

A) Introduzione:

- La scala dei rating, obbligazioni high yield (HY) e obbligazioni investment grade (IG);
- Obbligazioni HY e debito “distressed”.

Il passaggio di un emittente dall'IG all'HY e viceversa: emittenti “fallen angels” ed emittenti “rising stars”.

B) Possibili strategie di investimento nei bond HY (al netto di valutazioni di analisi tecnica).

- 1) Investire secondo un fattore ciclico (in considerazione del ciclo dell'HY): fasi di “yield hunting” (cd. “caccia al rendimento”, ossia di tolleranza verso il rischio) e fasi di “flight to quality” (ricerca di investimenti sicuri).
- 2) Investire con un approccio che privilegia le prospettive dell'emittente e/o compartimentali nel tempo.
- 3) Investire sui fallen angels e sui rising stars.
- 4) Investire sull'HY distressed

1a) Investire secondo un fattore ciclico: alcune teorie e relative strategie di investimento.

- Ciclo del credito collegato all'andamento dei tassi di interesse: compro/sovrappeso l'HY in presenza di tassi in abbassamento, vendo/sottopeso l'HY in presenza di tassi in innalzamento. Le fasi intermedie. I pro ed i contro.

- Ciclo del credito collegato all'andamento del ciclo macroeconomico: compro/sovrappeso l'HY in presenza di economia nell'ultima fase di una recessione o all'inizio di una fase di ripresa economica, vendo/sottopeso l'HY nella fase dell'economia al suo picco di ciclo. Le fasi intermedie. Un esempio concreto di attuazione di questa strategia: il report di Gramercy. I pro ed i contro.

Strategia ottimale (ed ideale): acquistare in presenza dello spread massimo di rendimento fra titoli sicuri e titoli HY; vendere in presenza dello spread minimo di rendimento fra titoli sicuri e titoli HY. Le difficoltà di attuazione pratica. La fase attuale.

1b) Investire secondo un fattore ciclico: il ciclo dell'HY ed il cruscotto dei suoi indicatori interni.

In realtà il ciclo dell'HY ed il passaggio da fasi di "risk appetite" e di "yield hunting" a fasi di "flight to quality" ha una serie di indicatori interni, la cui lettura aiuta nelle scelte di investimento fondate su fattori ciclici. Le agenzie di rating ed altri operatori del settore monitorano l'andamento di questi indicatori, dando conto delle loro rilevazioni al mercato obbligazionario.

Fra gli altri, si tratta dei seguenti:

- L'andamento del mercato primario delle obbligazioni HY: fasi di apertura e fasi di "chiusura" del mercato, volumi delle nuove emissioni HY. Funzionamento dell'indicatore. La fase attuale: il ritorno a livelli di emissioni record fra settembre ed ottobre 2010, dopo i picchi della primavera 2010 e del H2/2009.

- Il livello di protezione offerto agli obbligazionisti dagli emittenti HY nei prospetti dei bond HY: prospetti che limitano l'operatività degli emittenti a salvaguardia degli obbligazionisti e prospetti "covenant lite" (a basso livello di protezione per gli obbligazionisti). Funzionamento dell'indicatore. La fase attuale: prevalenza di strutture covenant lite in bond ad alta cedola.

- Il "HY corporate bond distress ratio" (indicatore della percentuale di bond HY "distressed" rispetto al totale dei bond HY emessi globalmente) monitorato da Bofa-Merrill Lynch ed il "HY corporate distress index" monitorato da Moody's. Funzionamento degli indicatori. La fase attuale: la discesa fino al 9,2% in aprile 2010, la risalita al 17% a maggio, la nuova discesa all'attuale 12%. (Merrill Lynch).

- Il "Liquidity stress index" (indicatore della disponibilità di liquidità presso il settore corporate HY) monitorato da Moody's. Funzionamento dell'indicatore. La fase attuale: stabilità dell'indice su livelli bassi negli ultimi 3-4 mesi.

- Il "Default rate" (percentuale dei default sugli emittenti rateati in un periodo dato) monitorato dalle agenzie di rating. Funzionamento dell'indicatore. La fase attuale: in discesa verso il bottom di ciclo.

1c) Investire secondo un fattore ciclico: i comportamenti dei players del settore (equity firms, banche)

I comportamenti delle equity firms e delle banche rispetto al comparto del debito HY dopo la crisi finanziaria: la prevalenza di vendite da parte delle equity firms con la formula dell'IPO rispetto ai nuovi LBO; l'emissione di bond HY senior secured a ripagamento di loans bancari e di linee di credito escusse.

Conclusioni: gli indicatori segnalano che l'HY è prossimo ai minimi di rendimento visti nel precedente ciclo del 2006-2007.

2) Investire con un approccio che privilegia le prospettive dell'emittente e/o compartimentali nel tempo: criteri di metodo.

La scelta di acquistare un bond HY in funzione delle prospettive dell'emittente e del comparto merceologico in cui opera. Valutazione di partenza della situazione dell'emittente sotto il profilo dell'attività di business in cui è impegnato e del profilo di rischio finanziario.

Alcuni elementi da conoscere all'atto della valutazione di acquisto

- 1) Per il profilo dell'attività di business: business model; strategie di business dell'emittente in considerazione delle problematiche del contesto merceologico in cui opera (strumenti: i report compartimentali delle agenzie di rating; il monitoraggio del newsflow compartimentale ed aziendale attraverso siti web); il pricing (capacità di "fare il prezzo" sul mercato e di scaricare a valle del processo produttivo incrementi di costi subiti dai propri fornitori); la capacità di ritenzione della clientela; la profittevolezza del business in termini compartimentali. Le scelte di politica industriale del management.
- 2) Per il profilo di rischio finanziario: gli elementi tratti dal bilancio che danno consapevolezza dei livelli di indebitamento rispetto alla redditività dell'emittente ed alla consistenza dei suoi attivi patrimoniali (leverage ratio – net debt/EBITDA, FFO/debt, leverage cd. patrimoniale ecc.); il livello di copertura dei costi di servizio del debito, con il cash flow generato dall'attività operativa (interest coverage ratio – EBITDA/interests o altri) o altrimenti; la struttura dell'indebitamento (in particolare: come il bond HY si colloca nel contesto complessivo del debito dell'emittente); la liquidità disponibile rispetto alle scadenze del debito. Le scelte di politica finanziaria del management ed in particolare le scelte comunicate al mercato in ordine alla volontà di ridurre l'indebitamento (cd. deleverage commitment).

Emittenti HY che hanno perso lo status "da investimento" per effetto di operazioni di LBO o M&A.

In particolare, emittenti con un profilo di rischio di business modesto ed un profilo di rischio finanziario elevato appartenenti a comparti merceologici difensivi, candidati ad operazioni di deleverage.

2a) Investire con un approccio che privilegia le prospettive dell'emittente e/o compartimentali nel tempo: il panorama recente dell'HY europeo ed alcuni emittenti di interesse.

Alcuni emittenti di interesse nell'HY in euro: settore pharma e medicale (Fresenius); telecom & cable (TDC, Sunrise, Interxion, Virgin Media); cartario (Smurfit-Kappa, UPM-Kymmene, Stora Enso); commodities agricole (Tereos ?); oil & gas (Chesapeake Energy); aeronautica e difesa (Bombardier); automotive (Peugeot); beverage (Remy Cointreau; Pernod Ricard)

3) Investire sui fallen angels e sui rising stars

I tipici movimenti di mercato legati alla perdita dell'IG (fallen angels): flussi di vendite di titoli da parte di operatori non deputati a detenere bond che non siano “da investimento”, cui seguono flussi di acquisto da parte di operatori specializzati nel detenere bond HY.

Strategia di acquisto: comprare in vista della perdita dell'IG, su prezzi che scontino già un rating speculativo.

Per i rising stars (emittenti che recuperano l'IG, provenendo da un rating HY) si dovrà invece comprare sul rating speculativo, in presenza di impegno dell'emittente verso il mercato a recuperare l'IG, monitorando di seguito la strategia esecutiva.