

**Obbligazioni** Sale il numero di aziende del Ftse Mib bocciate al rating

# Chi si sfida in quel **BASKET**

**N**el salotto buono di Piazza Affari un titolo su cinque è junk, spazzatura. Con il declassamento di Telecom Italia per opera di Moody's e Standard & Poor's, sono diventate nove (su 40) le società del Ftse Mib costrette a subire l'onta del downgrade a livello speculativo. Tra queste, la Banca popolare di Milano il 18 novembre è stata definitivamente esclusa dal club degli investment grade, per mano di Fitch. Del resto, le banche sono ben rappresentate nel basket dei titoli speculativi quotati sul principale listino milanese. Accanto a Bpm si contano Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare e Bper. Completano la rosa Fiat, Cnh Industrial, Buzzi Unicem e Finmeccanica, tutti in area doppia B. Però non è detto che il giudizio di S&P e sorelle sia sufficiente da solo a tenere alla larga gli investitori da bond o azioni. E per vari motivi: intanto perché i prezzi delle stocks sono, non di rado, immuni alle notizie di un giudizio più severo sul merito creditizio dell'emittente. Del resto, se è vero che le obbligazioni dei fallen angels, cioè gli angeli caduti dal paradiso investment grade verso l'inferno speculativo, possono subire vendite forzate da parte degli investitori istituzionali non autorizzati a rimanere investiti nel mondo high yield, la correzione può favorire l'ingresso di qualcuno a prezzi più interessanti. Per esempio, basta considerare Telecom Italia, azienda rimasta sotto pressione per un po' di tempo in vista del passaggio a junk. «Ma i flussi in uscita sono alle spalle», spiega **Alberto Biolzi**, responsabile advisory di Cassa Lombarda, «il titolo a cinque anni rende il 4,25%: è uno dei

casi in cui conviene privilegiare il bond rispetto alla scommessa azionaria». A parere di **Gabriele Roghi**, responsabile della consulenza di Invest Banca, «risulta interessante il titolo convertendo da 1,3 miliardi, collocato a tempo record il 7 novembre con cedola annua del 6,12%. Di fatto, un aumento di capitale dilazionato». Che tuttavia, secondo molti osservatori, sarebbe insufficiente a risolvere i problemi dell'azienda guidata da **Marco Patuano**. Nel frattempo, digerita con malumore l'uscita in fretta da Telecom Argentina per 960 milioni di dollari, restano molti dubbi sulla governance e sul destino di Tim Brazil. La cui cessione fa discutere. «In un mercato europeo che si consoliderà, Telecom Italia è troppo piccola e debole per proporsi come un player vincente», chiosa **Luca Riboldi**, direttore investimenti di Banknord, «semmai potrebbe diventare preda. In questo caso, acquisirebbe il rating del predatore-acquirente, con buone prospettive per gli obbligazionisti».

## **BANCHE IN BILICO**

A settembre le sofferenze del sistema bancario sono cresciute a un tasso record del 22,8% su base annua. Senza dimenticare situazioni particolari. Il vertice di Mps ha varato un aumento di capitale da 3 miliardi di euro, ancora inadeguato secondo alcuni. A Milano, Bpm deve raccogliere almeno 500 milioni. Gli esperti suggeriscono di stare alla finestra, aspettando l'esito di queste operazioni, prima di prendere posizione. «Anche Bper e Banco

Da Telecom Italia a Buzzi Unicem, poi Fiat, Cnh Industrial, Finmeccanica e molte banche trasformate in junk. Ma è possibile ancora guadagnare



## QUANTO RENDE IL DOWNGRADE A PIAZZA AFFARI

Società	Rating			Totale bond emessi (miliardi di euro)	Totale bond in scadenza prossimi 3 anni	Titolo azionario			
	S&P	Moody's	Fitch			Prezzo azione (euro)	Dividend Yield (%)	P/e	Total return 12 mesi (%)
Fiat	BB- (s)	Ba3 (-)	BB- (-)	19,45	8,45	5,83	0,00	29,42	70,02
Bper	BB- (s)	nd	BB+ (-)	18,35	14,46	7,18	0,00	34,38	68,74
Finmeccanica	BB+ (s)	Ba1 (-)	BB+ (-)	6,17	0,63	5,37	0,00	21,79	38,86
Buzzi Unicem	BB+ (-)	nd	nd	1,06	0,44	12,76	0,39	66,11	37,71
Banco Popolare	BB (-)	Ba3 (-)	BBB (-)	74,67	54,96	1,42	0,00	31,51	30,36
Bpm	BB- (cw-)	B1 (-)	BB+ (-)	18,69	15,65	0,44	0,00	13,32	13,29
Telecom Italia	BB+ (-)	Ba1 (-)	BBB (-)	31,85	10,53	0,68	2,93	6,96	3,31
Mps	nd	B2 (-)	BBB (-)	96,79	78,68	0,19	0,00	nd	-5,94
Cnh Industrial	BB+ (s)	Ba1 (s)	nd	2,35	2,00	8,44	0,00	11,49	-10,97 (*)

Le società del Ftse Mib di Milano declassate a livello speculativo da una almeno delle tre maggiori agenzie di rating. Ordine decrescente secondo l'andamento a 12 mesi dei corsi azionari. Note: (\*) P/e=rapporto prezzo utili stimato per il 2013; (-) outlook negativo, (s) stabile, (cw-) credit watch negativo. Dati al 28 novembre 2013

Popolare potrebbero essere costrette a fare un aumento di capitale», ricorda Biolzi. Come se non bastasse, si avvicina l'ora dell'asset quality review (aqr), l'analisi degli attivi bancari da parte della Bce, a cui seguiranno gli stessi test dell'Eba. Soprattutto sull'esito dei primi si concentrano le preoccupazioni di alcuni analisti. «Le banche italiane hanno seguito politiche diverse in tema di accantonamenti», chiarisce Carlo De Vanna, gestore azionario del Gruppo Ersel, «ci sono istituti che rispettano

regole più prudentiali e magari sono già avanti nella pulizia dei bilanci, come Intesa e Unicredit. Le popolari, invece, appaiono decisamente più fragili, specie il Banco Popolare al quale il mercato riconosce i multipli più bassi del settore, insieme a Mps». L'analisi sugli attivi e le eventuali mosse di rafforzamento patrimoniale che scaturiranno sembrano invece provvidenziali, se viste con gli occhi degli obbligazionisti.

Come mai? Ecco perché: i titoli garantiti di Mps e Banco Popolare rendono a scadenza (nel 2016) rispettivamente il 2,80 e 2,25%. Con i senior si guadagna un po' di più, ma la carta in circolazione è poca e si concentra, in media, sulla parte breve della curva, sotto i tre anni. Quanto ai subordinati, ricorda Riboldi, «hanno corso molto: i prezzi sono corretti, in alcuni casi addirittura cari». Inoltre, le nuove regole comunitarie sui salvataggi bancari sono penalizzanti per i detentori di bond subordinati. A quella stregua, secondo Roghi, «meglio puntare sull'azionario».

### CEMENTO A PRESA RAPIDA

Agli analisti interpellati da *Il Mondo* le azioni Buzzi Unicem piacciono. Ma prima di posizionarsi sul titolo, ai prezzi correnti, ritengono sia indispensabile attendere segnali più chiari sul fronte della ripresa europea. Sul lato bond, l'emissione a tre anni rende il 2,7%: poco secondo gli esperti. Su Fiat, il grande dilemma riguarda, invece, la fusione con Chrysler. «L'ipotesi più probabile è che alla fine si troverà un accordo con i sindacati

americani, alle prese con un rilevante deficit pensionistico: dopo la fusione arriverebbe la quotazione a Wall Street. E importanti sinergie nella gestione di cassa», rileva De Vanna. Sulle prospettive dell'azienda guidata da Sergio Marchionne invece, Biolzi non ha un'opinione positiva. Preoccupano i dati delle vendite in Europa e il calo degli utili in America Latina. Sul versante obbligazionario, le Fiat danno meno del 4% su scadenze 2016-2017. «Trattandosi di una BB-», conclude Roghi, «il rischio non è correttamente remunerato». Su Cnh Industrial, società nata dalla fusione di Fiat Industrial e della controllata americana Cnh, De Vanna è positivo: «Ottima azienda. Nonostante le difficoltà del comparto, non ho una visione negativa, visti i multipli non troppo alti». Biolzi si dice d'accordo sulle buone prospettive azionarie ma suggerisce cautela per le emissioni obbligazionarie, ritenute care. Quanto a Finmeccanica, gli esperti sono ottimisti: è vero che Ansaldo Breda resta un «vuoto a perdere», ma ci sono aspetti che possono trasformare la capogruppo sul listino in una bella storia di ristrutturazione, dalla costituzione della newco entro cui confluirà parte dell'attività dell'azienda, alle prospettive di una cessione di Ansaldo Sts fino alla presenza nel bacino della holding di business molto solidi, come Agusta per il comparto aeronautica e difesa. Non a caso, per il bond settennale da 700 milioni di euro appena lanciato e con un rendimento a scadenza del 4,7%, erano arrivati ordini addirittura per 3,3 miliardi. Sul mercato da molti è considerato un buon affare.

PierEmilio Gadda