

# Meeting Investire Oggi, Ferrara 27-28 marzo 2010

## Relazione di Fabbro sulle Obbligazioni Convertibili

### Parte I: Introduzione: Che cosa sono le obbligazioni convertibili?

- Sono obbligazioni che possono essere convertite in azioni.
- E' una nostra possibilità non un obbligo.
- L'azione non sarà salita,
  - il possessore della CV non chiederà la sua conversione,
  - e otterrà il rimborso alla pari come un BTP o obb.
- Fatto salvo default => non si perdono soldi

In pratica le obbligazioni convertibili – come dice la slide - sono obbligazioni che possono essere convertite in azioni.

Possono eccetto alcune, tipo la Popolare di Milano nuova che è una mandatory: mandatory vuol dire che è a conversione obbligatoria. Le nuove 3 o 4 che sono uscite, la prima è stata l'UBI, poi la Creval, poi la BPER, la Carige ed infine la Banco Popolare si chiamano invece soft mandatory: la conversione obbligatoria è “soffice”, ossia in pratica dopo minimo 18 mesi possono richiamare la convertibile stessa pagandoti o in azioni o in cash oppure in forma mista. Siccome li ho sentiti tutti gli investor relators di queste banche qua, l'hanno fatto perchè fra 18 mesi non sanno, per la questione di Basilea (*ndr*: i nuovi accordi internazionali in preparazione sulla capitalizzazione delle banche), se hanno bisogno di incrementare il numero di azioni e quindi si sono parati il didietro facendo queste soft mandatory.

Se fra 18 mesi hanno bisogno di avere azioni obbligano in pratica il convertibilista, che è un creditore fino a quel momento, a diventare azionista, però danno uno sconto del 10% rispetto al prezzo delle azioni.

Come ho scritto sul forum, comprare queste convertibili, che sono diverse dalle altre, può essere rischioso perché se fra 18 mesi ad esempio la UBI, ossia la ex Pop. Bergamo - con la convertibile che è nata a luglio del 2009 e quindi 18 mesi scadono nel gennaio del 2011 - richiamerà la cv dandoti azioni, se non sai come shortare le azioni, il 10% fai presto a perderlo, perché dal periodo di rivelazione al periodo in cui hai le azioni in mano, l'azione può benissimo perdere il 10%.

Quindi come dicevo queste nuove soft mandatory sono convertibili per addetti ai lavori, ossia convertibili più complesse delle altre, perché anche le altre avevano delle call a 100, sempre dopo 18 mesi, però nel corso dei 20-25 anni in cui studio le convertibili, ne sono state richiamate pochissime.

Ovviamente le richiamavano quando il tasso facciale che la convertibile pagava era diventato troppo alto, perché i tassi erano scesi.

Comunque, a parte il discorso del richiamo per le soft mandatory, la conversione in azioni è una nostra possibilità, non è un obbligo (eccetto appunto per la Popolare di Milano, che non è neppure quotata e che è una fregatura perché come mandatory pura è a conversione obbligatoria, per cui alla scadenza decidono loro e ti possono dare azioni svalutate).

Per cui se l'azione non sarà salita, il convertibilista può non convertire ed otterrà il rimborso alla pari, come per qualunque obbligazione, e non perderà soldi, salvo che l'emittente faccia default.

In pratica, la convertibile è fatta di una componente obbligazionaria e di una componente opzionale (cioè un warrant implicito). La somma di queste due cose dovrebbe dare il valore equo di una convertibile, però, a causa del mercato italiano inefficiente soprattutto sulle convertibili, che io conosco bene in quanto lo studio cercando di capire dove sono i buchi e le inefficienze, la somma di queste due parti verrebbe molto superiore al prezzo fair, al prezzo equo della convertibile.

Andando avanti, qui c'è un esempio che può spiegare bene il discorso della convenienza ad investire in convertibili.

## Banco Popolare (Ex Lodi) (1/2)



Allora, perché uno deve investire in convertibili piuttosto che in azioni (io avrò un 1-2% del patrimonio in azioni, mentre in convertibili avrò il 40-50%)?

Innanzitutto perché è un mercato sottoquotato, in quanto gli investitori istituzionali non lo seguono: sono troppo grossi loro per comprare le nostre convertibili, farebbero salire il prezzo.

Poi, non è che loro telefonano agli investor relators, oppure, quando telefonano, chiedono informazioni circa l'emittente: la banca come va o come non va (ne ho avuto conferma anche la settimana scorsa). Non sono interessati a conoscere le caratteristiche tecniche della convertibile, come funziona una soft mandatory o cose così. In pratica ne sanno poco e niente. E quindi non ci si dedicano.

Torniamo all'esempio: perché secondo me uno dovrebbe comprare la convertibile rispetto all'azione. Prendiamo la Popolare di Lodi. Cosa sarebbe successo se uno avesse investito nell'azione Popolare di Lodi all'epoca in cui venne emessa la Popolare di Lodi Cv, nel 2000 (la Cv 2000 – 2010, che scade a giugno 2010)?

Questa convertibile la fecero nascere Fiorani e Boni, quest'ultimo l'allora direttore finanziario, una mente, uno sveglio, i quali cosa fecero: avevano portato su l'azione ai massimi storici. Era 18,50, che parametrato ai prezzi odierni, corrisponde a 36-37. Cioè oggi il Banco Popolare costa 5,10, mentre questo picco qua corrisponde a 36-37 di oggi.

Emisero la cv e la collocarono presso investitori istituzionali italiani ed esteri, con uno strike a 16,45 quando l'azione era a 14,50.

## Banco Popolare (feb 2000 – ott 2003)



Allora, chi avesse investito comprando l'azione all'epoca a 14,50, che corrisponde ai 32 circa di oggi, alle quotazioni della Popolare di oggi, si ritroverebbe con un capitale di 5 euro. Chi invece avesse comprato la cv, innanzitutto avrebbe preso la cedola del 4,75% annuo e poi – come

l'azionista - avrebbe preso tutti i diritti degli innumerevoli aumenti di capitale che la Lodi fece dal 2000 fino ad oggi, e ne avrà fatti 6 o 7.

- 2 marzo 2000
  - 35,69 € max storico AZ BP
  - 30,894 € scorporando i dividendi
  - cioè 18,50 €
  
- giugno 2000
  - inizio quotazione CV BP10 4,75%
  - 16,31 €
  - azioni BP di Lodi offerte a 14,50 €
  - sia la CV che le AZ vennero classate senza diritti di opzione e per lo più presso istituzionali italiani ed esteri che si abbuffarono

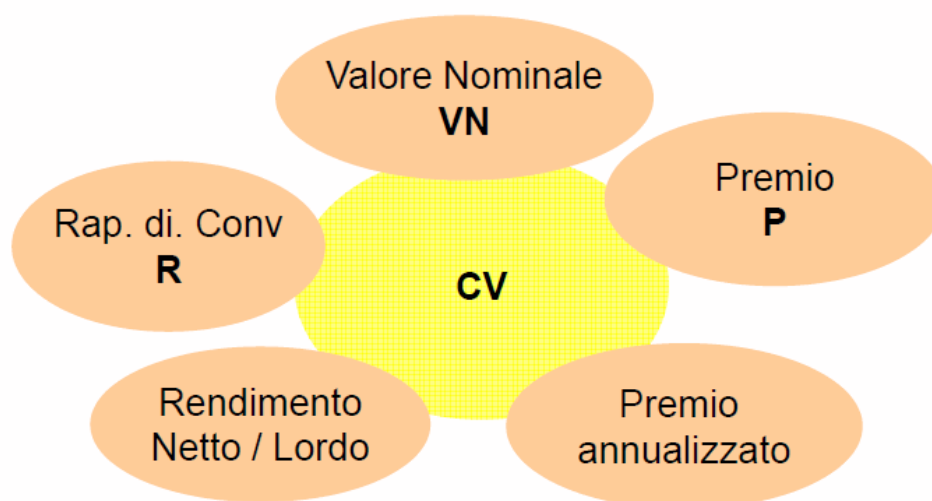
Se invece l'azione fosse salita da allora, il convertibilista avrebbe avuto un guadagno ovviamente un po' inferiore rispetto all'azionista, però correndo tutt'altro genere di rischi. Infatti, per come sono andate le cose, un conto è perdere pesantemente come è successo all'azionista, da 35 a 5 euro, ed un conto invece è guadagnarci, visto che la Convertibile ancora oggi costa sul mercato attorno a 102, cosa costa....

- 2 luglio 2007
  - AZ BP 21,89 €
  - CV 100,70
  
- 9 marzo 2009
  - Az BP 1,879 €
  - CV 98,44.
  
- in 20 mesi
  - AZ: - 91,03%
  - CV: - 2,24% + cedola 4,75%
  
- 20.000 €
  - AZ = 1.716 EU => - 18.300 €
    - CV = ~ 20.000 €



Fra l'altro sarebbe interessante se qualcuno di voi fosse un lordista, però noi siamo tutti nettisti, in quanto ha anche una buona resa ... a 100,40 ... 4,75% ...era interessante comprare la Lodi forse prima, per il diritto, perché ha staccato il diritto come negli anni passati, anche se poi il diritto era basso, ed ora come ora c'è di meglio, però il lordista la può prendere perché non è tassato il 4,75%.

## Parte II: Gli elementi base della convertibile



Gli elementi base di una convertibile sono: il valore nominale; il rapporto di conversione, di solito 1:1 però può anche essere diverso; il rendimento effettivo netto e lordo; il rendimento immediato netto e lordo; il premio globale; il premio annualizzato.

Ora, quelli che io chiamo i belinoni guardano al tasso facciale e si vanno a comprare, per dire, una UBI che paga il 5,75% senza considerare che costa 110. Invece io, che non ho azioni, la convertibile la valuto più che altro dal primo sconto, cioè preferisco delle convertibili che abbiano uno strike, ossia un prezzo di esercizio, vicino a quello che vale l'azione al momento attuale.

Ad esempio, se andate a prendere la BPER cv nuova 2015, ha uno strike di 10 euro, l'azione costa 10,20, 10,30 quindi siamo già in the money. Indubbiamente, uno non può esercitarla perché hai la conversione bloccata, come sempre, e come era per la vecchia cv, per 18 mesi.

Facciamo un esempio più ampio ... prendiamo, oltre alla BPER cv, la Lodi cv che ha lo strike a 6,15 con l'azione Banco Popolare che costa 5,10, e anche la Carige cv. con lo strike a 2,40 e l'azione che costa 2 e la UBI cv che ha lo strike a 12,75 con l'azione a 10 euro scarsi ... allora, se noi in una simulazione andiamo ad incrementare il prezzo di queste quattro azioni bancarie della stessa percentuale, diciamo un 20-30%, vedremo che quella fra le cv. che sale più di tutte, qual è?

Sarà per forza la BPER cv., perché siamo già in the money, dato che cambia a 10 e siamo già come prezzo dell'azione a 10,20, per cui se l'azione va a 12, la convertibile almeno a 120 ci va. Se invece la UBI azione fa il 20%, la convertibile non si smuove dai prezzi odierni, anzi, per me scende.

Quindi, il pensiero di uno che non fa azioni come me è che in una convertibile si deve guardare al premio sull'azione, cioè in pratica alla componente opzionale. Si deve cercare di valutare le convertibili partendo dalla componente opzionale, in modo tale da avere il warrant implicito alla convertibile ad un prezzo inferiore rispetto al fair value di un'opzione a pari scadenza.

E con le convertibili si può trovare. Se andate a cercare, vedete che non esistono dei warrant o delle opzioni sulla BPER, però esistono obbligazioni ordinarie della BPER, e se fate il raffronto fra i rendimenti di queste obbligazioni e quello della cv presa a 111, a 112, a quello che costa oggi, vi rendete conto che il warrant insito nella cv, in pratica viene regalato rispetto a quello che dovrebbe valere.

Quando può cambiare il rapporto di conversione?

## CRGCV: Valore Nomiale - Rap. Di Conv

- Ogni CV nasce con un valore nominale (VN)
- e un rapporto di conversione (R).
- Il VN non cambia per tutta la vita della cv
  - CRGCV VN= 2,5 €
- Il Rap. Di Conv (di solito e' 1 in partenza) puo' cambiare
  - e.g. fusioni, ADC, etc )
    - CRGCV e' R = 0,8750 e non piu' 1:1
    - CRGCV VN equivale a 2,1875



Innanzitutto, la convertibile è molto interessante in quanto, in caso di aumento di capitale a pagamento, lo stesso diritto dell'azionista spetta identico al convertibilista. Se c'è un aumento di capitale gratuito, migliora il rapporto di conversione. Ad esempio, la Carige cv. vecchia, la 2003 – 2013, non la nuova, prima di un aumento di capitale gratuito cambiava 2,50 lo strike, 1:1 il rapporto di conversione, ora invece è come se cambiasse a 2,1875, perché invece di 1 azione per 1 obbligazione, ti danno, 1,1 azione per 1 obbligazione, dato che l'aumento di capitale gratuito era di 1 azione regalata ogni 10 possedute, quindi, a conti fatti, è come se cambiasse a 2,1875.

Peraltro questa convertibile è l'unica che non ha call, quindi è interessante (ed io ne ho molte) anche perché fino alla scadenza Carige non può richiamarla, e la cv dunque segue pari passo il valore dell'azione fino al 2013, poiché non c'è la possibilità di un richiamo anticipato rispetto alla scadenza del titolo che potrebbe incidere sul prezzo. C'è però l'inconveniente che questa cv non è una Lower Tier II, bensì una Upper Tier II, ossia ha un grado di subordinazione maggiore rispetto alle Lower Tier II.

## CRGCV: Premio

$$\text{eq1: } \text{PrzAzDaCv} = (\text{VN} * \text{R} * \text{PrzCV} / 100)$$

$$\text{eq2: } \text{Premio} = (\text{PrzAzDaCv} - \text{PrzAz}) / \text{PrzAz}$$

Hp: CRGCV al 26/03/10

Hp VN=2,5 R=0,8750 PrzCV=115,50 PrzAz=2,02

$$\text{eq1: } (2,5 * 0,8750 * 115,50 / 100) = 2,5265$$

$$\text{eq2: } (2,5265 - 2,02) / 2,02 = 25,08\%$$

- l'azione dovrebbe salire del 25,08% per far sì che la CV sia in pari con l'azione e lo dovrebbe fare entro la scadenza di questa convertibile che è 05/12/2013.

Tenete conto che la maggior parte delle cv sono obbligazioni subordinate. Le ultime però sono senior, del grado migliore: la UBI è senior, la Carige nuova è senior, il Banco Popolare è senior, mentre la BPER cv è subordinata però è LT II, questa Carige vecchia è invece una UT II. Sono sottigliezze, spesso queste cose non le sanno neanche loro.

### CRGCV: Premio annualizzato

**eq3: Premio Ann. = Premio / anni alla scadenza**

*Hp: Premio= 25,08%*

*Hp 26/03/2010 –anni alla scadenza 3,69*

*e.g.: Premio Annualizzato ~= 25,08 / 3,69 = 6,79%*

Passiamo a considerare il premio. Come viene valutato?

Nella slide c'è l'esempio della Carige, io posso aggiungere l'esempio della BPER cv. Come funziona: se lo strike della BPER cv è 10, la convertibile costa 112, 10 moltiplicato per 112 diviso 100 viene 11,20, per cui diciamo che rispetto all'azione, che costa 10,24, la cv ha oggi un premio del 10% circa.

Se lo dividete negli anni di durata della BPER cv, che sono 5 visto che scade nel 2015, vedrete che questa è la migliore convertibile, perché ha il premio annualizzato più basso fra tutte le convertibili.

	PrzAz	PrzCV	Premio	Premio An.	RLS
<b>BPER15</b>	10,36	112,02	7,390%	1,493%	1,463%
<b>UBI</b>	10,027	109,87	44,238%	13,442%	1,905%
<b>CRG15</b>	2,015	107,86	28,713%	5,799%	3,021%
<b>BNS</b>	0,6915	99,33	44,944%	28,284%	3,016%
<b>CRGCV</b>	2,02	114,87	25,03%	6,77%	1,88%

Vedete che (dati acquisiti in data 23 marzo 2010) la BPER cv 2015 ha un premio annuale dell'1,493%, davvero molto basso. La UBI ha un premio del 13,44% (e infatti le sto vendendo), la Carige nuova ha un premio del 5,799%, la Beni Stabili del 28,284%, la Carige vecchia del 6,77%

Allora vedete, questo premio annuale è dato dal premio globale diviso gli anni e le frazioni di anni alla scadenza, e sempre però che le cv non vengano richiamate, ovviamente.



Altro elemento delle convertibili è il rendimento effettivo lordo.

Il rendimento effettivo è calcolato al lordo per i lordisti, e al netto per i nettisti, ossia per tutti noi. Però vedete che a questi prezzi correnti – io ad esempio anche ieri ho comprato delle BPER a 112, pur avendocene già tante – soldi non se perdono, essendoci un buon rendimento a scadenza, li vedete sulla slide i rendimenti effettivi.

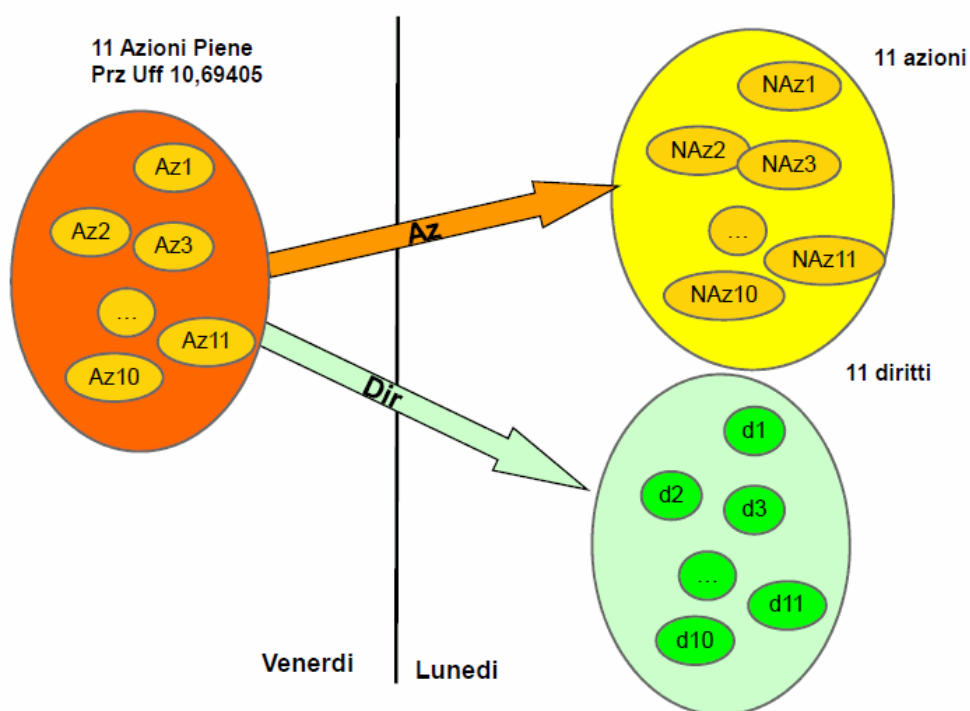
Allora qualcuno potrebbe dire: perché non compri UBI anziché altre BPER 2015, visto che il rendimento è maggiore? Perché a parità di salita del prezzo delle rispettive azioni, con BPER guadagnerò molto prima, con UBI non guadagnerò mai, perché cambia a 12,75, ha un premio troppo alto rispetto a quello che valgono le azioni oggi.

Altri invece possono ragionare in un'altra maniera, possono guardare il rendimento effettivo, che però è una cazzata, perché se uno deve comprare delle obbligazioni per lucrare sul rendimento effettivo, gli meriterà comprare altri tipi di obbligazioni a tale scopo, non le convertibili.

Le convertibili, se uno non fa azioni, le deve comprare secondo me proprio per questa ragione che è il rapporto con il prezzo dell'azione. Guadagnerai con la convertibile un po' di meno rispetto all'azione se questa sale, mediamente un 70-80% rispetto a quanto guadagneresti operando direttamente sull'azione, però se l'azione va a rotoli, tu con le convertibili non perderai mai, a meno che non fallisca l'emittente.

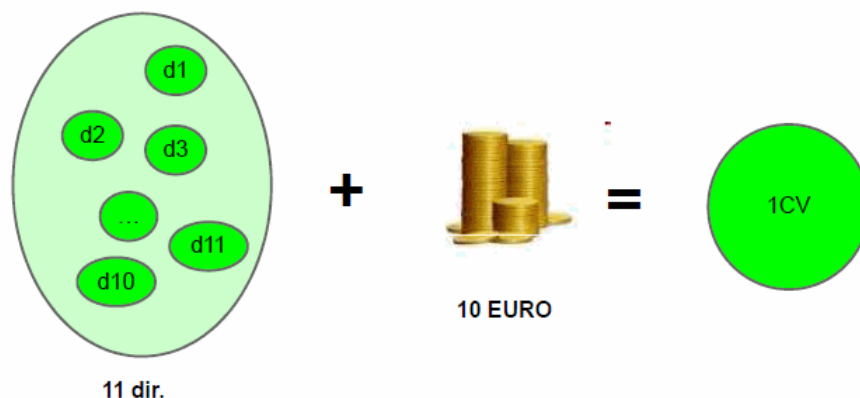
### Parte III: Come si arriva ad acquistare cv attraverso i diritti: il caso BPER 2015

#### BPER15 (1): Az piene → dir + AzEx



In queste slides vediamo un esempio di come dai diritti si può arrivare alla convertibile. La BPER ultima era strutturata in modo per cui con 11 diritti avevi una cv, strike nominale 10 euro, quindi con 11 diritti e 10 euro prendevi una convertibile.





Anche lì, vedete, il diritto della BPER bisogna comprarlo con raziocinio. Le banche sono solite vendere i diritti di tutti gli azionisti che non rispondono alla richiesta propria banca se optare o meno i diritti, di solito al meglio, l'ultimo giorno di trattazione, in apertura di seduta. Peraltro la BPER ha venduto, sempre con questa formula, anche i diritti che gli derivavano dal possesso di un 2% circa di azioni proprie, in quanto su di esse, per legge, non potevano esercitare i diritti. Sapendo tutto questo, ho potuto comprare i diritti a 0,00685 e ne ho comprati molti, il che corrispondeva ad un prezzo per la convertibile di 107,65, ed è stato quello il minimo storico del prezzo del diritto.

### BPER15 (3): Equa. : $\text{PrzCv} = f(\text{PrzDir})$

- $Nd$  = numero dei diritti necessari per ottenere un'obbligazione = 11
- $\text{PrzDir}$  = prezzo del singolo diritto = 0,1213
- $VN$  = 10
- $R$  = rapporto di conversione = 1

$$CV = (Nd * \text{PrzDir} * R + VN) / VN$$

e.g. (max primo giorno 01.02.2010 = 0,22)

$$(11 * 0,22 * 1 + 10) / 10 \Rightarrow 1,242 = 124,2\%$$

e.g. (min ultimo giorno = 0,0685)

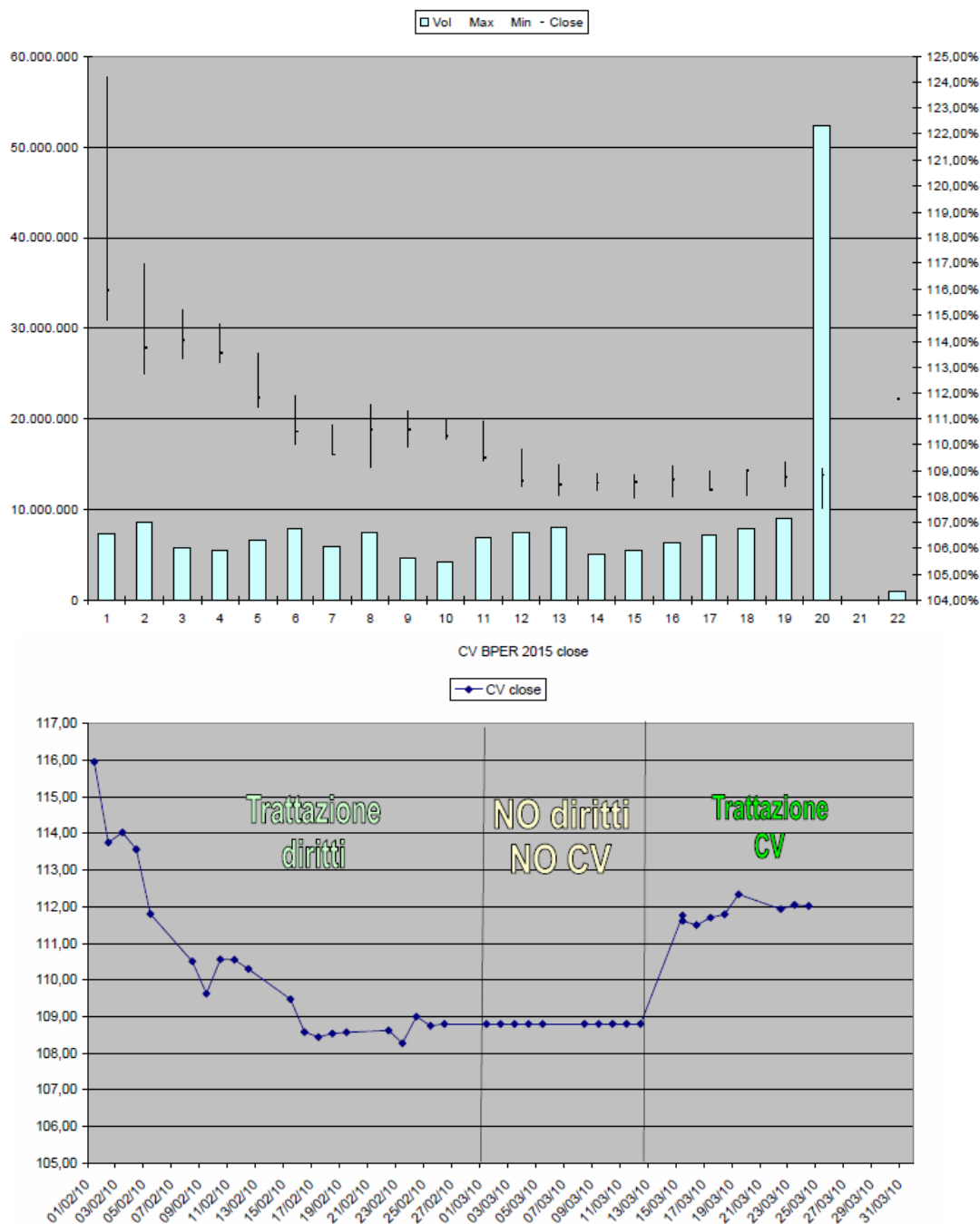
$$(11 * 0,0685 * 1 + 10) / 10 \Rightarrow 1,0753 = 107,53\%$$

Però anche lì non è sempre detto che il minimo storico del prezzo del diritto si abbia l'ultimo giorno in apertura. Ad esempio, i diritti della Carige cv non ebbero il minimo storico del prezzo nell'apertura dell'ultimo giorno e lo stesso è accaduto per la UBI e per la Banco Popolare recenti.

Comunque, vengono trattati i diritti, di solito per due settimane, ma talvolta anche di più: la BPER li ha trattati per 4 o 5 settimane addirittura. Poi c'è una settimana di latenza, in cui devi dare comunicazione di optare questi diritti, paghi la convertibile 5 giorni lavorativi dopo l'ultimo giorno di trattazione dei diritti, quindi se i diritti finiscono il periodo di trattazione il venerdì, tu verrai addebitato del prezzo, sempre che dai il via libera, il venerdì della settimana successiva, e poi dopo

3-4 giorni c'è il comunicato della società che dice come è andato l'aumento di capitale, quanto sarà l'inoptato, quando partirà l'inoptato.

## BPER15 (4): diritti



Con l'inoptato, tu puoi ricomprare i diritti non optati che tornano in mano all'emittente, nell'esempio della BPER, loro li vendono di solito al meglio, tu poi che eserciti il diritto inoptato lo paghi a più uno, paghi la convertibile e devi pagare i dietimi dal godimento della convertibile fino al pagamento dell'inoptato, ma dietimi netti, non lordi.

State dunque attenti perché le banche spesso sbagliano e vi chiedono di pagare i dietimi lordi. Se qualcuno ha comprato diritti inoptati BPER, Carige, Banco Popolare, andate a controllare.

## Parte IV: Le recenti obbligazioni soft mandatory: rendimenti alla call, l'esempio di BPER 2015 cv

Poiché tutte queste soft mandatory nuove, Carige, BPER ecc. in caso di esercizio del richiamo dopo 18 mesi, avranno il rimborso come minimo a 110, va precisato che questo richiamo a 110 varrà solo nel caso in cui l'azione sia sotto lo strike. Quindi gli emittenti della cv ti garantiscono che, anche se l'azione va a rotoli, se loro richiamano, 110 li prendi sempre.

Poi però le azioni te le consegnano sì per un controvalore di 110 rispetto al nominale della cv, ma te le rendono disponibili dopo un certo periodo di tempo dal richiamo, periodo nel corso del quale l'azione potrebbe anche perdere più del 10%, per cui il 110 potrebbe andare a farsi benedire.

Se invece l'azione è oltre lo strike e loro volessero richiamarla fra 18 mesi, prendiamo ad esempio la BPER, che è già sopra lo strike e che, se non fosse necessario, potrebbero comunque anche non richiamare, visto che il 4% che pagano di interesse non è il 5,75% della UBI.

	flusso iniziale	-8951,87946	-8951,87946	28 marzo 2010
4%	cedola 1	320	280	05/03/2011
4%	cedola 2	320	280	05/03/2012
	<b>RIMB a 110</b>	€ 8.800	€ 8.800	05/03/2012
		2,826%	2,362%	

	flusso iniziale	-8951,87946	-8951,87946	28 marzo 2010
4%	cedola 1	320	280	05/03/2011
4%	cedola 2	320	280	05/03/2012
	<b>RIMB a 120</b>	€ 9.600	€ 9.600	05/03/2012
		7,303%	6,848%	

	flusso iniziale	-8951,87946	-8951,87946	28 marzo 2010
4%	cedola 1	320	280	05/03/2011
4%	cedola 2	320	280	05/03/2012
4%	cedola 3	320	280	05/03/2013
	<b>RIMB a 130</b>	€ 10.400	€ 10.400	05/03/2013
		8,721%	8,284%	

Ebbene, se dovessero richiamarla e l'azione valesse 12 euro, tu prenderai 130. Il 130 viene dato dal prezzo spot dell'azione fra 18 mesi, più il 10% dello strike, ed essendo lo strike 10 euro, il 10% è 1 euro che si aggiunge ai 12, per un totale appunto di 130 in caso di richiamo.

Se l'azione valesse 14, tu prenderai 150 (io le avrò già vendute da prima).

La cosa interessante di queste soft mandatory è che anche se venissero richiamate ed anche se le azioni delle banche emittenti fossero andate a catafascio, o cmq sotto lo strike, tu avrai 110. Per cui tenersi l'azione quando si potrebbe comprare la convertibile è poco conveniente, e infatti ad esempio lo IOR e le fondazioni sono entrati nella Carige cv, non certo nell'azione in quanto se l'azione scende, prendi 110, e se sale prendi il 10% in più rispetto al prezzo dell'azione.

**Forumista:** nel caso in cui dovessero richiamare queste soft mandatory, secondo te cosa succede al prezzo dell'obbligazione? Resta stabile?

**Fabbro:** intanto va detto che alcune di queste soft mandatory sono richiamabili anche parzialmente, altre solo totalmente. Richiamare vuol dire che in pratica le convertibili le fanno diventare azioni in quel momento.

**Forumista:** va bene, ma ci sarà un tempo da quando fanno l'annuncio a quando...

**Fabbro:** mah, allora, c'è l'annuncio, ci sono dei tempi tecnici.... poi guardano la media ... loro escono con il comunicato, poi dopo il comunicato hanno 20, 23 giorni, non mi ricordo, e guardano il prezzo ufficiale dell'azione in quel frangente lì, e poi ti danno le azioni secondo quel prezzo ufficiale lì.

Però poi quando ti danno le azioni - e ti daranno delle azioni, è difficile che ti diano dei soldi, anche se solo la Carige si è vincolata a darti le azioni, e le altre si sono riservate di scegliere se darti soldi oppure azioni - il problema è che quando te le azioni ce le hai in mano, il 10% puoi anche averlo perso per effetto dell'andamento del prezzo dell'azione nel frattempo.

Allora lì cosa fai, per pararti da questa situazione... Prendiamo ad esempio l'UBI, che è la prima a poter essere richiamata perché emessa nel luglio del 2009, può essere richiamata a gennaio 2011. Io cosa faccio (sicuramente io non le avrò più perché le venderò prima): 1) si può shortare le azioni oppure 2) si può comprare una put.

Perché il Banco Popolare la trovi da shortare, la UBI pure, la BPER, la Carige, magari tramite qualche SIM le riesci a trovare. Altrimenti, mentre tu aspetti che ti diano l'azione, in quel mese lì, puoi perdere, in quanto l'azione in quel mese lì può perdere altro che il 10%, quindi devi proteggere il guadagno e provare a non perdere.

**Forumista:** perché se io non so shortare o non posso shortare l'azione, in quel periodo, non so, di una decina di giorni da quando fanno l'annuncio ...

**Fabbro:** Allora, io che sono l'arbitraggista, se vedo che in quel periodo lì qualcuno svende la convertibile perché non vuol fare l'operazione che è facile fare, cosa faccio: compro la convertibile e shorto l'azione.

**Forumista:** quindi il prezzo della cv viene mantenuto in equilibrio dagli arbitraggisti?

**Fabbro:** sì, se ci sono, però siccome gli arbitraggisti non sono tanti... io e lui (*ndr*: si riferisce a un forumista presente in sala) lo facciamo di sicuro. Però attenzione: tutte le convertibili avevano la call dopo 18 mesi, salvo la vecchia Carige che è un caso eccezionale, dopo 18 mesi e sempre a 100, tant'è che io lo ho detto all'investor relator della BPER: potevate fare una cv normale, con la call dopo 18 mesi a 100, e vi risparmiavate anche il 10% in più che date sulla BPER cv 2015. E lui mi ha detto: ma noi lo facciamo per questa faccenda di Basilea. In pratica, loro non sanno se fra 18 mesi avranno bisogno di avere delle azioni per migliorare i coefficienti patrimoniali, il Tier 1.

Il Banco Popolare fra queste grosse è l'unica che ha anche preso i Tremonti bonds, sui quali pagano l'8-8,5% di interesse ed ogni anno aumenta dello 0,5% o più, e quasi sicuramente le richiameranno le loro convertibili.

Però se uno non sa come coprirsi e si deve affidare all'arbitraggista che gli compra ... io se ti compro la convertibile, la compro però se ho un margine di guadagno, altrimenti arrivererci e grazie. E devi calcolare anche il rateo.

Attenzione, una cosa importante: se la richiamano loro, tu non perdi il rateo, che è una cosa positiva. Se tu hai una convertibile normale e chiedi la conversione tua sponte, il rateo lo perdi, quindi devi calcolare se ti conviene. Invece se la richiamano loro, il rateo non si perde.

Sono convertibili diverse rispetto dalle vecchie. Piuttosto che avere le azioni degli emittenti, 1000 volte meglio avere queste convertibili, però sono da seguire, soprattutto quando si avvicinano i 18 mesi.

**Secondo Forumista:** però rispondendo alla sua domanda (*ndr.* del forumista che lo ha preceduto) , forse conviene vendere... perché se un comune mortale non vuole andare short sull'azione, allora all'annuncio vendo e rinuncio a mezzo punto.

**Fabbro:** però se sono in tanti a fare quel ragionamento lì, la convertibile va a rotoli, perché gli arbitraggisti sono sempre di meno rispetto a quelli che hanno la convertibile.

**Negusneg:** Fabrizio, mi viene anche il dubbio che probabilmente se la società annuncia che richiama e consegna le azioni, forse da quel giorno sospendono le quotazioni ...

**Fabbro:** no, fanno la media ponderata dei prezzi su 3 settimane. Prima danno l'annuncio, poi fanno la media. Poi non so se faranno come nel caso degli aumenti di capitale, che bloccano lo short azionario all'annuncio dell'aumento di capitale a meno che la società non chieda di essere esentata.

Non so se ad es. per la UBI, nel momento in cui annunciano l'esercizio della soft mandatory, la Borsa interviene e blocca lo short sull'azione. Allora lì è una fregatura. Io penso che lo tengano aperto lo short, perché non è un aumento di capitale... però sarebbe una domanda da fare... ma tanto loro non lo sanno. Allora però puoi prendere una opzione, anche se per alcune, tipo la Carige, non so mica se ci sono le opzioni.

**Terzo Forumista:** ma poi se la UBI richiama, tecnicamente è matematico che l'azione scende? Se il mercato azionario fosse un mercato toro?

**Fabbro:** no, non è matematico che l'azione scende, se hai fortuna magari ti capita anche che ricevi azioni rivalutate, non è detto... però bisogna vedere quante sono le convertibili rispetto alle azioni... Comunque, se l'azione sale e la convertibile scende, io ne compro ancora di più di convertibili, perché il margine di guadagno mi aumenta....

**Negusneg:** ... e comunque, finisco il discorso, non sarebbe un bel segnale che tu mandi ai mercati: tu società che hai emesso delle obbligazioni convertibili dici: ti consegno delle azioni ... come se dichiarassi che devi fare un aumento di capitale e sappiamo tutti cosa succede normalmente.

**Fabbro:** Ma infatti sono aumenti di capitale mascherati ...

**Quarto Forumista:** se non sbaglio nei prospetti di queste nuove convertibili c'è sempre una clausola per cui se le azioni che tu consegna nel giorno di consegna hanno un valore complessivo inferiore a 100, ti conguagliano in cash fino ad arrivare al nominale.

**Fabbro:** Non fino al nominale, ma fino a 110. Se cioè le azioni sono andate veramente a rotoli, e loro non hanno il numero di azioni sufficiente da darti, loro ti danno cash.

**Quarto Forumista:** però, se dopo che hanno stabilito il rapporto di conversione e l'eventuale conguaglio cash, da quando lo stabiliscono a quando te lo devono consegnare, se non sbaglio, c'è una ulteriore clausola per cui se le azioni collassano fino a portare il controvalore complessivo sotto la pari, loro ti dovrebbero conguagliare a 100 l'ulteriore differenza fra...

**Fabbro:** a 100 o a 110? Io penso a 110. Guarda io ho parlato con un private del Banco Popolare e mi ha detto che se l'azione va sotto il valore nominale che è 3,60 euro, tu prendi 100 e non 110. Gli ho detto: guarda che non è così, tu prendi sempre 110. Allora ho chiamato l'investor relator di Banco Popolare e mi ha confermato quello che dicevo io, cioè 110 li prendi sempre. Più l'azione scende e più cash prendi. E infatti non è nel loro interesse che l'azione scenda eccessivamente.

Perché loro hanno deliberato un numero di azioni... Ad esempio la Carige cv: la banca per la sua cv nuova ha deliberato l'emissione di un numero di azioni che è pari al 110% del numero delle convertibili, perché tanto loro pagano per forza con azioni.

**Quinto Forumista:** queste azioni sono già emesse, sono messe da qualche parte?

**Fabbro:** sono già emesse, e accantonate a garanzia ed a servizio del debito.

Ora, tornando al discorso, la cosa interessante di questa nuova BPER cv, che secondo me è la migliore convertibile del lotto, è paragonarla alla BPER cv vecchia, che io avevo in quantità da fondo di investimento.

La BPER cv nuova cambia a 10, l'azione è a 10,20-10,30, facciale 4% è una subordinata, durata 5 anni. La BPER cv vecchia 4% uguale, 5 anni la durata, 2003-2008, conversione bloccata per 18 mesi in tutte e due, anzi la vecchia la potevi convertire nel secondo semestre di ciascun anno, questa invece, passati i 18 mesi, la puoi convertire in via continuativa, e l'azione costava 33-34 euro. In pratica, io avevo comprato la convertibile vecchia a 107,5 e ne avevo davvero tante, perché era vicina al bond floor, cioè al prezzo della sola componente obbligazionaria. Vi dicevo prima che una cv è fatta di una componente obbligazionaria e di una opzione.

Una obbligazione della BPER che paga il 4% a cinque anni, quanto dovrebbe valere sul mercato? Come bond floor, probabilmente attorno a 107-108, poi ovviamente se salgono i tassi, il bond floor scende. Però a 107,5 il rischio era calcolato, infatti ne ho comprate tante. Allora, guardate come sono andate l'azione e la convertibile. Sono andate di pari passo.

Calcolate che qua c'è stato un aumento di capitale gratuito, per cui dovete moltiplicare per 3 e l'azione è come se da 21 fosse andata a 66; la convertibile è arrivata a 191 che poi non è corretto perché c'è uno stacco di un diritto, altri 4 centesimi, per cui si va a 195. Ebbene, io a 130-140 le ho vendute e ci ho guadagnato tanto, anche con i soldi della banca, perché io mi indebitavo mettendo anche questa obbligazione qua in garanzia. Io pagavo di interessi passivi delle varie banche dove ho il fido di meno di quanto prendevo dalla cv, che mi dava il 4% e quindi circa il 3,5% netto.

## BPER08: CV e AZ



Ho guadagnato tanto pur vendendo male. Però attenzione a come è andata a finire. Io le ho consegnate alla sorella di un mio amico che le ha comprate a 140 e vendute a 170, pur senza essere addentro a questo tipo di investimento. Cosa succede poi: il prezzo della cv ha raddoppiato rispetto all'emissione, arrivando appunto fino a 191.

Però dopo, nell'ottobre 2008, quando sembrava che fallisse tutto, guardate dove è finita questa convertibile: andò a 97,51 a 3 mesi dalla scadenza, pari ad un rendimento su base annua del 13% e rotti, tant'è che la ho ricomprata.

Questo per dire che una convertibile è interessante: quando la compri vicina al bond floor, e la BPER cv nuova oggi è vicina al bond floor, che sarà attorno a 106-107, e che però verrebbe raggiunto nel caso però in cui l'azione si allontanasse molto dallo strike e andasse a 7-8 euro. Però, se l'azione parte rispetto ai prezzi odierni, la cv può avere questi picchi come l'azione, e quando arriva a 130-140, da allora in poi si comporta come l'azione, per cui se scende l'azione scende anche la cv, e quindi a quel punto lì, porti via i soldi e li metti su di un'altra convertibile o su di un'altra obbligazione.

Le cv sono interessanti perché sono gli unici titoli che sono una maniera intelligente per entrare sul mercato azionario rischiando poco e niente, soprattutto perché in Italia le convertibili, rispetto all'estero, costano di meno rispetto al loro fair value.

Che deve essere dato dalla componente warrant e dalla componente obbligazione. E' difficile fare un calcolo preciso, perché ad. es. per la BPER cv 2015 devi trovare un warrant su BPER che scade il 5 marzo del 2015 con uno strike di 10 euro ed esercizio 1:1, che non si trova, e devi mettere come componente obbligazionaria una obbligazione a tasso fisso di BPER o di banca pari rating che paga il 4% e dura 5 anni.

Se accorpi le due cose, vedi che la somma è superiore al valore di mercato della cv, perché i professionisti dietro alla cv. non vanno e allora si riescono a trovare buone occasioni.



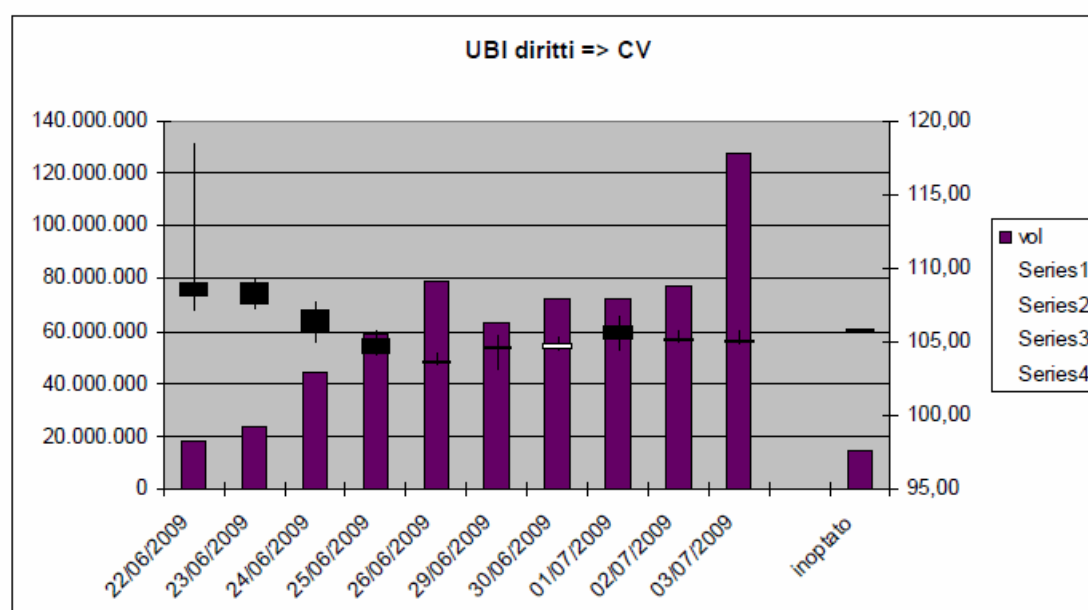
## Parte V: La UBI cv

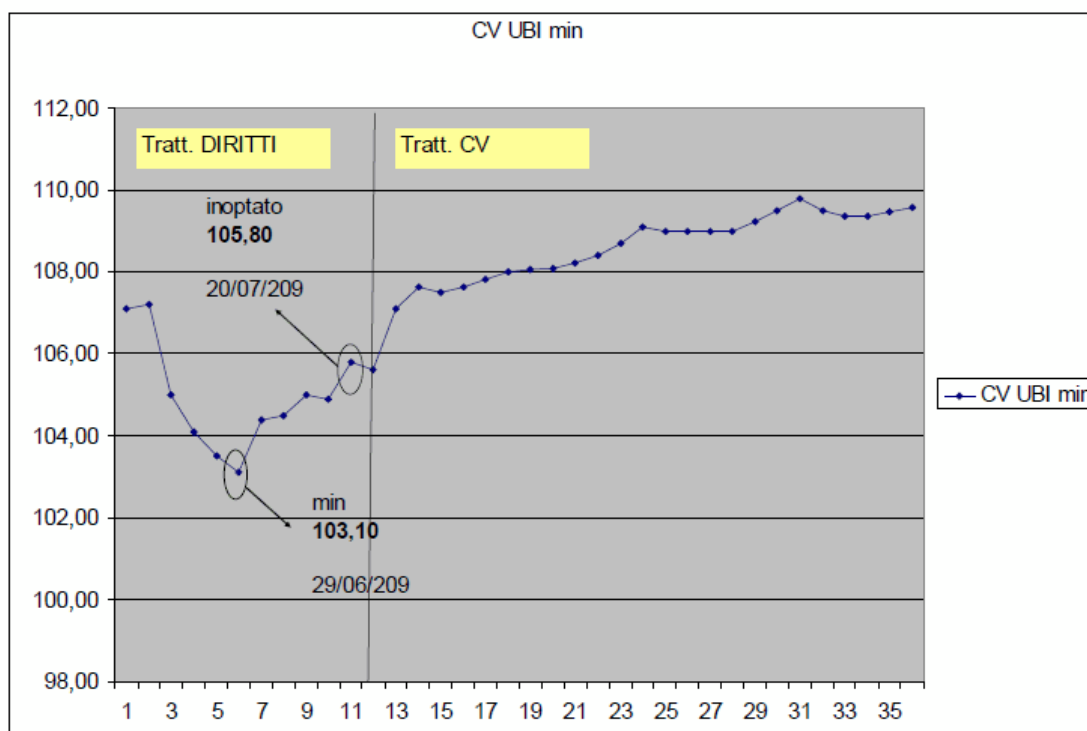
Un esempio di una buona occasione può essere quello della UBI cv.

Circa questa cv, vi dicevo prima che i diritti di solito si comprano sempre l'ultimo giorno in apertura. Qui invece il diritto è stato trattato per due settimane e fece il minimo il lunedì della seconda settimana a 0,031 corrispondente ad un prezzo della convertibile a 103,10, ed io qui ho fatto una cazzata, perché, avendo l'esperienza delle convertibili passate, per cui se il diritto scendeva, continuava a scendere fino all'ultimo giorno, pensavo che il diritto scendesse ancora, invece da 0,031 i diritti sono saliti ad un prezzo per cui la convertibile si prendeva in carico a 105,80 con l'inoptato e a 105 tramite l'aumento di capitale.

### ADC UBI (1/3) : diritti => CV

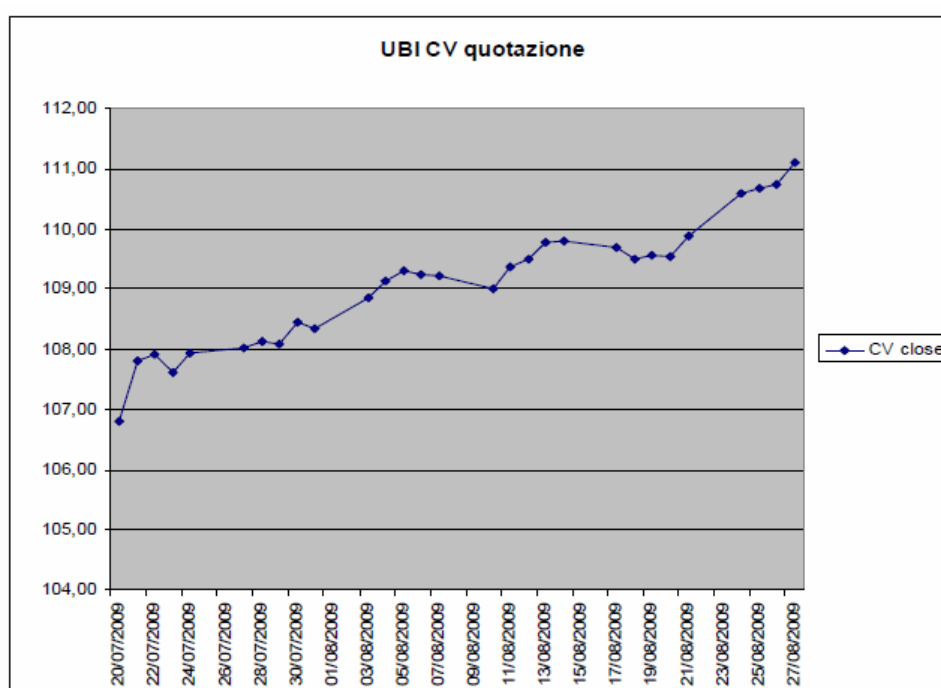
DATE	TIME	VOLUME	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE
22/06/2009	0.00	18.019.724	0,09	0,185	0,071	0,08	109,00	118,50	107,10	108,00
23/06/2009	0.00	23.537.034	0,09	0,092	0,072	0,075	109,00	109,20	107,20	107,50
24/06/2009	0.00	44.240.165	0,071	0,077	0,05	0,057	107,10	107,70	105,00	105,70
25/06/2009	0.00	58.891.497	0,052	0,058	0,041	0,041	105,20	105,80	104,10	104,10
26/06/2009	0.00	79.330.627	0,037	0,042	0,035	0,035	103,70	104,20	103,50	103,50
29/06/2009	0.00	63.577.574	0,045	0,054	0,031	0,047	104,50	105,40	103,10	104,70
30/06/2009	0.00	72.298.651	0,045	0,053	0,044	0,049	104,50	105,30	104,40	104,90
01/07/2009	0.00	72.174.942	0,061	0,067	0,045	0,051	106,10	106,70	104,50	105,10
02/07/2009	0.00	77.070.182	0,052	0,058	0,05	0,05	105,20	105,80	105,00	105,00
03/07/2009	0.00	127.575.961	0,05	0,058	0,049	0,05	105,00	105,80	104,90	105,00
inoptato	0.00	14.430.144	0,058	0,058	0,058	0,058	105,80	105,80	105,80	105,80





Anche lì ne comprai abbastanza perché pagavano un facciale alto. Ecco, la cosa interessante della UBI cv è che, pur essendo l'azione ferma al prezzo che aveva a luglio del 2009, quando nacque questa convertibile, io con la UBI cv ho guadagnato parecchio perché la avevo in carico attorno a 104,5 ed oggi vale 110, ha fatto anche 112, ed in più ho preso il facciale del 5,75%.

Perché ora la vendo: perché se viene richiamata fra 6 mesi e mi dà le azioni, con il 5,75% ci faccio poco. Preferisco posizionarmi sulla BPER cv perché, se sale l'azione, salirà molto di più rispetto alla UBI. La UBI ormai è una convertibile che non è più una convertibile. E' come la BIM che cambiava a 7,5 euro, anche se di qua al 2015 può accadere ancora di tutto, così come la Sias che cambia a 10,50 e anche lì ancora può accadere di tutto, ma oggi siamo lontani dallo strike.



Però attenzione, chi ha le vecchie convertibili che avevo consigliato io ai suoi tempi, le Beni Stabili cv, le BIM cv, le Sias cv, ha dormito sonni tranquilli, mentre chi era andato sulle azioni ha visto la BIM che è andata sotto i 3 euro, la Beni Stabili ha fatto 0,3665.

La Beni Stabili cv è andata anche a 77-78 e lì rendeva un 13-14%, ma non perché andasse male la società, ma perché i fondi americani che detenevano il titolo vendevano per fare cassa. Ed infatti lo ho scritto sul forum e poi me lo ha confermato l'AD Mazzocco, che mi ha detto appunto che era andata così, perché quella cv lì era nata per gli americani. Io lo avevo capito leggendo il loro prospetto, in quanto era diverso da quello standard delle cv emesse dalle società italiane.

Quindi la prima cosa da fare è comprare delle cv di società solide, che non falliscono. Ti compri poca roba di queste cv di società che non si sa nemmeno cosa fanno... Quindi, banche, perché in Italia secondo me non le fanno saltare, altrimenti ne sarebbero saltate più di una.

Poi, se uno guarda al rendimento effettivo, cosa che per me non è interessante, scegliersi cv che abbiano un discreto rendimento effettivo netto a scadenza (ultima cosa da guardare è il rendimento immediato) e soprattutto andare a prendersi una cv con lo strike che sia già in the money, in modo tale che, se ti sale l'azione, ti sale anche la cv. L'ideale sarebbe se la cv non avesse il periodo di latenza. Di solito ti danno un periodo di latenza di 18 mesi, in cui non è possibile convertire subito. Anche la BIM, anche la SIAS hanno i 18 mesi di latenza.

All'estero, uno può comprare delle convertibili, però di solito le paghi di più, in quanto il mercato è più efficiente rispetto a quello italiano, e dunque costano il giusto. Poi però come fai a vederti il prospetto di una convertibile estera ed a seguirti l'andamento della società?

Un'altra ragione per cui puoi comprare le cv è che shorti le azioni. Ad esempio la BPER cv vecchia io la ho venduta a 140, ma la ho poi ricomprata a 170 perché shortavo le azioni, ma lì era un altro conto. Lì devi calcolare il rateo che paghi quando compri la convertibile, poi shorti l'azione, poi però quando converti e chiedi le azioni, devi tenere conto che il rateo tu lo perdi. C'era solo una cv che ti dava anche il rateo quando la convertivi ed era la Cirio.

Quindi la cv può anche essere interessante, un domani, se la Borsa sale e l'azione sale, per farci un arbitraggio.

In questo momento però, se voi credete che il mercato salga, una BPER cv 2015 vi permette di sfruttare il rialzo, salvo che uno non sia sfortunato e la BPER sia l'unica banca che non faccia nulla mentre le altre salgono. Basta pensare che la BPER cv paga un premio globale del 7,39% in 5 anni che è davvero molto basso. L'UBI, per un confronto, paga un premio del 44,23% globale e non dura 5 anni, ma meno.

Vedete che il premio migliore è della BPER. Poi anche lì, per vedere quanto è il warrant, dovrete vedere una serie di cose, quant'è la volatilità della BPER, i dividendi che ha pagato ed altre cose ed avete un calcolo ancora più preciso. Per la UBI esiste un warrant che ha uno strike di 12,30 ce ne vogliono 30 di warrant ma ha una scadenza diversa dalla cv, scade 1 anno prima.

## Domande finali dei forumisti.

**Forumista:** la Carige paga 110 in contanti o in azioni?

**Fabbro:** La Carige è rimborsabile di sicuro esclusivamente in azioni ed è l'unica, mentre le altre soft mandatory sono rimborsabili in azioni o in contanti (però, per me, fanno azioni) o un misto delle due.

La Carige però è meglio delle altre per una cosa che non fanno neanche loro: mettiamo che la BPER cv 2015 valga 14 e venga rimborsata. Ti danno spot 14 + il 10% dello strike, ossia 1, quindi ti danno 15. Se fosse la Carige a venire rimborsata e l'azione valesse 14, te prendi 14 moltiplicato 1,1, ti danno 11 in azioni.

Torniamo a valutare il meccanismo del rendimento minimo garantito nelle diverse situazioni, utilizzando le slide. A pag 13, se prendiamo la BPER cv 2015, il rendimento lordo a scadenza al prezzo di 112 è del 1,483%,. Questi sono rendimenti garantiti, per cui soldi non se ne perdono.

(*ndr.* Fabbro legge ora un suo documento, e indica anche alcune cifre leggermente diverse da quelle sulla slide a pag. 20, che commenta nel prosieguo del discorso)

Mettiamo che venga rimborsata a 110 dopo 18 mesi, con l'azione che è andata male. Il rendimento effettivo sale a 2,81% e a 2,34%, loro come minimo ti danno sempre 11, in quanto sei sotto lo strike, sia che l'azione valga 9,99 sia che l'azione valga 2. Ti danno 11 euro o in azioni o in cash, che è come avere la convertibile a 110.

Questo sempre nel caso peggiore, in cui l'azione va sotto lo strike e decidano di richiamare la cv, e non è detto che la richiamino. Già ora è sopra lo strike.

Mettiamo invece che l'azione salga. Rimborso a 120. Se fra due anni, o quando loro decidono di richiamarla, l'azione vale 11 euro, tu prendi 11 + 1 (il 10% dello strike) quindi prendi 12, che è come avere la convertibile a 120. E quindi hai un rendimento effettivo, se rimborsata dopo due anni, del 7,31% lordo e del 6,86% netto, ovviamente rendimento annuo.

Se viene rimborsata a 130 fra tre anni, vuol dire che l'azione fra tre anni vale 12 euro, un'azione quella della BPER che valeva anche a 21 euro.

**Secondo forumista:** Nel prospetto mi sembra ci sia la possibilità per la banca di rimborsare, a prescindere dal prezzo dell'azione, sempre 110...

**Fabbro:** Stai tranquillo che non è così, se no non l'avrei comprata.

E' vero che i prospetti sono sempre scritti male, ma non è così. Per il primo che ho letto, quello della UBI nel 2003, ho telefonato a loro per chiarire e loro all'inizio non sapevano neanche se era subordinata o senior, poi ho parlato con il capo, una donna, che è una ex di Confidustria e si è capito qualcosa.

Ti posso assicurare che se l'azione è sotto lo strike, 110 li prendi sempre. Se l'azione è sopra lo strike, tu prendi il valore spot dell'azione più il 10% dello strike. La Carige è meglio perché hai 11 azioni, quindi un filino meglio delle altre, che ti danno 10 azioni più il 10% dello strike.

**Terzo forumista:** il problema, Fabrizio è se invece non te la richiamano e la converti tu alla fine ...

**Fabbro:** io non ho mai convertito una cv. La cv la converti se hai da fare un arbitraggio: compri la cv a 180 a 190 e ti shorti l'azione.

**Terzo forumista:** e se ti va a scadenza invece?

**Fabbro:** a scadenza ... o la vendi prima, oppure prendi 100. Perché attenzione: se tu la converti, perdi il rateo, come dicevo prima.

**Terzo forumista:** e se converti a scadenza?

**Fabbro:** e se converti a scadenza ... il rateo ... lo sai che non lo so? Se converti te durante la vita della cv, perdi il rateo di sicuro, se te la richiamano loro, il rateo invece lo prendi di sicuro.

Comunque i prospetti sono scritti in modo poco chiaro, tanto che anche a giornalisti che scrivono su quotidiani finanziari capita di scrivere cose sbagliate, come è successo per la UBI cv.

**Quarto forumista:** ma ora che la BPER è a 112, è ancora conveniente?

**Fabbro:** Allora, per la BPER è un prezzo equo 112... non è che sia un prezzo alto o un prezzo basso... ora come ora è la migliore convertibile del lotto, io ne ho comprate anche ieri, per le ragioni già dette: non vale la pena valutare una cv facendo quel calcolo matematico warrant implicito più obbligazione, perché non lo fa nessuno.

Per vedere qual è la migliore del lotto, basta fare salire le azioni corrispondenti della stessa percentuale fra 1 anno, 2 anni, quando incominciano a fare i call... io ho tutti i file per le soft mandatory ... che mi dicono che in caso di salita alla pari per tutte le azioni, BPER, UBI, Carige, Banco Popolare, si vede che la cv che mi darà di più al momento del rimborso, se sarà rimborsata, è BPER.

E in più BPER ha la cosa positiva che, pagando un 4% e quindi non un 5,75% come la UBI, che è una cosa esagerata, o un 4,75% come Carige, non è mica detto che la richiamino, come appunto mi ha confermato l'IR di BPER, che mi ha detto che non è affatto detto che dopo 18 mesi la richiameranno, perché se non hanno bisogno delle azioni, la possono lasciare in vita, come lasciarono in vita la vecchia BPER cv, quella che arrivò a 191, e quindi se in cinque anni l'azione BPER sale, la cv le va dietro, perché cambia a 10 euro.

E peraltro, a differenza della vecchia, non sei bloccato i primi sei mesi, perché la vecchia cv la potevi convertire dopo 18 mesi però solo nel secondo semestre di ogni anno, mentre questa è convertibile dopo 18 mesi in via continuativa.

C'è un'altra cv della BPER che cambia a 16 euro, che non ha molto senso comprare perché quella, con facciale 3,70% e scadenza 2016, cambia appunto a 16 euro, e dunque è lontanissima dallo strike, mentre la BPER 2015 cambia a 10 euro, e l'azione vale già oggi di più. E non vuol dire niente che una la pago 112 e l'altra la pago 102, 103. Sono in molti a fare questo ragionamento, che è sbagliato. Ad es. chi compra la UBI a 110 ancora ora? Quelli che guardano al facciale, vedono il 5,75% senza sapere niente né di quanto cambia, né di come funziona il soft mandatory.

E ci sono tanti gestori obbligazionari che non ne sanno assolutamente niente di queste cose, perché tanto poi loro le cv non le comprano.

Avete seguito la vicenda dei diritti Banco Popolare? La cv del Banco Popolare nuova deve costare, per avere lo stesso rendimento effettivo, 1,43 figure meno della Carige, quindi se una costa 108, l'altra dovrebbe costare 106,5. Ora Banco Popolare è salito, e mettiamo che il prezzo giusto della cv sia 108, come quello della Carige, ma è singolare che tramite i diritti, la gente l'abbia presa ad un prezzo di carico di 111.

Questo è successo perché questa cv del Banco Popolare sarà molto liquida, in quanto emissione superiore ad 1 mld euro, e quindi i fondi di investimento e gli istituzionali hanno comprato. Ma se compri qualcosa ad un valore di 3 punti superiore al suo fair value, per me sbagli comunque, poi staremo a vedere.

Tornando alla BPER cv 2015, voi vedete che a 130 fra tre anni, ossia con l'azione a 12 euro fra tre anni, che sale soltanto del 16,73% rispetto al prezzo di ieri, pari a 10,28 euro, io ho un rendimento effettivo netto su base annua dell'8,30%. Trovatevi una cv che sia meglio di questa.

Poi nessuno sa se l'azione BPER salirà o scenderà, però ora come ora questa è di gran lunga la migliore cv. Mentre la cv precedente che cambiava a 16 euro è una fregatura, e lo ho detto anche all'IR di BPER, che è persona in gamba.

**Forumista:** volevo chiedere della Creval invece...

**Fabbro:** di Creval ne avevo parecchie durante l'aumento di capitale perché avevo calcolato che i warrant venivano quasi gratis, poi ho venduto la cv a 103,5 perché innanzitutto è una cv ma non ha strike. Loro ti dicono: se la converti tu hai il 10% di sconto sul prezzo dell'azione, se te la convertiamo noi, hai uno sconto del 15%. Cosa vuol dire questo: che se l'azione, che oggi vale 4,80-4,90, va a 20 euro, la Creval cv rimane a 104-105 perché lo strike è sempre quello... se l'azione va a 40, lo strike sale anche lui e va a 36 (il 10% meno del prezzo dell'azione) e quindi la cv non ti sale.

Invece, se prendi la BPER, che ha lo strike a 10, se l'azione va a 40, lo strike è fisso a 10, e la cv nuova ti sale e ti va dritta a 400. La Creval cv in effetti è una obbligazione, non è una vera cv. Della Creval è interessante il warrant 2014. Io ho soltanto quello, per ora. Anche il warrant 2010 è interessante, ma anche lì non è facile: devi trovare azioni da shortare, andare a vedere qual è la media, il dividendo è 0,12 ecc.

Però la Creval cv fra un anno, quando si potrà cominciare a convertire ... perché 75 euro, 25 euro ogni anno, passati 18 mesi ... varrà sempre 105-106. Cioè non varrà più di tanto: ho un amico che la ha a 108, gli ho detto che come arbitraggista io a 108 non gliela compro, perché devo comprare una cosa a 108 che deve valere 110 quando mi daranno le azioni? (*ndr.* appunto con il 10% di sconto). Per il 2%, io non lo faccio nemmeno l'arbitraggio.

Quindi varrà 104 – 105 anche fra 18 mesi, o quando ci sarà la prima conversione. Indubbiamente prendi una buona cedola che è il 4,25%. Quindi sai, il prezzo è quello lì. Però, se il mercato azionario è toro, con la Creval non guadagni niente, è una obbligazione normale. E infatti per me non avrebbero neanche dovuto dargli il permesso di chiamarla convertibile. Come i warrant: anche i warrant non hanno strike, come i warrant vecchi. Ed è una sciocchezza, perché diventa un buono sconto. Ed è un casino andarli a quantificare, perché poi la gente non ne capisce nulla. E poi, uno ha lo sconto del 10%, l'altro lo sconto del 15%.

Il Creval ha sempre fatto operazioni sofisticate e difficili da capire. La Creval cv è buona come rendimento: se andasse sui 103, uno ha bisogno di allocare dei soldi e li mette lì, tanto se la vedi

dopo 6 mesi, i tuoi 103-104 li prendi sempre, quindi il tuo rendimento ce l'hai, però se l'azione ti sale è una seccatura, perché la cv resta ferma...

Anche se per me l'azione non è destinata a salire, perché tecnicamente, a causa di questa cv e dei warrant, l'azione come fa a salire? Perché tanto, quando la potrai convertire, ci sarà gente come me e lui che ti vendono l'azione e si comprano il warrant. Infatti, se io fossi un'azionista, sarei irritato da questa cosa.

**Forumista:** Fabbro, rispetto alla UBI cv, vedo che hai cambiato idea da questa estate, quando ne parlavi bene, mentre ora sei meno positivo...

**Fabbro:** No, ti dico: di UBI avevo 555.000 euro. Ho guadagnato con la UBI sui 50.000 euro con l'azione che è scesa, che valeva quanto vale ora. Solo che ora io mi potrei indebitare, avendo delle linee di fido dove pago euribor + 1 ... potevo tenermi le UBI ed usare il fido per comprare la Carige e la BPER ... ho preferito vendere un po' di UBI cv per non andare in rosso nel conto, ed ora ne ho solo 100.000 euro, ma uno volendo se la può tenere. Però hai visto, anche se l'azione sale, il premio è troppo alto: l'azione costa 10 euro, ha uno strike di 12,75 euro e da luglio ad oggi sono già passati 9 mesi. Quasi sicuramente verrà richiamata allo scadere dei 18 mesi, per via del 5,75% di facciale, quindi cosa me ne faccio?

A gennaio mi danno 110, vabbé... però uno se la può benissimo tenere per il rendimento.

**Secondo forumista:** visto che hai parlato dei warrant, cosa ne pensi del warrant Popolare di Milano per l'effetto della leva?

**Fabbro:** Eh quello ... quando il primo giorno aveva fatto un minimo storico a due euro, se non sbaglio... io lo ho preso alla seconda battuta, poi l'ho venduto subito, non lo seguo... in effetti ha una leva molto alta ... è da un po' che non faccio warrant ed eccetto il Creval del 2014 di warrant non ho più niente.

Mi hanno parlato bene dell'Erg capital (o Ergy cap *ndr* Fabbro non ricorda bene come si chiama), però devo studiare, non so, c'è la conversione bloccata, perché lì si potrebbe fare un arbitraggio perché mi hanno detto che è a sconto rispetto all'azione.

Gli altri warrant: l'UBI l'avevo preso il primo giorno di contrattazione, ho guadagnato bene, sono saliti, li ho venduti troppo presto, sono ancora saliti, ora scendono molto. Il Popolare di Milano in effetti ha una buona leva... quanto costano ora, 3,80-3,90? Ha fatto 9 euro ... Li avevo presi a 2 euro, 2,10 il primo giorno e il valore teorico era quello lì, ma me ne avevano dati pochissimi. La leva però bisogna vedere, se l'azione scende... anche lì, un warrant costare così tanto non so come mai ... però indubbiamente è interessante, perché la leva è buona... è sicuramente meglio di quello dell'UBI... quando scade il Milano? 2013?

Mentre il convertendo della Popolare di Milano (*ndr*: la cv mandatory, a conversione obbligatoria) non è da considerare. Ho letto che i primi prezzi erano a 65, che è già tanto, fra l'altro con l'azione che è salita, perché l'azione poi è salita dopo l'aumento di capitale. Comunque la cv mandatory aveva fatto il 37-38% di collocato rispetto a quanto avevano creduto di piazzare, e lì la gente è stata più furba rispetto a quello che pensavo, perché gliene hanno comprate poche. Speriamo che le prossime siano diverse, perché se queste della Milano fossero andate bene, tutte le banche avrebbero fatto come lei, invece poi la Borsa li ha richiamati, la Consob, perché li avevano venduti a gente senza spiegare neanche come funzionasse, è successo un po' di casino.



E infatti ora queste cv sono tutte soft mandatory. L'unica soft mandatory che conoscevo io era una Tiscali, però era per l'estero.

**Forumista:** e all'orizzonte sono previste altre cv in uscita a breve?

**Fabbro:** No, dopo Banco Popolare mi pare di no... C'era la Tamburi che voleva tirare fuori la cv. è una delle poche azioni che ho ancora ... ma purtroppo in Italia sono poche le cv. ...la maggior parte sono delle banche...

Il problema è informarsi o uno si legge bene i prospetti e chiama gli IR, oppure compra sulla fiducia...

**Secondo forumista:** Fabrizio, perché parlando di Creval hai preso il warrant 2014 e non il 2010?

**Fabbro:** No, il 2014 è più (?) rispetto al 2010. Il 2010 è buono però devi trovare le azioni, e si possono trovare, però non puoi fare l'operazione ora a due o tre mesi, perché ti possono chiedere le azioni prima di rientrare, quindi anche se hai un margine del 3,5-4%, considerato il dividendo già fissato di 0,12... e quindi se loro ti chiedono periodo, cosa fai? devi ricoprirti con le azioni. Se le azioni sono salite ed il warrant è rimasto lì, è una fregatura.

**Secondo forumista:** però probabilmente scenderanno...

**Fabbro:** Sì, però sono già scese tanto. Poi con la Creval a fare l'arbitraggio bene ci guadagni sempre, stai tranquillo, ma non lo puoi fare a due – tre mesi ... Tu pensi che la gente sappia come funziona il warrant 2010 o il 2014?

Il Creval ha sempre fatto convertibili più complesse di tutti. Non ti ricordi le vecchie convertibili della Creval: alcune erano legate all'andamento dello S&P 500 o del Nikkei per cui dovevi andare a guardare il Nikkei mese per mese e tenere conto solo delle variazioni positive. Era un casino starci dietro, però ci ho guadagnato, anche perché eravamo in pochi a starci dietro.

Hanno sempre fatto cose difficili. Con questa operazione del multibond e dei warrant, l'azione gli resta a prezzi compressi per un bel po', però alla Creval entrano 200 mln euro l'anno. Loro hanno a scadenza i warrant 2010, poi c'è la prima trince della cv, 25 euro, poi c'è la seconda trince, terza trince e poi il warrant 2014, ed hanno calcolato che ogni anno gli entrano 200 mln di euro.

Loro hanno bisogno di quello, e forse non è un caso se sono stati la prima banca a non esercitare la call su titoli propri, che invece le banche richiamano sempre per motivi di immagine. Hanno strapagato il Credito Siciliano (o il Credito Artigiano, ora non ricordo) ed hanno qualche problemino. Nessuno che vada all'assemblea degli azionisti a contestargli e a dirgli: avete fatto una cv e dei warrant tali per cui l'azione non potrà salire mai, proprio tecnicamente...

(Intervengono altri forumisti che notano come si tratti di una banca dove ci sono pacchetti azionari bloccati da tempo memorabile, e la discussione si esaurisce.)