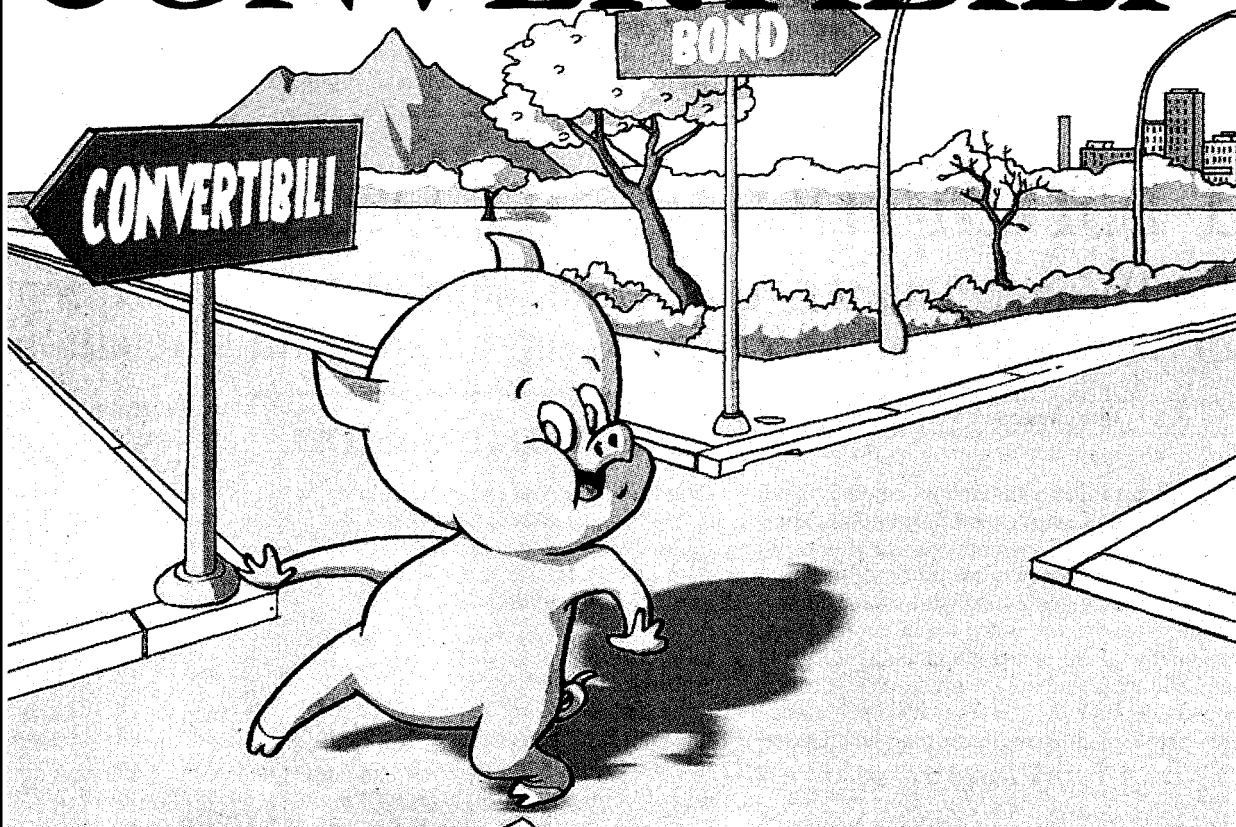


Fondi I comparti specializzati sui titoli ibridi sono proposti come terza via tra le azioni e i corporate bond. Ecco quando convengono

OCCASIONI CONVERTIBILI



di PierEmilio Gadda

Tra gli investitori italiani, è uno strumento ancora poco conosciuto; spesso, perfino guardato con diffidenza, per la natura ibrida che lo colloca a metà strada tra un'azione e un'obbligazione. Ma la possibilità di cavalcare contemporaneamente il rally dei corporate bond e lo slancio sul fronte equity, ha fatto delle convertibili, obbligazioni che incorporano un'opzione d'acquisto sulle azioni sottostanti, l'asset class regina dei mercati nel 2009. E ha acceso i riflettori verso i fondi specializzati. Tanto che il nuovo fondo di Pictet specializzato su questi titoli, Pf convertible bond, ha raccolto 800 milioni

di euro in nove giorni dal lancio ed è stato chiuso a nuove sottoscrizioni. «L'anno scorso hanno performato meglio delle azioni e con un livello minore di volatilità», chiarisce Stefano Rossi, Amministratore Delegato di Edmond de Rothschild Sgr: l'indice Merrill Lynch European Convertibles ha reso il 35,4% in un anno, contro il 16% dei bond societari, ma i migliori fondi specializzati hanno dato rendimenti superiori al 40% in base ai dati Morningstar. Del resto, anche il 2008, annus horribilis per le convertibili, perché costrette a fronteggiare un disastroso tracollo dei mercati azionari contestuale a un allargamento degli spread, assai penalizzante per i bond, ha visto i titoli ibridi soffrire decisamente meno rispetto alle borse. «Subito dopo

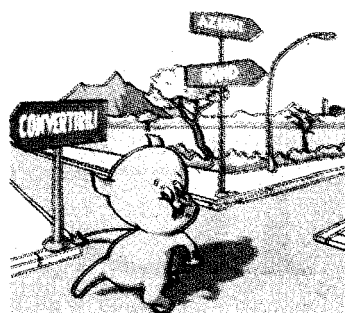
il fallimento Lehman, per un paio di settimane, le convertibili precipitarono praticamente alla stessa velocità delle azioni», ricordano Alain Eckmann e Uli Sperl di Ubs Global am: «Una situazione senza precedenti, dovuta alla eccezionale spirale di vendite realizzata da alcuni hedge fund», che liquidarono in fretta e furia le proprie posizioni su questa asset class. Ma fine quando il caos dell'immediato dopo Lehman ebbe termine, si presentò un'occasione irripetibile di recupero che, secondo gli operatori, non avrebbe ancora esaurito il suo corso. «Il 2010 sarà un anno migliore per le obbligazioni corporate rispetto ai governativi», premette Igor de Maack, gestore del fondo specializzato Leonardo Invest

Dnca Convertibles: «la preoccupazione del mercato sui conti pubblici e sull'indebitamento dei paesi occidentali continuerà a pesare sul valore delle obbligazioni statali». Aggiunge Rossi: «Le convertibili emesse nel 2009 avevano in media una cedola molto ricca, attorno al 5%, rispetto al 3,2% del 2002 quindi, i fondi che hanno potuto comprare convertible bonds hanno costruito un bel portafoglio, che darà i suoi frutti anche nel 2010». Poi, c'è la componente equity, che potrebbe consentire alle convertibili di partecipare al potenziale apprezzamento dei titoli, pur conservando, almeno in parte, la protezione dal ribasso tipica delle obbligazioni.

Caratteristiche comuni, si potrebbe dire, ad un qualsiasi portafoglio bilanciato, ma con due differenze sostanziali; la prima: «Rispetto a un bilanciato, la cui componente obbligazionaria è rappresentata da titoli di debito pubblico, un fondo obbligazionario convertibile deve fare i conti con un fattore di rischio aggiuntivo: il possibile allargamento degli spread di credito», segnala Andrea Zuccheri di Sella Gestioni. La seconda differenza è riferibile, al concetto di convessità: «le convertibili tendono ad assumere un comportamento asimmetrico, più simile alle azioni in fase di crescita dei mercati e più vicino alle obbligazioni, quindi più protettivo, in fase di discesa, proprietà sconosciuta ad un fondo bilanciato», sottolinea il gestore. «Semplificando si può dire che nel lungo termine, le convertibili tendono a partecipare ai rialzi e ai ribassi di mercato, rispettivamente, nella misura di due terzi, e un terzo», chiariscono Eckmann e Sperl di Ubs: quando le borse salgono di 100, le convertibili guadagnano, mediamente, 66 e, viceversa, se i mercati vanno giù di 100, i convertible bond limitano a 33 le perdite. «Trasferendo parte del proprio investimento da un portafoglio bilanciato tradizionale ad uno costituito da convertible bonds», concludono i due gestori, «si dovrebbero realizzare rendimenti simili con un rischio più basso oppure, a parità di rischio, rendimenti più elevati». Ma attenzione: «Le convertibili proteggono l'investimento solo

in presenza di correzioni relativamente modeste, non superiori al 10%», avverte Zuccheri: «se i mercati dovessero scendere molto, come è accaduto nel 2008, e il mercato temesse un aumento dei default, questo potrebbe esporre l'investitore a perdite potenzialmente rilevanti».

Si tenga presente che questa asset class è più volatile rispetto ai bond societari, proprio in ragione della duplice esposizione al rischio credito e azionario. «Si tratta di titoli, generalmente di minore qualità, emessi da società più piccole che, attraverso la vendita di un'opzione sulle loro azioni, raggiungono l'obiettivo di ridurre il costo di finanziamento», segnala de Maack. Infine, c'è il tema dei costi: per la categoria Euro Convertible Bond il Ter, indice che misura l'incidenza delle commissioni totali sul patrimonio del fondo, è mediamente dell'1,23, contro lo 0,85 dei fondi obbligazionari corporate e l'1,69 dei fondi azionari (Europe Large-Cap Value Equity). «Sono più costosi perché richiedono una gestione più tecnica», spiega de Maack. Quali sono i titoli su cui puntare nel costo del 2010? Alla Rothschild piacciono emissioni come Nestlé, oppure Ucb e Celesio, nel settore pharma. «Due sono i temi interessanti», incalza De Maack: «da un lato, titoli molto difensivi con un rating di credito investment grade, per esempio Industrivarden 2015 o KfW/Deutsche Telecom 2013. Dall'altro, per mettere un po' più di rischio nel portafoglio, titoli come Altran 2015, società specializzata ai servizi IT o il titolo emesso dalla spagnola Pescanova con scadenza 2015: offrono buoni livelli di rendimento e delta superiori al 50% in media». Ma a tutti gli investitori che sono tentati dalle convertibili Zuccheri raccomanda: «Non ci si deve illudere: le performance del 2009 non verranno replicate anche nel 2010». (riproduzione riservata)



I MIGLIORI FONDI CONVERTIBILI

Nome fondo	Società di gestione	a 1 anno	a 3 anni	a 5 anni	2009	2008
↳ Globeset Bcm Convertible	Ersel Gestion Internat.	39,74%	-3,01%	-	40,68%	-36,08%
↳ Nordfondo Obbligaz Convertibili	Sella Gestioni	33,53%	-2,91%	1,31%	35,41%	-30,64%
↳ R Convertibles	Rothschild & Cie	32,86%	2,86%	3,93%	35,33%	-18,85%
↳ Fortis L. Bond Convert Europe	Fortis Investments (Be)	31,99%	-4,00%	1,00%	37,45%	-35,58%
↳ CS BF (Lux) Convert Europe Aberdeen	Credit Suisse	27,99%	0,24%	4,64%	29,38%	-23,75%

Fonte: Morningstar Direct - Dati al 31/01/2010 - Rendimenti al lordo delle imposte

GRAFICA V.F. MILANO FINANZA

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.