

NOTA DIDATTICA
CORSO “ECONOMIA DEGLI
INTERMEDIARI FINANZIARI” - CLEA

a.a 2021-2022

LE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE (*CORPORATE BOND*)

Profilo generale

Le obbligazioni societarie (*corporate bond*) sono titoli di debito emessi dalle imprese non finanziarie e dalle banche al fine di finanziarsi e ottenere liquidità.

I corporate bond possono essere classificati in funzione di diverse caratteristiche:

Modalità con cui la cedola è pagata:

1. obbligazioni a tasso prefissato: il tasso cedolare è stabilito al momento dell'emissione e può restare uguale per tutta la durata del titolo (*straight bond*), oppure può essere crescente (*step up*) o decrescente (*step down*)
Esempio di obbligazione *step up*: bond di durata pari a 6 anni, frequenza cedolare annua, un tasso cedolare iniziale pari al 4% annuo e un incremento percentuale dello 0,25% annuo in corrispondenza di ogni "stacco" (maturazione) della cedola. Il primo anno verrà corrisposto all'investitore un tasso del 4%, il secondo anno un tasso del 4,25%, il terzo un tasso del 4,50% e così via, fino alla scadenza del titolo (momento in cui all'investitore sarà anche rimborsato il capitale).
2. obbligazioni a tasso variabile (indicizzate): al momento dell'emissione si stabilisce un parametro, dal cui andamento dipenderà l'entità della cedola. A questo proposito, si parla di indicizzazione, come quel meccanismo che permette di legare le cedole (e/o il capitale rimborsato) all'andamento di un parametro di riferimento.

2.1 Tipologie di indicizzazione

- **Indicizzazione finanziaria** – L'indicizzazione è di tipo finanziario quando l'entità dei pagamenti cedolari (o il rimborso del capitale) è ancorata all'andamento di un indice azionario, di un titolo specificato, di un tasso di interesse.
Il caso più frequente di indicizzazione finanziaria è quello che prevede una connessione tra il tasso di interesse (tasso cedolare) pagato agli obbligazionisti e l'evoluzione di un tasso interbancario (ad esempio Euribor).
- **Indicizzazione reale** – L'indice di riferimento è un indicatore di variazione dei prezzi di beni e servizi. Possono essere usati indici generali quali: le variazioni del costo della vita, dei prezzi all'ingrosso o al consumo e così via, o indici particolari riferiti a determinati settori economici o anche a singoli beni. Nel primo caso lo scopo dell'indicizzazione è quello di mettere al riparo l'investitore dai rischi connessi all'inflazione. Nel secondo caso, invece, l'indicizzazione assume una connotazione più speculativa e si avvicina maggiormente a una scommessa sul valore futuro del bene prescelto: fra i beni di riferimento più utilizzati vi sono il petrolio e l'oro.
- **Indicizzazione valutaria** – Tale indicizzazione privilegia indici che rappresentano rapporti di cambio fra la valuta domestica e una valuta estera. Le più frequenti possibilità di indicizzazione riguardano tendenzialmente l'area del dollaro, dello yen e della sterlina inglese.
È opportuno ricordare che un "titolo in valuta estera" presenta alcune diversità da un "titolo a indicizzazione valutaria". Nel primo caso, il titolo "nasce" nella valuta estera (ad esempio dollari), paga i flussi cedolari (se presenti) in valuta estera e "si estingue" alla scadenza rimborsando il capitale in valuta estera.
Nel secondo caso, si tratta di un titolo in euro, che prevede una cedola che sarà pagata in euro e il cui ammontare è, ad esempio, indicizzato all'evoluzione del rapporto di cambio euro/dollaro.

2.2 Meccanismi di indicizzazione

- * L'indicizzazione può riguardare solo le cedole, solo il capitale o entrambi.
- * Inoltre, può essere totale o parziale.

Indicizzazione totale – Tale modalità prevede un adeguamento del capitale e/o delle cedole, pari alla variazione piena dell'indice a cui si fa riferimento.

Indicizzazione parziale:

- l'adeguamento può riguardare solo una quota del capitale: ad esempio si può rivalutare solo il 50% dello stesso e ottenere uno strumento finanziario che combina le caratteristiche dei titoli a tasso fisso e di quelli indicizzati;
 - può essere scelto un coefficiente di indicizzazione inferiore (superiore) all'unità in modo che capitale e/o cedole siano rivalutati in misura meno (più) che proporzionale alla variazione dell'indice;
 - il capitale e/o le cedole possono essere rivalutati solo se la variazione dell'indice eccede un livello prefissato;
 - si può fissare un *cap*, cioè un limite superiore che la cedola indicizzata può raggiungere ma non superare. È chiaro che tale clausola opera a favore dell'emittente poiché gli consente di limitare l'uscita monetaria connessa al pagamento delle cedole ([vedi esempio slide](#));
 - può essere fissato un *floor*, cioè un valore minimo garantito per il valore di rimborso e/o per le cedole. Questa clausola opera a favore dell'investitore;
 - in alcuni casi sono presenti sia un *cap*, sia un *floor* (obbligazioni di tipo *collar*).
- * L'indicizzazione può essere diretta o inversa.
Qualora il capitale sia indicizzato, di norma è previsto il rimborso almeno del valore nominale. Quanto segue vale quindi soprattutto per le cedole.

Indicizzazione diretta – La cedola aumenta al crescere del parametro di indicizzazione e viceversa.

Indicizzazione inversa: – La cedola aumenta al diminuire del parametro di indicizzazione e viceversa. La denominazione normalmente utilizzata per questa tipologia di obbligazioni è *reverse floater* ([vedi esempio slide](#)).

Si tratta di titoli adatti per attese di tasso decrescenti. Se una banca ha erogato un mutuo i cui interessi sono legati all'andamento dell'Euribor, se l'Euribor scende la banca incassa meno interessi. Se la banca ha investito in un *reverse floater*, riesce a compensare la diminuzione degli interessi sul mutuo con la crescita delle cedole sul bond.

Una variante è rappresentata dalle obbligazioni *fixed reverse floater*: si tratta di titoli caratterizzati da cedole a tasso che, dopo un determinato numero di mesi/anni, si trasformano in cedole variabili. Dall'anno $n + 1$ sino alla scadenza del titolo, la cedola è determinata come differenza tra un tasso fisso predeterminato e un tasso variabile di riferimento secondo lo schema tipico di un *reverse floater* ([vedi esempio slide](#)).

3. Un'ulteriore struttura è quella che caratterizza le obbligazioni a tasso "trasformabile": titoli che al momento dell'emissione sono a tasso variabile, ma prevedono che se il parametro di indicizzazione scende al di sotto di un determinato livello, diventano titoli a tasso fisso e restano tali. In tal caso, si parla di obbligazioni *drop lock*.

4. Infine, alcune obbligazioni prevedono la possibilità per l'emittente di modificare il tasso cedolare al verificarsi di determinati eventi esterni: ad esempio, può ridurre le cedole, oppure sospendere il pagamento, qualora non sia in grado di incassare i crediti che vanta nei confronti dei suoi clienti, che magari attraversano una crisi di liquidità (*credit linked notes*); oppure se subisce un evento straordinario di natura catastrofica, quale un terremoto, che gli impedisce di proseguire normalmente la propria attività e quindi di pagare le cedole.

La Banca Mondiale raccoglie spesso fondi attraverso *catastrophe bonds* o *pandemic bonds*, per avere le risorse necessarie a prevenire il verificarsi di catastrofi naturali (es. mitigare la deforestazione o evitare che vengano deviati dei corsi d'acqua, attività che producono effetti negativi sul clima e quindi calamità naturali), oppure a prevenire il diffondersi di un virus. L'investitore riceve cedole periodiche molto alte e scommette sul fatto che l'evento rischioso non si verifichi. Se invece si verifica, l'investitore è chiamato a rinunciare ad una parte dei suoi introiti.

Prezzo di rimborso e modalità con cui il capitale è rimborsato

* Con riferimento al prezzo di rimborso, si distingue tra:

A. Obbligazioni rimborsate a capitale prefissato (di norma il valore nominale)

B. Obbligazioni che rimborsano un capitale indicizzato. A parte i casi in cui è prevista una indicizzazione classica, fanno parte di tale categoria alcuni tipi particolari di titoli:

- *Reverse convertible bonds*: l'emittente ha la facoltà di rimborsare il capitale in forma monetaria, oppure può consegnare all'investitore una determinata quantità di azioni societarie. Se il valore delle azioni sale nel tempo, all'emittente converrà consegnare cassa, mentre se il valore delle azioni scende gli converrà consegnare queste ultime, per ridurre il suo costo di finanziamento.

- *Bull and bear*: si tratta di obbligazioni emesse in due tranche, una denominata "bull" che presenta un legame diretto tra capitale rimborsato e la performance del mercato azionario; l'altra detta "bear", che presenta un legame inverso tra capitale rimborsato e performance del mercato. Quindi, la prima tranche rimborsa un capitale aggiuntivo se il mercato azionario ha performance positive; l'altra tranche - nella stessa situazione di mercato - rimborsa un capitale inferiore.

L'emissione delle due tranche è contemporanea, quindi l'emittente è tutelato perché il rimborso aggiuntivo da effettuare verso gli investitori che hanno sottoscritto la tranche bull è compensato dal rimborso inferiore agli investitori della tranche bear.

Gli investitori possono sottoscrivere una sola delle due tranche: quelli che si aspettano un rialzo del mercato sceglieranno la tranche *bull*; invece, gli investitori che si aspettano un ribasso del mercato sceglieranno la tranche *bear*.

* Riguardo alle modalità di rimborso del capitale, è possibile distinguere diverse varianti correntemente utilizzate dagli operatori:

• rimborso in un'unica soluzione (*bullet bonds*): si tratta del metodo più semplice, pertanto è uno dei più utilizzati: prevede il rimborso per intero del titolo a una data scadenza. Come anticipato, talvolta, il valore di rimborso può essere indicizzato;

• piano di rimborso progressivo: il rimborso può avvenire in misura graduale attraverso rate periodiche la cui entità e frequenza sono prestabilite e determinate nel regolamento di emissione. Dal punto di vista delle diverse procedure, i rimborsi periodici possono avvenire in diversi modi:

– pro-quota (*amortizing*): l'emittente versa, a date stabilite, una certa percentuale del valore nominale dei titoli ad ogni obbligazionista. La tempistica dei flussi di cassa per l'investitore è prestabilita.

- estrazione a sorte (*by drawing*): in occasione delle varie date di rimborso parziale del prestito, si procede a estrarre a sorte i numeri di serie di un certo numero di obbligazioni e ai relativi titolari viene versato l'intero valore. Si tratta di un metodo che genera un elevato grado di incertezza per l'investitore.
- acquisti sul mercato secondario (*market purchase*): il rimborso graduale alle date previste avviene attraverso l'acquisto da parte dell'emittente e il successivo annullamento di un predefinito quantitativo di obbligazioni.

Alcune obbligazioni prevedono la facoltà di rimborso anticipato per l'emittente (*callable bond*): si tratta dell'opzione, riservata all'emittente, di poter rimborsare anticipatamente il finanziamento rispetto alla scadenza originariamente prevista. Si tratta di una clausola a favore dell'emittente, considerando che egli avrà convenienza ad avvalersi di questa sua propria facoltà quando i tassi di mercato risultino diminuiti rispetto al momento dell'emissione, potendo così procedere a rifinanziarsi a un costo minore.

Facoltà a favore degli obbligazionisti

- * La facoltà di rimborso anticipato può essere riconosciuta anche agli obbligazionisti (*puttable bond*), qualora la società emittente, durante la vita del titolo, non rispetti determinati requisiti che erano stati prefissati al momento dell'emissione. Una società potrebbe essersi impegnata a mantenere un ROE non inferiore al 10% per tutta la vita del titolo. Se ciò non accade, l'assemblea degli obbligazionisti può deliberare la richiesta di rimborso anticipato.
- * Alcune obbligazioni sono di tipo "convertibile": conferiscono agli obbligazionisti la facoltà di convertire le obbligazioni, in un determinato periodo di tempo (periodo di conversione) e secondo un rapporto di conversione predeterminato (rapporto di concambio), in azioni della società emittente (conversione diretta) o di altra società (conversione indiretta). Nell'ipotesi di conversione diretta, la società emittente registra un incremento del capitale sociale. Nel momento in cui le obbligazioni sono convertite, il debito obbligazionario si estingue. Quando è conveniente convertire? ([vedi slide](#)).
- * Nel caso delle "obbligazioni cum warrant", l'obbligazionista detiene un buono (warrant) che gli conferisce il diritto di sottoscrivere una certa quantità di azioni prestabilite, ad un prezzo predefinito ed entro un determinato periodo di tempo. Tali obbligazioni sono emesse di solito dalle società che prevedono di dover aumentare il capitale ad una data futura. Il warrant ha vita autonoma, perciò è negoziabile separatamente rispetto all'obbligazione.

Altre caratteristiche delle obbligazioni societarie

Una componente di rischio dell'obbligazione è rappresentata dal grado di subordinazione (o postergazione) dei diritti del possessore dell'obbligazione, rispetto agli altri creditori della società, in caso di fallimento o di altre procedure concorsuali.

Gli *junior bond* (o *subordinated*) sono titoli per i quali il regolamento dell'emissione prevede che, in caso di insolvenza, i diritti patrimoniali dell'obbligazionista siano subordinati al soddisfacimento preventivo di altri creditori sociali. Dal punto di vista del sottoscrittore i titoli subordinati sono dunque più rischiosi delle altre obbligazioni, ponendosi nella gerarchia dei diritti sui beni aziendali solo prima degli azionisti: il maggior rischio trova compensazione nell'offerta di cedole superiori a quelli del debito ordinario.

I *senior bond* sono titoli per i quali il regolamento dell'emissione prevede che, in caso di insolvenza, i diritti patrimoniali dell'obbligazionista siano subordinati al soddisfacimento preventivo dei soli creditori privilegiati.

Infine, in caso di presenza di garanzie (patrimoniali o personali), l'obbligazione è definita garantita (*secured*), in contrapposizione a quelle non garantite (*unsecured*). Di norma, le cedole corrisposte sui titoli garantiti sono inferiori a quelle sui titoli non garantiti.