



Stress test sui junk bond con Wind

L'operatore tlc emetterà 2,7 miliardi di euro di nuovi titoli. Intanto la frenata delle Borse riporta il rendimento del Bund a quota 3,5% dopo il top al 3,75%

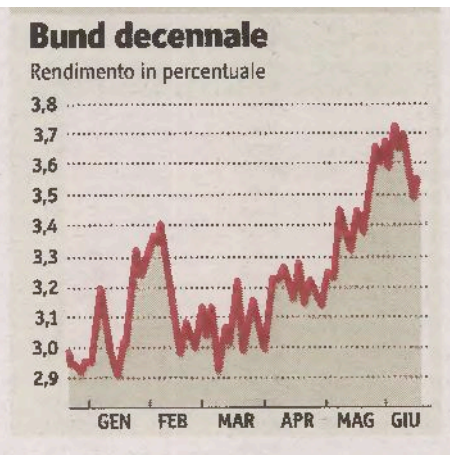
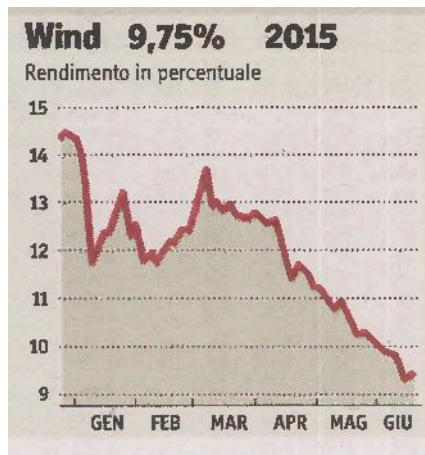
CORRADO CAPACCI*

La settimana ha registrato un buon rimbalzo sui titoli di Stato che beneficiano della correzione delle Borse e della fine del pesante ciclo di aste in Europa e America. Rendimenti in calo al 3,5% sul Bund decennale (il massimo recente si era visto a 3,75%) sembrano più in linea con l'incerta congiuntura economica.

Sull'euromercato delle obbligazioni societarie continuano le nuove emissioni (Imperial Tobacco, Edp, Tesco, Sainsbury, Ericsson e Lafarge tra i vari emittenti della settimana) senza che la domanda mostri segni di cedimento. Il mercato si sta gradualmente riaprendo anche a emissioni di minore qualità; questa settimana abbiamo visto il collocamento di nuove obbligazioni subordinate perpetue da parte di Crédit Agricole e Standard Chartered e vale la pena ricordare che tre mesi fa tutti davano per definitivamente morto questo segmento di mercato.

Anche il mercato delle emissioni high yield europee sta per vivere il suo primo vero test. È di giovedì 18, infatti, l'ufficializzazione della notizia che Wind sta per emettere 2,7 miliardi di nuove obbligazio-

L'operatore tlc emetterà 2,7 miliardi di euro di nuovi titoli. Intanto la frenata delle Borse riporta il rendimento del Bund a quota



ni che serviranno sostanzialmente a ripagare i debiti della holding. Se l'operazione andrà in porto, i vecchi obbligazionisti high yield (emissione scadenza 2015) saranno ricompensati per il maggior rischio con un «una tantum» del 7% e un incremento della cedola dal 9,75% all'11%, mentre i creditori della holding (cosiddetto pik loan scadenza 2011) saranno rimborsati a 101. Per via della nuova obbligazione in arrivo,

mentre il debito della holding verrà completamente estinto, il debito di Wind salirà dunque da 3,1 a 4,5 volte il margine operativo lordo stimato per il 2009, un livello comunque non allarmante considerata la capacità di Wind di generare cassa e ridurre il debito nel tempo.

• Stride il confronto tra una possibile nuova obbligazione Wind, con rendimenti a doppia cifra e provate capacità di rientrare del



debito, e le obbligazioni Telecom Italia che, pur essendo meno indebitata (3,2 volte il margine operativo lordo), rende su scadenze simili meno del 6% e deve ancora dimostrare di poter rimborsare i suoi debiti. Questo è un esempio di come sul mercato delle obbligazioni societarie ci siano molte opportunità da cogliere disponendo delle adeguate informazioni e cultura di base.

È però un peccato che tutte queste opportunità di investimento non potranno essere colte dagli investitori italiani ai quali le nuove emissioni obbligazionarie sono sostanzialmente precluse sia in sede di collocamento (a meno che non venga espletata la pratica Consob di offerta pubblica che dura oltre un mese, mentre sull'euromercato si chiude un'emissione in circa un'ora) sia sul mercato secondario (visto che l'intermediario che vende dovrebbe garantire per un anno all'acquirente la solvibilità dell'emittente).

**Compass am e gestore di CompAM Bond Euro e CompAM Bond Risk*