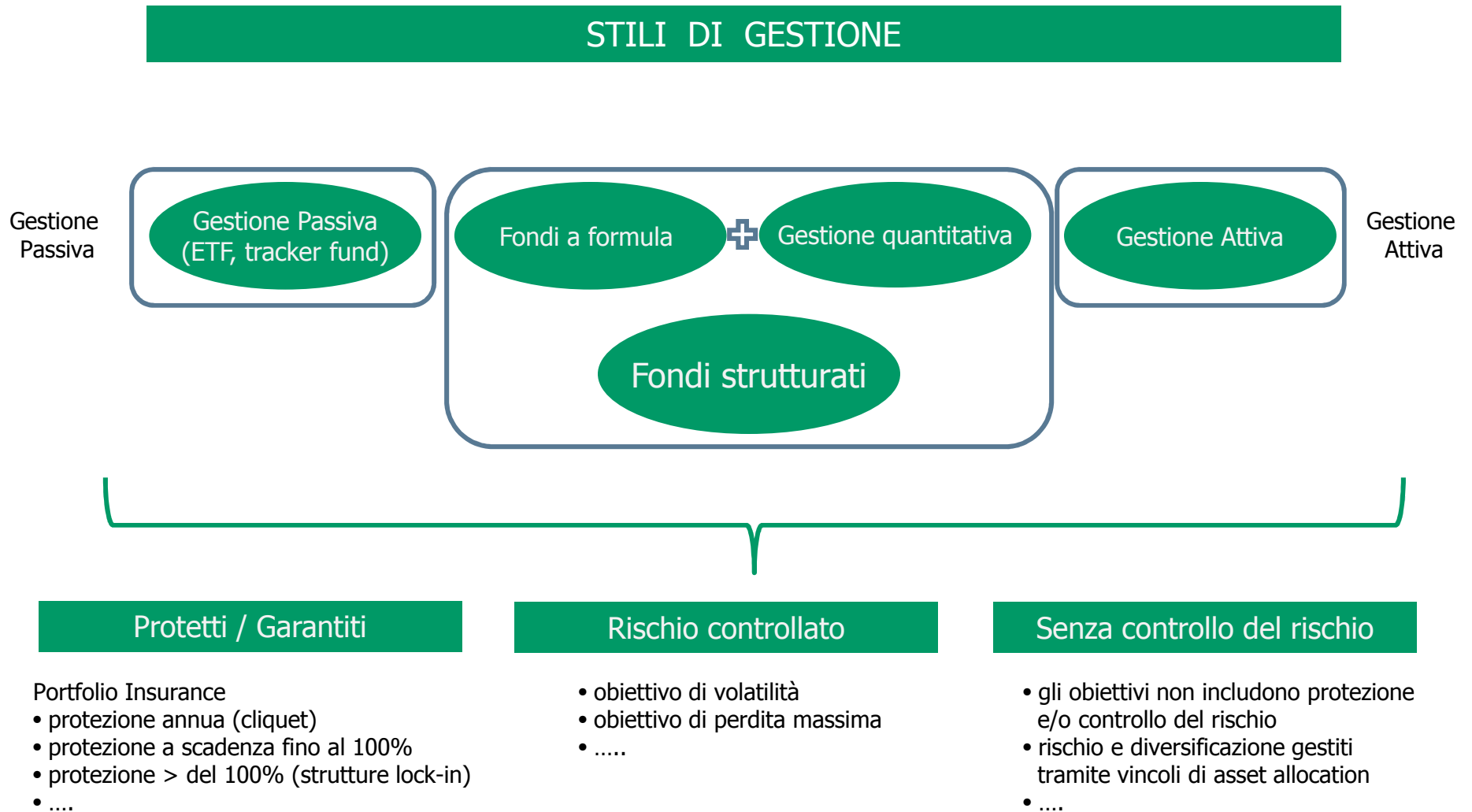
- > Area euro
- > Area dollaro
- > Area yen
- > Altre valute

## Obbligazionario

*Valuta di denominazione e duration del portafoglio*

- > Euro governativi breve termine
- > Euro governativi medio/lungo termine
- > Euro corporate investment grade
- > Euro high yield
- > Dollaro governativi breve termine
- > Dollaro governativi medio/lungo termine
- > Dollaro corporate investment grade
- > Dollaro high yield
- > Internazionali governativi
- > Internazionali corporate investment grade
- > Internazionali high yield
- > Yen
- > Paesi emergenti
- > Altre specializzazioni
- > Misti
- > Flessibili

# I diversi stili di gestione dei fondi



# Piramide del rischio

Le principali tipologie di strumenti finanziari ordinate in base al loro tipico profilo di rischio/rendimento

