

05 – Gli strumenti finanziari: le Obbligazioni

Definizione

ATTIVITA' FINANZIARIA: un rapporto contrattuale nel quale entrambe le prestazioni delle parti in causa sono denominate in moneta e scadono in tempi diversi. Un' **attività finanziaria** prevede quindi un trasferimento di potere d'acquisto contro una o più prestazioni future di segno opposto (TUF).

Elementi fondamentali che contraddistinguono un'attività finanziaria:

- **Natura del contratto sottostante** → rapporto di:
 - Credito
 - Partecipazione
 - Assicurazione
 - Gestione del Rischio

- **Tempo** → distanza temporale che separa le due prestazioni
- **Rischio** → derivante dalla distanza temporale delle due prestazioni nonché dalla rinuncia ad esercitare il potere d'acquisto
- **Interesse** → come «ponte» tra somme in tempi diversi e quindi inteso anche come remunerazione per chi cede il proprio potere d'acquisto
- **Informazione** → utilizzate da entrambi gli operatori
- **Natura monetaria** → è la moneta che è utilizzata come veicolo per trasmettere ed esprimere il potere d'acquisto

Come classificare gli strumenti finanziari

Caratteristiche Formali	Caratteristiche Economiche
Rapporto contrattuale del sottostante	Rendimento
Natura dell'emittente	Rischio
Valuta di denominazione	
Tasso d'interesse	
Durata	
Negoziabilità	
Trattamento fiscale	

Caratteristiche Formali

Rapporto contrattuale sottostante	1. Indebitamento, 2. Partecipazione, 3. Assicurazione e 4. Copertura e trasferimento del rischio.
Natura dell'emittente	Fornisce già un'idea di che soggetto sia il debitore (Rischio di controparte)
Valuta di denominazione	Moneta in cui è espresso il rapporto di credito (Rischio di mercato).
Tasso d'interesse	Prezzo nominale che il debitore deve pagare nei contratti di indebitamento.
Scadenza e/o durata	Durata formale prevista del contratto, può essere determinata o indeterminata.
Negoziabilità	Uno strumento può essere negoziabile nei mercati preposti o non negoziabile (deposito bancario).
Trattamento fiscale	Serve a determinare il reddito netto dell'investitore e ovviamente cambia a seconda dello strumento considerato.

Caratteristiche Economiche

Rendimento	Rischio
------------	---------

Rendimento:

A parole: il rendimento nel periodo t è il rapporto tra la somma incassata e quella spesa.

In formula:
$$i_t = \frac{(P_1 - P_0) + CF_t}{P_0}$$

Componenti del Rendimento:

- Il compenso per la rinuncia al potere d'acquisto
- Il compenso per l'inflazione
- Il compenso per la durata
- Il compenso per il rischio

Dove:

i_t = Rendimento annuale nel periodo di tempo t

P_0 = Prezzo all'inizio del periodo considerato

P_1 = Prezzo alla fine del periodo considerato

$(P_1 - P_0)$ = Variazione del prezzo tra la fine e l'inizio del periodo

CF_t = Flusso di cassa distribuito nel periodo

Esempio numerico:

Riprendiamo la formula:

$$i_t = \frac{(P_1 - P_0) + CF_t}{P_0}$$

Scenario: Ipotizziamo di acquistare un'obbligazione e di tenerla per un anno.

- **Prezzo di acquisto (P_0):** 98 €
- **Prezzo alla fine dell'anno (P_1):** 99 €
- **Cedola incassata durante l'anno (CF_t):** 2 €

Calcolo:

1. Guadagno in conto capitale (variazione del prezzo): $P_1 - P_0 = 99€ - 98€ = 1€$

2. Flusso totale percepito: $(P_1 - P_0) + CF_t = 1€ + 2€ = 3€$

3. Rendimento sul capitale investito: $i_t = 3€ / 98€ \approx 0,0306$

Risultato: Il rendimento annuale lordo (i_t) dell'obbligazione è del **3,06%**

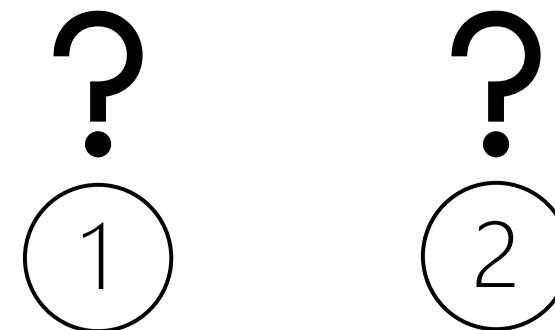
Le Obbligazioni

Definizione: Le **Obbligazioni** sono titoli di debito (per il soggetto che li emette) e di credito (per il soggetto che li acquista) che rappresentano una parte di debito acceso da una società o da un ente pubblico per finanziarsi. Garantiscono all'acquirente il rimborso del capitale (al termine del periodo prestabilito) più un interesse (la remunerazione che spetta a chi acquista obbligazioni in cambio della somma investita).

Ruolo nell'ambito della finanza: sono fondamentali per il finanziamento sia del settore privato che del settore pubblico. Rappresentano uno dei modi con cui le aziende o gli Stati possono raccogliere fondi necessari per investimenti o spese correnti.

Caratteristiche principali:

- Valore di emissione
- Valore nominale;
- Condizioni di rimborso;
- Tasso d'Interesse;
- Cedola; e
- Data di scadenza.



Struttura di un'Obbligazione 1 di 2

Valore di Emissione: l'importo che la società emittente riceve e quindi l'importo che l'investitore paga.

Valore di Nominale: l'importo che la società emittente pagherà alla fine del contratto e quindi l'importo che l'investitore riceverà al rimborso.

Solitamente per incentivare la sottoscrizione:

«l'emissione avviene **SOTTO la PARI**» → valore di Emissione < al valore nominale

Raramente:

«l'emissione avviene **alla PARI**» → valore di Emissione = al valore nominale

o addirittura

«l'emissione avviene **SOPRA la PARI**» → valore di Emissione > al valore nominale

**Condizioni di
Rimborso**

Struttura di un'Obbligazione 2 di 2

Tasso d'Interesse: L'importo dell'interesse che l'emittente paga all'investitore per l'uso del denaro. L'interesse può essere **fisso** (stabilito a priori) o **variabile** (solitamente indicizzato al Libor o all'Euribor maggiorato di uno spread o ad altri tassi ufficiali e di norma aggiustato semestralmente).

Cedola: è il tagliando allegato al certificato rappresentativo dell'obbligazione che, staccato dal certificato, consente al possessore la riscossione degli interessi. La **cedola** è pagata durante la vita del titolo e può avere diverse periodicità, le più frequenti sono su base trimestrale, semestrale e annuale

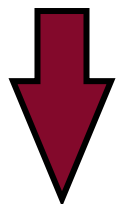


«Zero Coupon»: sono titoli che non pagano interessi sotto forma di cedole durante la loro vita ed il rendimento è dato unicamente dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di sottoscrizione

Data di scadenza: La data in cui l'obbligazione giunge a maturità e l'emittente restituisce l'importo nominale all'investitore

Emittenti di Obbligazioni

GOVERNI



Emettono obbligazioni
sovrane per finanziare
spese pubbliche o ridurre
il debito nazionale

SOCIETÀ



Emittenti aziendali che
cercano finanziamenti per
investimenti o operazioni
aziendali

ENTI PUBBLICI



Organizzazioni come
comuni o province
possono emettere
obbligazioni per finanziare
progetti di interesse
pubblico

Rischi associati alle Obbligazioni

RISCHIO di CREDITO: Possibilità che l'emittente non sia in grado di onorare gli impegni finanziari

RISCHIO di MERCATO → D'INTERESSE: Variazioni nei tassi di interesse possono influenzare il valore delle obbligazioni sul mercato.

RISCHIO di MONETARIO: L'inflazione può erodere il valore reale degli interessi e del capitale ricevuto all'atto del rimborso.

Rendimento delle Obbligazioni

Rendimento al Rimborso: Questa è la percentuale di guadagno che un investitore può aspettarsi di ottenere se tiene l'obbligazione fino alla sua scadenza. Include tutti i flussi di cassa attesi come i pagamenti periodici di interessi e il rimborso del valore nominale dell'obbligazione alla sua scadenza. Tiene conto anche del prezzo di acquisto dell'obbligazione rispetto al suo valore nominale.

Rendimento Corrente: Questo indica il rapporto tra il pagamento annuale di interessi dell'obbligazione e il suo prezzo di mercato attuale. Non tiene conto del rimborso del valore nominale dell'obbligazione alla sua scadenza.

Rendimento in caso di Rimborso Anticipato: Alcune obbligazioni possono essere chiamate (riscattate) dall'emittente prima della loro scadenza prevista. Tiene conto del rendimento che un investitore otterrebbe se l'obbligazione viene chiamata prima della sua scadenza.

Rendimento Effettivo Annuo: Questo tiene conto di eventuali pagamenti di interessi periodici, reinvestimenti degli interessi e differenze nei periodi di accumulo.

Rating di Credito

Agenzie di rating: Agenzie indipendenti valutano la qualità del credito di emittenti e obbligazioni e assegnano un rating.

Importanza del rating: Aiuta gli investitori a valutare il rischio di credito associato a un'obbligazione.

Cambio di rating nel tempo: I titoli emessi passano da un gradino a un altro della scala dei rating se cambiano le condizioni e le aspettative economico-finanziarie legate all'emittente (ovvero se cambia la capacità dell'emittente di ripagare il debito).

- Se viene promossa a un rating superiore si parla di **upgrade**,
- Se passa ad un rating più basso si parla di **downgrade**.

Moody's		S&P		Fitch			
Lungo termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine	Lungo termine	Breve termine		
Aaa	P-1	AAA	A-1+	AAA	F1+	Prime Massima sicurezza del capitale	
Aa1		AA+		AA+		High grade Rating alto, qualità più che buona	
Aa2		AA		AA			
Aa3		AA-		AA-			
A1		A-1	A+	F1	Upper medium grade Rating medio-alto. Qualità media		
A2	A		A				
A3	P-2	A-	A-	F2		Lower medium grade Rating medio-basso. Qualità medio-bassa.	
Baa1		BBB+	BBB+				
Baa2	P-3	BBB	A-3	BBB	F3		
Baa3		BBB-		BBB-			
Ba1	Not prime	BB+	B	BB+	B	Non-investment grade speculative Area di non investimento. Speculativo.	
Ba2		BB		BB			
Ba3		BB-		BB-		Highly speculative Altamente speculativo.	
B1		B+		B+			
B2		B		B			
B3		B-		B-			
Caa1		CCC+	C	CCC	C	Substantial risks Rischio considerevole.	
Caa2		CCC				Extremely speculative Estremamente speculativo.	
Caa3		CCC-				In default with little prospect for recovery Rischio di perdere il capitale.	
Ca		CC					
C		C	/	DDD	/	In default In perdita.	
/		D		DD			
/				D			

Tipologie di Obbligazioni 1 di 3

- **Obbligazioni Corporate:** Emesse da società per finanziare attività aziendali.
- **Obbligazioni Governative:** Titoli di Stato. Emesse dal governo per finanziare spese pubbliche.
- **Obbligazioni Municipalizzate:** Esempio: obbligazioni dei comuni. Finanziano progetti di interesse pubblico.

- **Obbligazioni a Tasso Fisso:**

Definizione: Il tasso di interesse rimane costante per l'intera durata dell'obbligazione.

Vantaggi e svantaggi: Stabilità degli interessi, ma rischio di svalutazione in caso di aumento dei tassi di interesse sul mercato.

Tipologie di Obbligazioni 2 di 3

➤ Obbligazioni a Tasso Variabile:

Definizione: Il tasso di interesse si aggiorna periodicamente in base a un tasso di riferimento di mercato.

Vantaggi e svantaggi: Protezione da variazioni dei tassi di interesse, ma rendimenti potenzialmente inferiori rispetto alle obbligazioni a tasso fisso.

➤ Obbligazioni Convertibili:

Definizione: Obbligazioni che possono essere convertite in azioni della società emittente.

Vantaggi per l'investitore: Possibilità di beneficiare dell'incremento del valore delle azioni.

Vantaggi per l'emittente: Possibilità di ridurre l'onere del debito.

Tipologie di Obbligazioni 3 di 3

➤ **Obbligazioni Municipalizzate:**

Caratteristiche distintive: Emesse da enti locali per finanziare progetti di interesse pubblico.

Tassazione agevolata: Possono godere di agevolazioni fiscali a livello locale o nazionale.

➤ **Obbligazioni di Capitale e di Debito:**

Differenze tra capitale e debito: Le obbligazioni rappresentano un debito per l'emittente, mentre le azioni rappresentano una quota di proprietà.

Implicazioni finanziarie per l'emittente: Le obbligazioni comportano l'obbligo di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi.

Mercato Primario, Mercato Secondario e Operatori

Definizione di Mercato Primario: è il Mercato in cui ha luogo l'offerta di titoli di nuova emissione.

Definizione di Mercato Secondario: è il Mercato in cui vengono scambiati i titoli già in circolazione.

Differenze tra i due mercati: Nel mercato primario, l'emittente riceve i fondi dall'investitore; nel mercato secondario, l'investitore acquista o vende obbligazioni ad altri investitori.

Broker e intermediari: Sono intermediazioni necessarie per effettuare operazioni di compravendita di obbligazioni.

Modalità di transazione: Le obbligazioni possono essere acquistate tramite intermediari finanziari o tramite piattaforme di trading online.

Tendenze e strategie nel mercato Obbligazionario 1 di 2

Cosa influisce sul valore delle Obbligazioni:

Come detto, l'andamento dei tassi di interesse influisce sul rendimento delle obbligazioni → dinamica prezzo vs interesse.

Le condizioni economiche e i cambiamenti di politica monetaria influenzano il mercato delle obbligazioni.

Possibili strategie da utilizzare:

Diversificazione del portafoglio: Possibilità di distribuire il rischio investendo in diverse tipologie di obbligazioni.



Scelta del mix tra obbligazioni: Determinare la percentuale di obbligazioni a tasso fisso, variabile o altri tipi nel portafoglio.

Tendenze e strategie nel mercato Obbligazionario 2 di 2

Ruolo delle obbligazioni in un portafoglio diversificato: Le obbligazioni possono contribuire a ridurre il rischio complessivo di un portafoglio composto da titoli obbligazionari, azionari, valute, materie prime...

Bilanciamento del rischio e del rendimento: La scelta di obbligazioni con diverse caratteristiche aiuta a trovare il giusto equilibrio tra rischio e rendimento

Esempi di Portafogli di Obbligazioni:

Portafoglio conservativo: Maggioranza di obbligazioni a basso rischio.

Portafoglio bilanciato: Mix di obbligazioni a basso e medio rischio.

Portafoglio aggressivo: Prevalenza di obbligazioni a rischio più elevato.

Titoli di Stato

Buoni Ordinari del Tesoro - BOT

- Titoli privi di cedola.
- 1-12 mesi (indeb. a breve dello Stato).
- Privi di rischio.
- Molto liquidi.

Buoni del Tesoro Poliennali- BTP

- Tasso fisso e cedola semestrale.
- 2-30 anni.

Certificati del Tesoro

Certificati di Credito del Tesoro - CCT

- Medio lungo termine.
- Indicizzati fin. Della cedola

Certificati del Tesoro Zero-Coupon - CTZ

- Scadenza 18-24 mesi
- Privi di cedola

Indicizzazione:

1- Finanziaria → Cedola legata ad altre variabili finanziarie

2- Valutaria → Il parametro di riferimento è una valuta

3- Reale → Il parametro di riferimento è un indice dei prezzi al consumo

Rating di Credito Titoli di Stato

I Dati:

Per rendere il confronto concreto, usiamo i dati per i titoli di stato a 10 anni:

- **Rendimento BTP italiano IT:**
si attesta intorno al **3,51%**.
- **Rendimento Bund tedesco DE:**
si attesta intorno al **2,69%**.

La differenza tra questi due valori è lo **spread**, che è di circa **0,82 punti percentuali**.

Nel linguaggio finanziario, questo si traduce in **82 punti base**.

Quindi, oggi, per farsi prestare denaro a 10 anni, l'Italia paga circa lo 0,82% in più rispetto alla Germania.

Nazione	S&Poor's	Moody's	DBRS
 Italia	BBB+	Baa3	BBB (high)
 Germania	AAA	Aaa	AAA
 Francia	AA-	Aa3	AA
 Spagna	A+	A3	A (high)
 Portogallo	A+	A3	A (high)
 Stati Uniti d'America	AA+	Aa1	AAA
 Regno Unito	AA	Aa3	AA
 Giappone	A+	A1	A (high)
 Svizzera	AAA	Aaa	AAA
 Federazione Russa	NR	NR	BBB-
 Canada	AAA	Aaa	AAA
 Australia	AAA	Aaa	AAA
 Nuova Zelanda	AA+	Aaa	
 Brasile	BB	Ba1	BB
 Corea del Sud	AA	Aa2	A+
 Cina	A+	A1	A
 Argentina	CCC	Caa1	B (low)
 Bulgaria	BBB+	Baa1	BBB (high)
 Romania	BBB-	Baa3	BB (high)
 Grecia	BBB	Baa3	BBB
 Svezia	AAA	Aaa	AAA
 Arabia Saudita	A+	Aa3	
 Sud Africa	BB-	Ba2	
Andorra	A-	Baa1	

Il record massimo della differenza tra BTP e BUND, ovvero lo **spread**, è stato raggiunto nel pieno della crisi del debito sovrano europeo.

Il picco fu di **575 punti base** (cioè il 5,75%), toccato il **9 novembre 2011**.

Cosa significava in pratica?

Quel giorno, la situazione era la seguente:

Il rendimento richiesto dagli investitori per acquistare un BTP italiano a 10 anni superò la soglia psicologica del **7%**. Un livello considerato da molti insostenibile nel lungo periodo, perché avrebbe reso il costo per rifinanziare l'enorme debito pubblico italiano troppo oneroso.

Nello stesso momento, il Bund tedesco a 10 anni rendeva circa l'**1,7%**.

La differenza ($7,45\% - 1,7\% \approx 5,75\%$) rappresentava l'enorme "premio per il rischio" che i mercati chiedevano per prestare soldi all'Italia, percepita in quel momento come a forte rischio di non poter ripagare i propri debiti.

Usando i dati del giorno del picco dello spread (9 novembre 2011) per fare il confronto su un'ipotetica emissione di debito di **1 miliardo di euro** da parte dell'Italia e della Germania.

I dati di partenza: **Rendimento BTP IT: 7,45%**

Rendimento Bund DE: 1,70%

Calcolo degli Interessi Annuali

1. Costo per l'Italia IT

Per farsi prestare 1 miliardo di euro, l'Italia avrebbe dovuto pagare un interesse annuale del 7,45%.

•**Calcolo:** $1.000.000.000 \text{ €} * 7,45\%$ (o 0,0745)

•**Interessi annuali per l'Italia: 74.500.000 €**

2. Costo per la Germania DE

Per farsi prestare la stessa cifra, 1 miliardo di euro, la Germania pagava un interesse annuale dell'1,70%.

•**Calcolo:** $1.000.000.000 \text{ €} * 1,70\%$ (o 0,0170)

•**Interessi annuali per la Germania: 17.000.000 €**

La Differenza

La differenza nel costo annuale degli interessi per la stessa somma presa in prestito è impressionante:

74.500.000 € (Italia) - 17.000.000 € (Germania) = 57.500.000 €

In Conclusione:

In quel momento di massima tensione, per ogni miliardo di euro di debito emesso, lo Stato italiano si impegnava a pagare **57,5 milioni di euro in più di interessi ogni anno** rispetto a quanto pagava lo Stato tedesco.

Il regime fiscale delle Obbligazioni

La **tassazione** delle obbligazioni in Italia è pari al 26%:
sia per quanto riguarda le cedole, sia per quanto riguarda le eventuali plusvalenze (differenza di prezzo tra acquisto e vendita).

Le obbligazioni dei titoli pubblici territoriali come quelle emesse da comuni, province e regioni, quelle emesse da organismi internazionali e le obbligazioni di stato estere e territoriali emesse da quegli stati inclusi in una lista speciale (white list) dal momento che garantiscono uno scambio di informazioni adeguato sono invece soggetti ad una aliquota fiscale più favorevole (12,5%)

Anche i Titoli di Stato hanno una tassazione pari al 12,5%.

