

INFORMAZIONI SUGLI STRUMENTI FINANZIARI AI SENSI DELL'ART. 31 DEL REGOLAMENTO CONSOB 16190/2007

14. Obbligazioni strutturate

14.1 Caratteristiche dei Titoli di debito (obbligazioni)

Acquistando titoli di debito si diviene finanziatori della società o degli enti che li hanno emessi e si ha diritto a percepire periodicamente gli interessi previsti dal regolamento dell'emissione e, alla scadenza, al rimborso del capitale prestato.

I titoli di debito si caratterizzano per:

- a) la durata prestabilita: è noto il momento nel quale il prestito verrà rimborsato;
- b) il tasso di interesse prestabilito: è noto il tasso di interesse, e/o il parametro di riferimento in base al quale verrà calcolato, che verrà periodicamente corrisposto sotto forma di cedola prima della scadenza oppure, in unica soluzione alla scadenza.

Con riferimento ai titoli di debito, il rischio che le società o gli enti finanziari non siano in grado di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale prestato si riflette nella misura degli interessi che tali obbligazioni garantiscono all'investitore. Quanto maggiore è il tasso d'interesse che l'emittente corrisponde all'investitore rispetto ai tassi di interesse prevalenti sul mercato, tanto maggiore è la probabilità che la società emittente i titoli di debito possa incontrare difficoltà a pagare gli interessi o a rimborsare il capitale.

L'interesse

Nel caso di titoli di debito, occorre considerare il concetto di interesse, inteso come remunerazione del capitale. Ad esempio, se un'obbligazione ha una cedola del 6% annuo, pagabile in rate semestrali, vuol dire che ogni 100 euro

di capitale investito, il possessore del titolo incasserà 3 euro ogni sei mesi. E' da tenere presente che gli interessi maturano giorno per giorno e vengono distribuiti sotto forma di cedola periodicamente, per cui, in caso di compravendita dell'obbligazione, il venditore e il compratore del titolo si dividono gli interessi maturati nel periodo di riferimento (rateo) sino al momento dell'acquisto, in proporzione al periodo di detenzione del titolo stesso.

Si distinguono titoli a tasso fisso e titoli a tasso variabile. I titoli a tasso fisso forniscono interessi fissi sotto forma di cedole periodiche (generalmente semestrali o annuali) da incassare per la durata del prestito, mentre quelli a tasso variabile forniscono interessi sotto forma di cedole periodiche (generalmente semestrali o annuali), variabili secondo un parametro di riferimento che può essere ad esempio un tasso interbancario (Euribor, Libor), il tasso di un titolo di Stato, o il tasso di una Banca Centrale, l'inflazione oppure un indice di borsa.

I titoli a tasso variabile tendono ad avere oscillazioni dei prezzi contenute, mentre i titoli a tasso fisso subiscono movimenti dei prezzi anche molto elevati.

A seconda della modalità di calcolo degli interessi avremo:

obbligazioni a tasso fisso

Sono obbligazioni che remunerano l'investimento ad un tasso di interesse fisso stabilito prima dell'emissione;

obbligazioni a tasso variabile

Sono obbligazioni che remunerano l'investimento ad un tasso di interesse variabile. Il tasso varia a determinate scadenze temporali seguendo i tassi di mercato. Il loro prezzo di mercato non risente, o risente in modo solo marginale, della variazioni dei tassi di interesse (in quanto è la cedola ad adeguarsi alle nuove condizioni di mercato). Le obbligazioni a tasso variabile quindi subiscono il rischio di oscillazione dei tassi in maniera lieve;

obbligazioni Zero-Coupon (o Zero-Coupon Bonds - ZCB)

Sono obbligazioni senza cedola (coupon) che non pagano periodicamente gli interessi ma li corrispondono unitamente al capitale alla scadenza del titolo;

rendite perpetue

Sono obbligazioni che corrispondono perpetuamente una cedola predefinita. Tali obbligazioni non presuppongono nessun rimborso a termine.

14.2 Caratteristiche degli strumenti finanziari derivati

I derivati sono strumenti finanziari il cui valore "deriva" dall'andamento del valore di un'attività, ovvero dal verificarsi nel futuro di un evento osservabile oggettivamente. L'attività o l'evento possono essere di qualsiasi natura o genere e costituiscono il cosiddetto sottostante del prodotto derivato.

Il valore dei prodotti derivati varia in funzione dell'andamento del sottostante, secondo una relazione, propria di ciascun derivato, rappresentata da una formula matematica. Nella maggior parte dei casi tale formula è molto complessa e richiede conoscenze matematiche di elevato livello.

È quindi necessario che l'investitore concluda operazioni aventi ad oggetto tali strumenti solo dopo averne compreso la natura ed il grado di esposizione al rischio che comportano. Si consideri che, in generale, la negoziazione di strumenti finanziari derivati non è adatta per molti investitori.

Sistema dei margini

Per minimizzare il rischio che coloro che hanno negoziato un contratto derivato non consegnino alla scadenza il denaro o l'attività sottostante, opera la cosiddetta Controparte Centrale del mercato (c.d. Clearing House) la quale ogni giorno obbliga gli intermediari, per conto dei clienti, a versare (o ritirare), quando necessario, delle somme proporzionali al controvalore oggetto del contratto derivato. Queste somme vengono chiamate "margini" e si suddividono in margini iniziali, margini giornalieri di variazione, margini aggiuntivi infragiornalieri, margini di chiusura.

Margini iniziali:

al momento di un acquisto o di una vendita in futures o di una vendita di opzioni, l'investitore deve versare, su apposito conto, un margine iniziale a garanzia del buon fine della transazione. Tale margine viene restituito alla chiusura della posizione. Il margine iniziale è di norma una percentuale del valore totale del contratto che può essere modificata in qualsiasi momento a seconda della volatilità del mercato.

Margini di variazione giornalieri:

al termine di ogni seduta di contrattazione, la Controparte Centrale, in relazione all'andamento del mercato, accredita (o addebita) agli intermediari la differenza positiva (o negativa) tra il prezzo del contratto del giorno precedente e il prezzo di chiusura ufficialmente registrato sul mercato (margine di variazione giornaliero).

Margini aggiuntivi infragiornalieri:

la Controparte Centrale ha la facoltà di richiedere dei margini aggiuntivi qualora durante la seduta le quotazioni registrassero oscillazioni elevate rispetto alla chiusura del giorno precedente; vengono calcolati in base all'esposizione complessiva dell'investitore, al netto dei margini già versati fino a quel momento. Tali margini devono essere versati esclusivamente in contante entro un breve termine contestualmente stabilito. La controparte centrale può sospendere le negoziazioni durante il periodo di richiesta.

Margini su consegna (solo per gli strumenti derivati la cui esecuzione prevede la consegna fisica del sottostante):

è il margine finalizzato a garantire dal rischio delle variazioni di prezzo dei titoli da consegnare, tra l'ultimo giorno di negoziazione del contratto ed il giorno di consegna del sottostante. Tali margini vengono:

- applicati alle posizioni rimaste aperte al termine dell'ultimo giorno di negoziazione il cui schema contrattuale prevede la consegna fisica dell'attività sottostante;
- svincolati successivamente all'adempimento da parte dell'aderente degli obblighi di consegna/ritiro in fase di liquidazione.

L'effetto "leva"

La possibilità di effettuare un investimento di elevato ammontare impiegando poco capitale (margine iniziale) viene definito "Effetto Leva".

L'effetto leva è presente nei strumenti finanziari derivati, dove il collegamento ad un'attività sottostante consente di impiegare una parte della somma che occorre per acquistare/vendere l'attività sottostante.

Più in particolare, per i contratti future, la leva è determinata dal rapporto tra il valore totale del contratto ed il margine versato. Più piccolo è il margine iniziale rispetto al controvalore del future, maggiore sarà l'effetto leva.

Tale effetto, a seconda dell'andamento dell'attività sottostante, potrà generare per il cliente perdite o profitti più che proporzionali rispetto alla variazione di prezzo dell'attività sottostante.

Il margine versato inizialmente, nonché gli ulteriori versamenti effettuati per mantenere la cosiddetta posizione aperta, potranno di conseguenza andare perduti completamente. Con riferimento ai futures, nel caso i movimenti di mercato siano a sfavore dell'investitore, egli può essere chiamato a versare fondi ulteriori con breve preavviso al fine di mantenere aperta la propria posizione in futures. Se

l'investitore non provvede ad effettuare i versamenti addizionali richiesti entro il termine comunicato, la posizione può essere liquidata in perdita e l'investitore diviene debitore di ogni altra passività prodottasi.

14.3 Caratteristiche delle Obbligazioni strutturate

le obbligazioni strutturate sono titoli di debito costituiti da una vera e propria obbligazione e da una o più componenti definite "derivative", cioè da strumenti finanziari derivati.

I detentori di tali titoli, quindi, sono soggetti sia ai rischi propri dei titoli di debito che a quelli della componente derivativa presente nell'obbligazione strutturata.

14.4 Fattori di rischio rilevanti

14.4.1 Il concetto di rischio/rendimento di uno strumento finanziario

In qualsiasi mercato la merce ha un prezzo. Questo vale anche per il mercato degli strumenti finanziari. Semplificando

al massimo, possiamo affermare che:

- la merce scambiata è il denaro rappresentato dallo strumento finanziario;
- le controparti del mercato sono due: chi, emettendo uno strumento finanziario, chiede soldi impegnandosi a restituirlo maggiorato di un rendimento; chi ha soldi da investire e li presta a patto di ricevere nel tempo, oltre al capitale investito, un rendimento (dividendi, cedole, crescita del valore dello strumento finanziario).

Nello scambio però, chi rischia è chi investe soldi. Infatti, è sempre possibile che chi ha emesso il titolo non mantenga, in tutto o in parte, l'impegno preso: questa possibilità costituisce il rischio dello strumento finanziario. Maggiore è tale possibilità maggiore sarà (o dovrebbe essere) il rendimento promesso dall'emittente. In altri termini: maggiore è il rendimento promesso dallo strumento finanziario maggiore è il rischio che lo caratterizza.

Occorre tuttavia essere a conoscenza di un'altra informazione fondamentale per comprendere se il rendimento offerto è espressione di particolare rischio: è necessario conoscere qual è il rendimento di strumenti finanziari per i quali è statisticamente basso il rischio che l'emittente non rispetti l'impegno preso. Il parametro più semplice è il tasso di interesse offerto sui titoli di Stato dei Paesi economicamente più affidabili. Per i titoli di questi Stati il rimborso del capitale e il pagamento può considerarsi quasi certo con probabilità vicine al 100%. Di conseguenza, a fronte del rischio quasi assente, il rendimento può essere considerato come parametro di riferimento attendibile.

Fermo quanto sopra, nella realtà i mercati finanziari sono molto più complessi. Tra l'emittente e l'investitore si frappongono soggetti che "intermediano" gli strumenti finanziari (tipicamente le Banche e le SIM). Detti soggetti possono anche perseguire finalità diverse rispetto alla mera ricezione di un rendimento connesso allo strumento finanziario. Stessa se non maggiore complessità si riscontra poi anche negli strumenti finanziari, tra i quali ve ne sono alcuni (gli strumenti finanziari derivati) la cui funzione è di speculare (e all'opposto proteggersi) circa il verificarsi o meno nel futuro di determinati eventi (cambiamenti di tassi di interesse, raggiungimento di indici di Borsa; etc.).

14.4.2 Rischio derivati

Il valore dei prodotti derivati varia in funzione dell'andamento dell'attività sottostante (e di altri parametri quali volatilità, il tempo residuo a scadenza ecc.), e secondo una relazione, diretta o indiretta, di proporzionalità, propria di ciascun derivato, rappresentata da una funzione matematica. Nella maggior parte dei casi tale funzione è molto complessa e richiede conoscenze matematiche di elevato livello. Ciò significa che occorre comprendere in primo luogo il genere di rischi afferente l'attività sottostante; in secondo luogo, la relazione matematica intercorrente tra tale attività ed il prodotto derivato; in terzo luogo se lo strumento finanziario risulta prezzato in modo equilibrato rispetto all'evento cui risulta collegato. Accertati questi elementi, occorre considerare che i prodotti derivati sono strumenti molto volatili, la cui quotazione può variare significativamente in un brevissimo lasso temporale. Occorre quindi tenere sotto controllo il loro andamento in continuazione.

Altro aspetto da tener presente è che alcuni strumenti finanziari appartenenti a tale categoria possono, in determinati scenari di mercato, comportare per l'investitore una perdita potenzialmente superiore al capitale investito.

È quindi necessario che l'investitore concluda operazioni aventi ad oggetto tali strumenti solo dopo averne compreso la natura ed il grado di esposizione al rischio che comportano. Si consideri che, in generale, la negoziazione di strumenti finanziari derivati non è adatta per molti investitori.

14.4.3 Rischio emittente

Per rischio emittente si intende la possibilità che l'emittente dello strumento finanziario non sia in grado di far fronte agli impegni (inteso sia come capitale e interessi, sia come dividendi e valore dello strumento). Per valutare se l'emittente è in grado di assolvere ai propri impegni, occorre analizzare i dati di bilancio, che possono fornire utili indicazioni, nonché seguire le prospettive del mercato in cui opera. Chi per mestiere svolge questo compito, oltreché le società di revisione, sono le agenzie di rating. Esse valutano le condizioni economiche anche in senso prospettico dell'emittente e trasformano il

risultato delle loro analisi in indici di affidabilità degli emittenti, secondo scale prefissate. Ad esempio, il rating emesso da Standard & Poor's e da Moody's varia tra un valore AAA (valore massimo di affidabilità dell'emittente) e un valore D (valore minimo, attribuito ad emittenti in condizione fallimentare). Diverse società, anche quotate sui mercati regolamentati, non sono classificate dalle agenzie di rating. Esse sono dette unrated, ma non necessariamente sono meno sicure di altre. Con riferimento ai titoli di capitale occorre tener presente che in caso di fallimento dell'impresa emittente, le azioni perdono generalmente tutto il loro valore. Le azioni tendono a svalutarsi altresì in caso di andamento negativo dell'economia, poiché gli investitori ravvisano un potenziale calo dei profitti. Con riferimento ai titoli di debito, il rischio che gli emittenti non siano in grado di pagare gli interessi o di rimborsare il capitale prestato si riflette nella misura degli interessi che tali obbligazioni promettono. Quanto maggiore è la rischiosità percepita dal mercato circa l'affidabilità dell'emittente tanto maggiore è il tasso d'interesse che l'emittente dovrà corrispondere all'investitore.

14.4.4 Rischio prezzo

Generalmente il prezzo di qualsiasi strumento finanziario varia in un determinato periodo di tempo, crescendo o diminuendo. La variazione del prezzo dipende da molteplici fattori, i principali dei quali sono l'andamento economico generale, le prospettive dell'emittente e l'andamento dei tassi di interesse di riferimento. L'ampiezza delle variazioni subite dal prezzo di un titolo in un determinato periodo di tempo è misurabile attraverso un indice statistico, chiamato volatilità. Maggiore è la volatilità di un titolo più elevata è la sua connotazione speculativa in termini di opportunità di profitto e di rischio di perdite. Normalmente le azioni nel loro insieme sono più volatili rispetto alle obbligazioni. Gli strumenti finanziari più volatili sono i derivati.

Un'opportuna diversificazione di portafoglio contribuisce a ridurre il rischio derivante da variazioni avverse di prezzo indotte da fattori specifici legati all'emittente.

14.4.5 Rischio liquidità

La liquidità di uno strumento finanziario consiste nella sua attitudine a trasformarsi prontamente in moneta senza perdita di valore.

Generalmente se il titolo non è negoziato in mercati regolamentati ovvero se su di esso vi sono pochi scambi, si può affermare che il titolo è poco liquido. La scarsa liquidità del titolo è sinonimo di scarso interesse da parte degli investitori, per cui non è semplice per gli intermediari trovare compratori o venditori. Per indurli occorre alzare o abbassare la quotazione in modo abbastanza rilevante e ciò può comportare una perdita inattesa.

14.4.6 Rischio di tasso

Il rischio di tasso di interesse di una obbligazione è costituito dalla possibilità che, successivamente alla sua emissione, cambi il tasso di interesse di riferimento del mercato (ad esempio il tasso fissato dalla Banca Centrale Europea - BCE) e quindi, in particolar modo per le obbligazioni a tasso fisso, il prezzo di tali obbligazioni diminuisca. La spiegazione di questo fenomeno è abbastanza semplice: si immagini di acquistare oggi un'obbligazione avente vita residua pari

a 3 anni con cedola fissa pari al 4%. Se il tasso d'interesse atteso dal mercato per titoli simili è pari al 4%, il prezzo di tale obbligazione sarà pari a 100. L'obbligazione frutta dunque interessi pari a quelli offerti dal mercato. Immaginiamo che domani, in seguito ad una decisione della BCE di alzare il costo del denaro, il tasso d'interesse atteso dal mercato salga di 0,25% e si attesti al 4,25%: saremmo detentori di un titolo che offre il 4%, contro un tasso di mercato del 4,25%, la nostra obbligazione frutta meno.

Quindi, un'obbligazione di durata analoga della nostra emessa successivamente e che costa sempre 100, dovrà avere un tasso cedolare del 4,25%.

Siccome nessuno sarebbe disposto a comprare per 100 un'obbligazione che frutta il 4%, il prezzo della nostra obbligazione diminuirà di quel tanto che la renderà finanziariamente equivalente all'obbligazione che rende il 4,25%. Semplificando al massimo, il prezzo della nostra obbligazione scenderà di 0,72 ossia la differenza di rendimento (pari a 0,25) moltiplicata per la sua duration (2,88 anni), e quindi da 100 scenderà a 99,28.

Nel caso di obbligazioni a cedola variabile il rischio di tasso è avvertito in misura nettamente inferiore, dipendendo dalla frequenza con la quale il parametro cui è allacciato il tasso variabile recepisce il cambiamento indotto dalla variazione dei tassi di riferimento. Ad esempio: si acquista un CCT il cui parametro per calcolare gli interessi semestrali è il tasso BOT semestrale di inizio periodo. Dopo un mese mutano i tassi di riferimento del mercato (ad esempio il tasso EURIBOR). Alla scadenza dei sei mesi, il detentore del titolo riceverà interessi pari ad un tasso che non è più quello di riferimento del mercato, quindi la cedola verrà pagata col tasso precedente, tuttavia per i successivi 6 mesi, il parametro sarà riallineato al tasso di riferimento del mercato.

14.4.7 Rischio reinvestimento

È il rischio che i flussi di cassa positivi ricavati da un investimento non possano essere reinvestiti nello stesso bene allo stesso tasso d'interesse. Solamente le obbligazioni senza cedola, chiamate zero coupon,

non sono soggette al rischio di reinvestimento, perché pagano gli interessi al momento del rimborso del capitale, cioè alla scadenza dell'obbligazione medesima.

14.4.8 Rischio rimborso anticipato

Nel caso in cui l'emittente si avvalga, ove previsto, della facoltà di esercitare il rimborso anticipato, l'investitore vede interrompersi il flusso degli interessi attesi. Generalmente il rimborso anticipato avviene perché l'emittente ha la possibilità di "sostituire" il proprio debito a condizioni di tasso a lui più vantaggiose. L'esistenza di una facoltà di rimborso anticipato a favore dell'emittente può altresì avere influenze negative sul prezzo, qualora il sottoscrittore intenda procedere alla vendita prima della scadenza del titolo; il sottoscrittore potrebbe subire quindi perdite del capitale.

14.4.9 Rischio cambio

Il valore dell'investimento in strumenti finanziari denominati in divisa diversa dall'euro è legato non solo alle fluttuazioni di prezzo dello strumento stesso, ma anche a quelle del tasso di cambio tra la valuta di emissione e l'euro (c.d. "rischio di cambio"). Il risultato dell'investimento potrebbe essere quindi sensibilmente diverso da quello desumibile dall'andamento dei prezzi dello strumento finanziario. Si evidenzia che i rapporti di cambio con le divise di molti paesi, in particolare di quelli in via di sviluppo, sono altamente volatili e che, comunque, l'andamento dei tassi di cambio può condizionare, anche in modo consistente, il risultato complessivo dell'investimento.