



**Investment grade: le innovazioni per creare valore  
in un portafoglio diversificato**

# Gestione efficiente di portafogli investiti in obbligazioni societarie

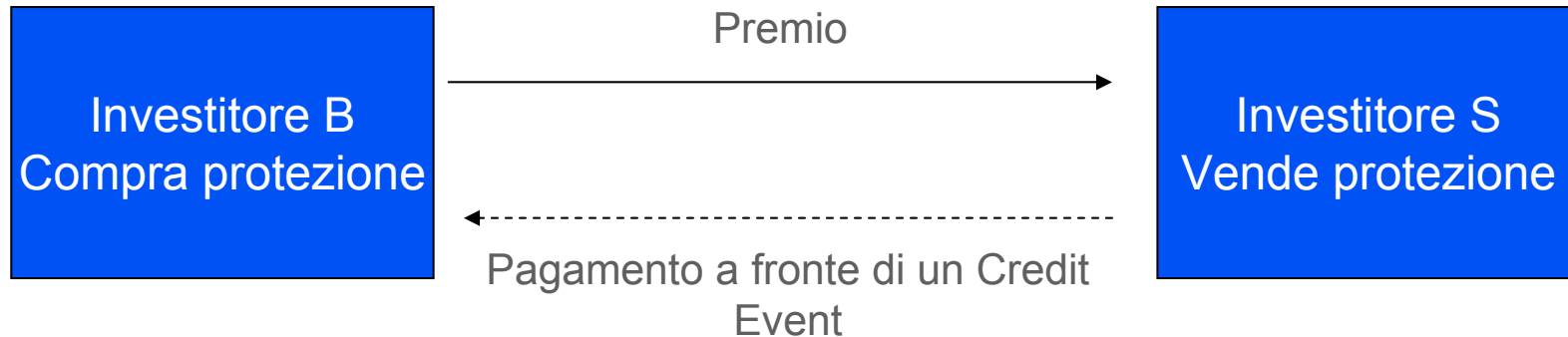
- Approccio “Bottom Up” finalizzato all’analisi fondamentale delle caratteristiche degli emittenti
- Integrata con l’utilizzo di derivati e di prodotti strutturati al fine di:
  - Sopperire a eventuali scarsità delle emissioni desiderate
  - Sfruttare opportunità di arbitraggio
  - Gestire i rischi
  - Realizzare strategie di investimento complementari

# **Alcuni esempi di utilizzo di derivati e di prodotti strutturati nei processi di investimento dedicati alle emissioni societarie**

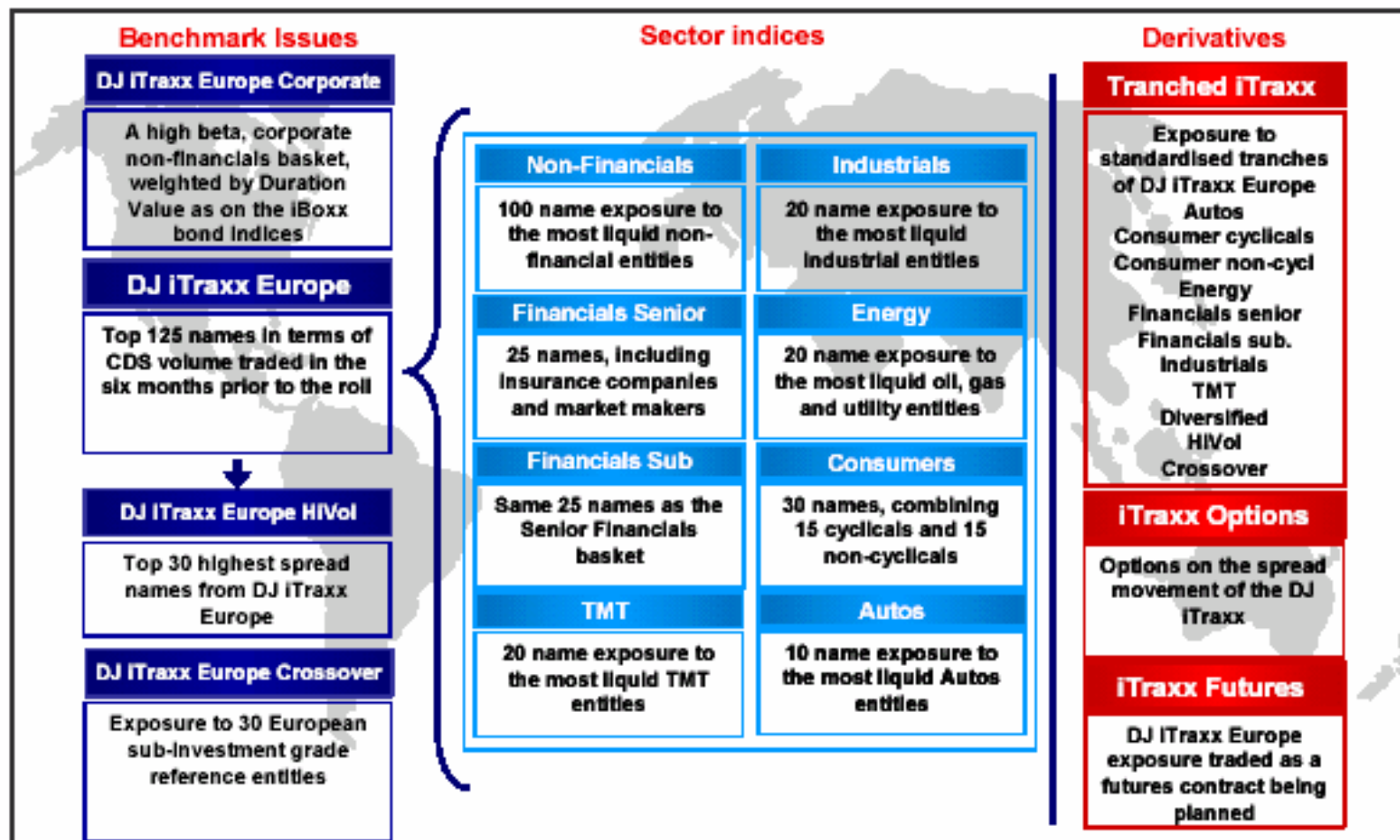
- Credit Default Swap
- Asset Backed Securities
- Obbligazioni convertibili sintetiche

# Credit Default Swap

CD  
S



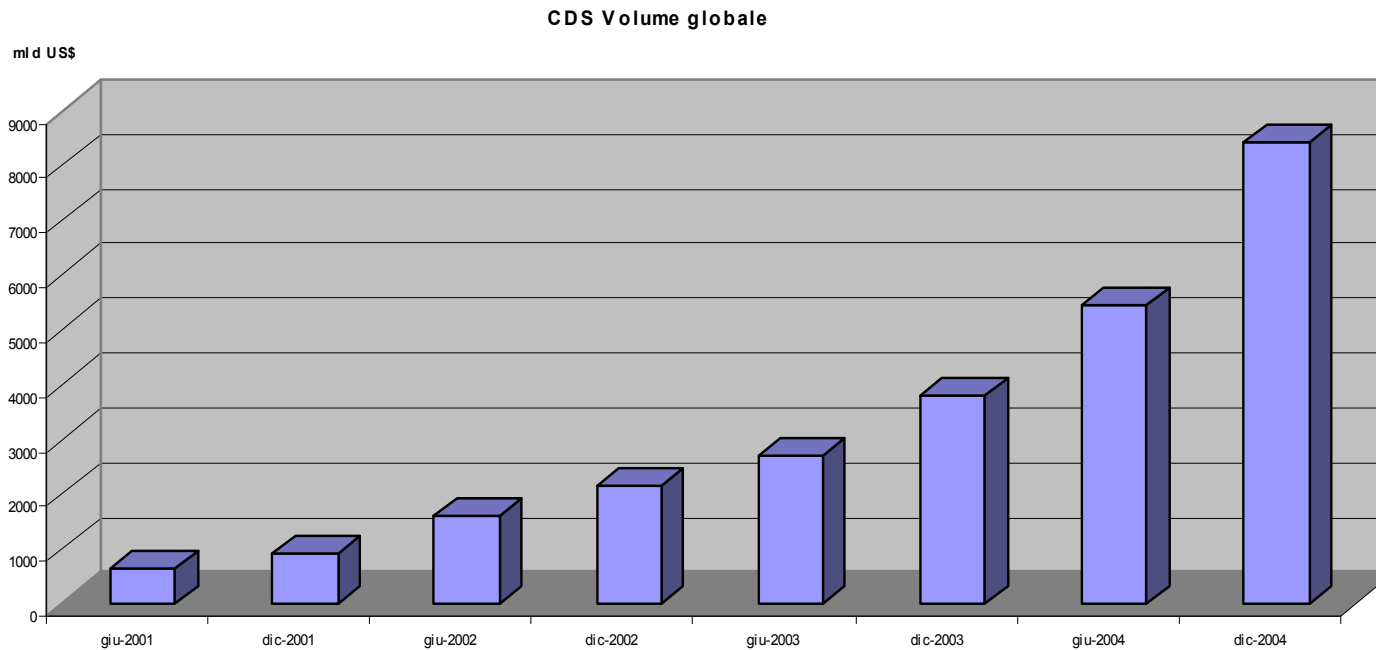
*Per CDS si intende un contratto derivato in base al quale, in caso di un predefinito evento di credito che coinvolga l'emittente di una specifica obbligazione, il compratore della protezione riceve dal venditore un pagamento o una serie di pagamenti che lo compensi della perdita di valore subita dal titolo di credito in oggetto o dal venir meno dei flussi di cassa che avrebbe dovuto ricevere dall'emittente*



# Credit Default Swap (CDS)

CD  
S

- Il mercato dei derivati di credito è nato nella seconda metà degli anni novanta e ha mostrato una crescita esponenziale negli ultimi anni con un importo di 8 trilioni di dollari statunitensi alla fine del 2004



Fonte: ISDA

# Scarsità del sottostante

- Creazione di posizioni attive long
  - Vendita di protezione
  - Utilizzata in caso di titoli non disponibili o che presentino caratteristiche non adatte
  - Anche a livello settoriale tramite gli iTraxx

# Strategie complementari

CD  
S

- Creazione di posizioni attive short
  - Acquisto la protezione senza acquistare il bond
  - Finora si poteva solo sottopesare o eliminare dal portafoglio il nominativo di cui si ha opinione negativa.
  - Tramite il CDS si può prendere posizione attiva short che scommette sul peggioramento del rischio di credito



# Opportunità di arbitraggio

CD  
S

- Arbitraggio basis trade

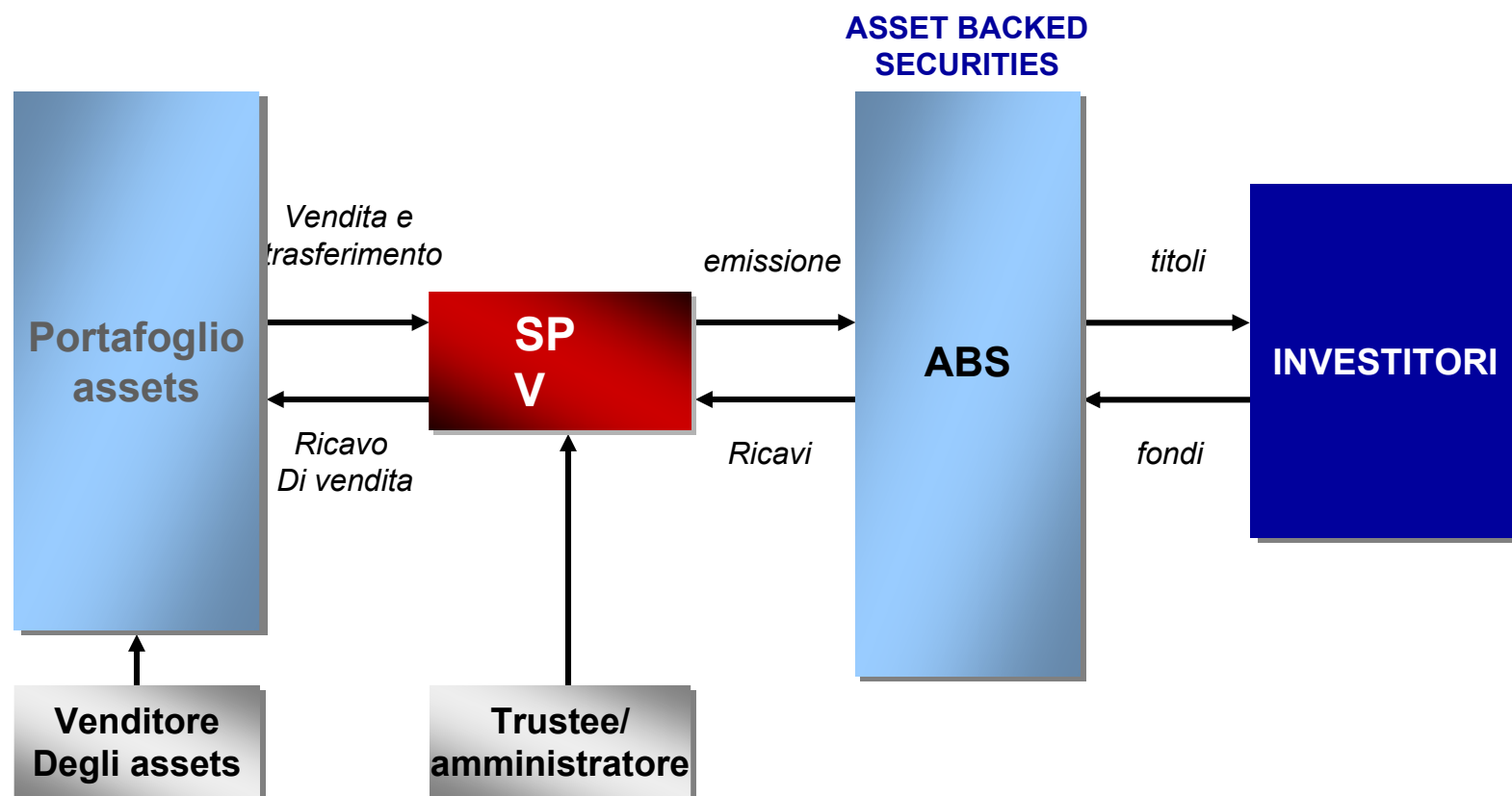
Potential Trade					
Negative Basis	CDS Spread	—	Bond's Par Equivalent Spread	<	0
					Buy bonds (long risk) Buy protection (short risk)

# Gestione dei rischi

CD  
S

- Hedging classico
  - Acquisto protezione tramite il classico hedging del rischio di credito

## Asset Backed Securities (ABS)



Titoli rappresentativi di debito, emessi da banche o finanziarie per conto di società che ne assicurano il pagamento attraverso il cash flow riveniente da crediti commerciali o prestiti di varia natura.

## Tipi di ABS in funzione dei titoli sottostanti

- I settori degli ABS sono tipicamente definiti in base ai titoli sottostanti
  - Prestiti auto, carte di credito, altri prestiti al consumo
  - Residential Mortgage Backed Securities (RMBS)
  - Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS)
  - Flussi di cassa totali da attività di business esternalizzate
    - Whole Business Securitisation
  - Cartolarizzazione di portafogli di corporate bonds/prestiti/credit default swaps
    - Collateralized Debt Obligation (CDO)
  - ABS e CDOs
    - CDO based on CDOs (CDO squared) e/o ABS

## ABS-Spreads e Corporate Bond-Spreads (in bp)

Sector	Type	AAA	AA	A	BBB
RMBS	Prime	9	19	28	60
	Non-Conforming	13	25	55	105
Consumer ABS	Credit Card	10	20	40	65
	Auto	8		30	
	Consumer loans	10	20		
CMBS	CMBS	19	30	50	100
	Whole Business / PubCo's	22		70	130
CDO	InvGrade Bonds/Loans	35	75	165	320
	High Yield / Leveraged Loans	30	70	120	240
	Structured Credit	35	75	135	250
	CDO <sup>2</sup>	60	105	160	340
Corporates	Asset Swap-Spreads	5	16	33	66

# Comparazione dei Rating Migration (1983 -2002)

## ABS 1983-2002 (1-Year Horizon)

		Final Rating						
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa or below
Initial Rating	Aaa	98.90%	0.89%	0.13%	0.04%	0.00%	0.00%	0.03%
	Aa	5.45%	91.46%	2.28%	0.63%	0.09%	0.03%	0.06%
	A	1.13%	2.74%	93.54%	1.82%	0.52%	0.07%	0.18%
	Baa	0.53%	0.65%	2.25%	90.40%	3.83%	1.26%	1.08%
	Ba	0.14%	0.06%	0.78%	3.99%	86.33%	3.24%	5.46%
	B	0.00%	0.06%	0.06%	0.46%	0.85%	88.95%	9.62%
	Caa or below	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.17%	0.34%	99.49%

## Corporate Bonds 1983-2002 (1-Year Horizon)

		Final Rating						
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa or below
Initial Rating	Aaa	89.83%	9.17%	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	Aa	0.79%	89.66%	9.04%	0.37%	0.09%	0.02%	0.03%
	A	0.05%	2.53%	90.68%	5.77%	0.70%	0.22%	0.04%
	Baa	0.05%	0.28%	5.94%	86.95%	5.25%	1.12%	0.41%
	Ba	0.01%	0.04%	0.61%	5.50%	82.59%	9.01%	2.23%
	B	0.01%	0.06%	0.23%	0.61%	6.19%	81.22%	11.68%
	Caa or below	0.00%	0.00%	0.00%	1.01%	2.57%	6.53%	89.88%

## Perchè gli ABS dovrebbero essere inclusi in un portafoglio globale?

- Profilo rischio/rendimento attrattivo:
  - Spreads maggiori rispetto agli equivalenti corporate bonds
  - Compensazione per
    - Minore liquidità
    - Maggior complessità
- ABS forniscono accesso al rischio di credito che non è disponibile nel mercato dei corporate bond (diversificazione)
- Struttura di rating complementare
  - Per i corporates, AAA è sostanzialmente disponibile solo nel settore finanziario
- Lo svantaggio della minore liquidità è di minore importanza nel contesto di portafoglio globale
  - Inflows/outflows, shifting pensabile attraverso altri componenti

### Le convertibili sintetiche



Una convertibile sintetica è un titolo consistente di un'obbligazione a bassa cedola (0 - 1%) associata a una call option di pari scadenza su un titolo liquido



# Le convertibili sintetiche

### ■ Perché convertibili sintetiche ?

- Alternative alle convertibili con troppa o troppo poca sensitività azionaria
- Mitiga la riduzione dell'universo delle convertibili disponibili / aumenta il numero di titoli potenzialmente investibili

# Le convertibili sintetiche sono un'alternativa al debole mercato primario

### ■ Vantaggi

- Maggior protezione contro il credit spread rispetto alle convertibili classiche, grazie al rating elevato degli emittenti selezionati
- Storicamente basso livello di volatilità a lungo termine (> 5 years)
- Basso rischio di tasso (tassi di interesse in crescita hanno un impatto positivo sulle call option a lunga scadenza)
- L'investitore può adattare la sensitività azionaria

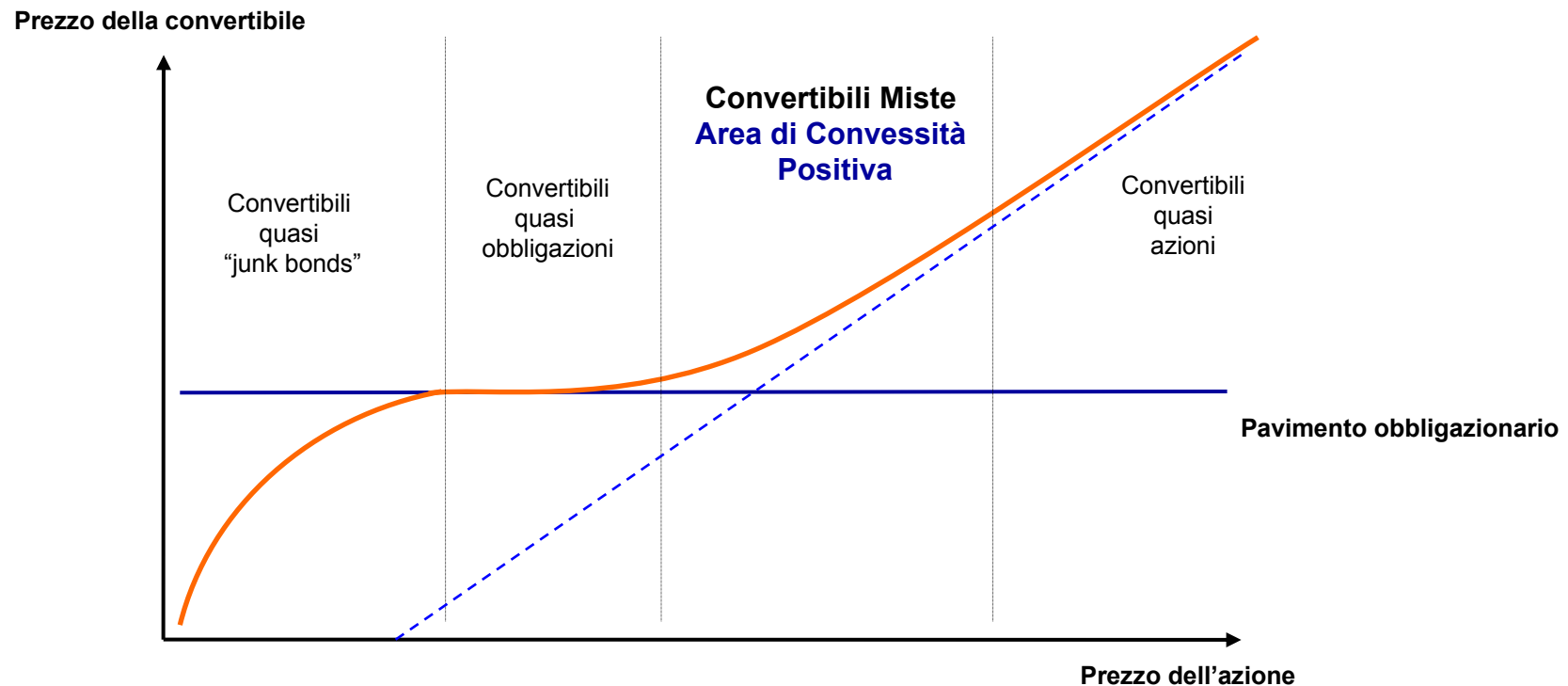
# Le convertibili sintetiche sono un'alternativa al debole mercato primario

### ■ Come usare le convertibili sintetiche

- Trasparenza di prezzo, se quotate in Lussemburgo
- Possibilità di rivenderle a qualsiasi controparte migliorando la liquidità
- Una convertibile con poca sensitività azionaria può essere sostituita con una sintetica con maggiore potenziale di rialzo
- Se si è positivi rispetto all'azione sottostante si può sostituire una convertibile ad alta sensitività con una sintetica con maggiore convessità
- Alcuni settori o azioni non appartengono all'universo delle convertibili. Le sintetiche permettono di creare posizioni anche su questi nominativi/settori

## Convertibili Miste

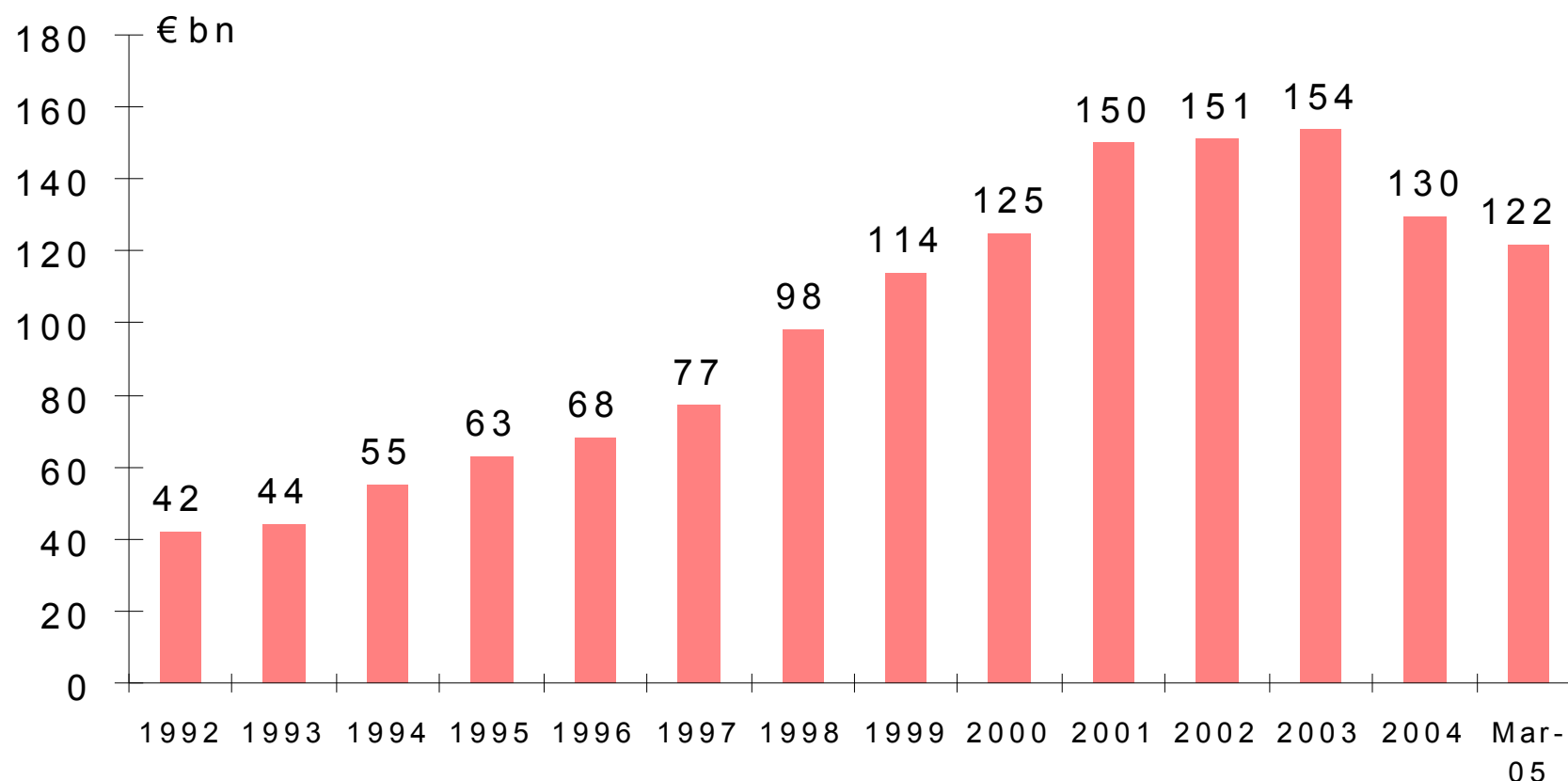
### Analisi di convessità



La convessità è determinata dal gamma della convertibile che misura il tasso di cambio del Delta ( la sensibilità ai movimenti dell'azione sottostante) rispetto all'andamento del prezzo dell'azione sottostante. Con una **convessità positiva**, la convertibile:

- partecipa in modo crescente ai rialzi dell'azione sottostante (Delta in aumento)
- partecipa in modo decrescente ai ribassi dell'azione sottostante (Delta in diminuzione)

### Capitalizzazione delle obbligazioni convertibili europee



Il mercato primario è gravato dalle minori necessità finanziarie delle società come dalla bassa volatilità

Source : Société Générale