

# Corporate Hybrid: quali opportunità in un mercato in espansione

Ad uso esclusivo degli Investitori Professionali in Italia



**Lyndon Man, CFA**  
Co-Head, European Investment Grade Credit  
**Invesco Fixed Income, London**

**Luke Greenwood**  
Co-Head, European Investment Grade Credit  
**Invesco Fixed Income, London**

**Negli ultimi anni abbiamo assistito a un aumento dell'emissione di strumenti ibridi da parte di società europee. Tali strumenti finanziari offrono il potenziale di rendimenti superiori rispetto al debito senior della società. I rendimenti superiori, ovviamente, sono associati a un livello di rischio più elevato. Un'attenta selezione dei titoli è fondamentale. Invesco adotta un approccio ampio e coerente basato sulle risorse a livello globale per individuare opportunità in questa asset class in crescita.**

## Cosa sono i corporate hybrid?

I titoli societari ibridi sono obbligazioni subordinate con coniugano alcune caratteristiche di debito e azioni. Sono doppiamente interessanti:

- I titoli societari ibridi sono spesso interessanti per gli emittenti poiché vengono in parte considerati a livello di azioni dalle agenzie di rating, il che aiuta a sostenere i rating creditizi degli emittenti.
- I titoli societari ibridi offrono agli investitori l'opportunità di trarre vantaggio da situazioni idiosincratice a rendimenti interessanti.

Sono simili ai titoli di capitale convertibili contingenti emessi dalle società finanziarie, tuttavia vengono emessi da società non finanziarie. Sebbene l'asset class abbia registrato una crescita notevole negli ultimi anni, non è certo una novità. È presente da oltre dieci anni, da quando, nel 2003, la società tedesca nel settore dei gas tecnici, Linde, ha immesso sul mercato obbligazioni ibride. All'epoca, queste obbligazioni erano generalmente considerate come dei semplici e costosi titoli di debito, con scarso riconoscimento delle loro caratteristiche azionarie.

È stato solo nel 2005 che Casino, il gruppo distributivo francese, ha emesso titoli ibridi che permettevano a Standard and Poor's (S&P) di trattarli in parte come azioni grazie alla loro scadenza "perpetua" e alla capacità dell'emittente di differire cedole. Le obbligazioni erano interessanti per gli investitori di credito, i quali riconoscevano che la caratteristica di "debito" forniva finanziamenti e supportava i rating creditizi dell'emittente (dal momento che le agenzie li consideravano solo in parte come debito). Hanno inoltre contribuito a soddisfare gli investitori azionari, poiché le caratteristiche "azionarie" erano viste come un modo efficace per aumentare il capitale senza diluire la proprietà degli azionisti esistenti. Da quel momento in poi, abbiamo assistito a una crescita esponenziale nel settore dei titoli societari ibridi, grazie ai vantaggi che offrivano sia agli investitori che agli emittenti.

La maggior parte dei titoli societari ibridi è classificata come investment grade, sebbene si stia sviluppando un segmento high yield del mercato. Attualmente, la maggior parte dei titoli ibridi sono emessi da soggetti europei. I volumi di emissione più elevati hanno riguardato i settori delle telecomunicazioni e dei servizi di pubblica utilità europei. Ciò non sorprende, dal momento che i cambiamenti strutturali in questi settori stanno esercitando pressioni sulla qualità del credito societario. Per quanto riguarda i servizi di pubblica utilità, i cambiamenti strutturali riguardano la decisione dei governi europei di puntare sull'energia a basse emissioni di carbonio, il che si traduce in parametri di credito sotto pressione in parte a causa dalle maggiori esigenze di spesa in conto capitale. Poiché le agenzie di rating trattano i titoli ibridi in parte come azioni, questi vengono spesso emessi da società che affrontano tali sfide fondamentali come modo per reperire finanziamenti proteggendo al contempo i loro rating creditizi.



## Perché gli investitori obbligazionari dovrebbero prendere in considerazione gli strumenti ibridi

Sono tre le caratteristiche fondamentali che cerchiamo in una asset class prima di considerare il possibile investimento da un punto di vista strategico:

1. Ottimi rendimenti potenziali non solo su base assoluta e relativa, ma anche in termini aggiustati per il rischio per ridurre la volatilità dei rendimenti.
2. Crescita sostenibile e longevità dell'asset class (come la domanda da parte di emittente e investitore), per favorire la liquidità e assicurare un maggiore livello di trasparenza.
3. Caratteristiche distintive che permettono la differenziazione tra titoli (come struttura e caratteri dell'obbligazione) per permettere agli investitori di individuare errori nella determinazione del prezzo e generare alfa.

Riteniamo che i titoli societari ibridi soddisfino tutti i requisiti sopra citati e riconosciamo i vantaggi dell'investire nell'asset class ibrida societaria come parte del portafoglio del reddito fisso. In questo documento, miriamo a fornire un quadro completo di questa asset class ed esaminare in dettaglio queste caratteristiche di investimento, nonché evidenziare i principali fattori di rischio da considerare prima di investire in questi titoli.

## I titoli ibridi attraggono sia gli emittenti che gli investitori

Il mercato interesse di emittenti e investitori per i titoli ibridi contribuisce a spiegare la rapida espansione in questo mercato. È probabile che i diversi incentivi volti a incoraggiare emissioni e investimenti continuino a generare liquidità in questa asset class, che riteniamo positiva dal punto di vista degli investimenti.

### ■ Vantaggi per gli emittenti

Sebbene gli strumenti ibridi rappresentino una forma di finanziamento più costosa del debito senior, le società possono utilizzarli al fine di sostenere i propri parametri di credito e rating investment grade, dal momento che sono in parte considerati a livello di azioni dalle agenzie di rating. Possono inoltre utilizzarli per finanziare acquisizioni. In effetti, molti dei primi titoli ibridi sono stati progettati per permettere alle società di finanziare acquisizioni e ristrutturazioni senza danneggiare il rating creditizio. Oggigiorno, le società possono anche scegliere di emettere titoli ibridi per aumentare la loro flessibilità finanziaria o per diversificare e ampliare il loro pubblico di investitori. A differenza dei dividendi, gli interessi pagati sui titoli ibridi possono essere detraibili per l'azienda, a seconda della giurisdizione.

### ■ Vantaggi per gli investitori

Gli strumenti ibridi comportano più rischi rispetto al debito senior. Tuttavia, in molti casi gli investitori vengono potenzialmente compensati per questi rischi aggiuntivi con un rendimento aggiuntivo. A nostro avviso, ciò rende questi strumenti finanziari un investimento potenzialmente interessante, in particolare nell'attuale contesto di bassi interessi. Come menzionato in precedenza, le società che emettono ibridi sono spesso sotto pressioni significative. Tuttavia, gli emittenti di questi titoli sono generalmente classificati nella categoria investment grade (a livello senior). In generale, abbiamo una preferenza per gli emittenti che pensiamo siano più pronti ad affrontare tali fondamentali pressioni nei prossimi anni. Ecco perché siamo favorevoli a investire nelle emissioni ibride di una selezione di queste società. Sebbene spesso non rileviamo valore nel debito senior di queste società, riteniamo che gli investitori possano essere ben compensati a un livello inferiore della struttura di capitale.

# Profilo di un titolo societario ibrido

I titoli ibridi sono simili alle obbligazioni in quanto pagano cedole prefissate non legate all'andamento gestionale. Sono simili alle azioni in quanto le loro cedole possono essere differite in modo indefinito a scelta dell'emittente, mentre le loro scadenze sono perpetue o molto lunghe. Grazie a tali caratteristiche simili alle azioni, le agenzie di rating tendono a trattare questi strumenti come 50% debito e 50% azione. Essi ottengono generalmente un rating due gradini al di sotto del rating senior non garantito, che rispecchia la subordinazione delle obbligazioni ibride e la possibilità di differire il pagamento degli interessi. Il rating composito medio degli ibridi societari è generalmente BBB, che riflette il loro status di subordinati rispetto al debito senior di quelle che sono tipicamente società di altissima qualità.

In pratica, questi strumenti diventano redimibili dopo un certo numero di anni (spesso, ma non sempre, cinque) dall'emissione. La redimibilità rende questi strumenti più convenienti per gli emittenti; ad esempio, il tasso della cedola può avvicinarsi di più a quello del rendimento a cinque anni rispetto a 50.

Per quanto riguarda lo status senior, i titoli ibridi si collocano tra il debito senior non garantito di una società e il suo capitale primario. Di conseguenza i titoli ibridi comportano un rischio maggiore rispetto al debito senior a causa del rischio di subordinazione. Sono inoltre soggetti al differimento delle cedole e al rischio di estensione (il rischio di Non-call alla prima call date). Tuttavia, gli investitori vengono potenzialmente compensati per questi rischi aggiuntivi con un rendimento aggiuntivo. A nostro avviso, ciò rende i titoli ibridi selezionati con attenzione un'opportunità interessante, in particolare nell'attuale contesto di bassi interessi.

Le differenze nella struttura e nei caratteri dei titoli ibridi, insieme alla loro emissione in un'ampia gamma di settori, generano dispersione degli spread che, a nostro avviso, crea valore relativo o opportunità alfa per gli investitori.

## Alcune delle caratteristiche principali dei titoli societari ibridi comprendono:

**L'opzione di differimento delle cedole:** Le cedole possono essere differite a scelta dell'emittente. Le cedole differite possono essere cumulative o cumulative e composte. Alcuni ibridi hanno anche clausole di differimento delle cedole obbligatorie in base alle quali le cedole vengono differite se, ad esempio, viene violato un determinato rapporto di credito. Preferiamo che le cedole differite siano sia cumulative che composte.

**Cedole crescenti nel tempo:** Sebbene le strutture ibride non siano uniformi, la cedola normalmente viene riadeguata alla prima call date a un tasso di swap a 5 anni più lo spread di emissione del titolo ibrido, senza alcun incremento. Spesso, la cedola aumenta di 25 punti base alla successiva data di riadeguamento, seguita da altri 75 punti base in seguito.

**Clausole che possono incentivare un rimborso anticipato:** Tipicamente, queste clausole si riferiscono a un "evento contabile" (modifica della contabilizzazione di un titolo ibrido), "evento fiscale" (modifica del regime fiscale di un titolo ibrido) o "evento di rating" (modifica della metodologia dell'agenzia di rating che si traduce in un vantaggio azionario minore). Il prezzo di rimborso è fisso (spesso a 101) o basato su un importo previsto contrattualmente ("make-whole"). (L'importo make-whole è il prezzo di rimborso definito in termini di spread nel prospetto dell'obbligazione, ad esempio, "rendimento del Bund più 50 punti base"). La nostra preferenza va alle clausole che fanno riferimento all'importo make-whole, sebbene oggi queste siano relativamente rare.

**Dividend pusher e dividend stopper:** Il dividend pusher implica che il pagamento di dividendi costituisce un pagamento obbligatorio di interessi differiti. Il dividend stopper implica che il differimento delle cedole impedisce alla società di pagare i dividendi. Consideriamo queste caratteristiche favorevoli nell'ambito del processo di analisi dei termini di differimento delle cedole.

**Clausola di replacement capital (capitale di sostituzione):** Secondo questa clausola, la società è obbligata a (o intende) sostituire il titolo ibrido con uno strumento simile o di ranking inferiore nel caso di call. Laddove sia prevista tale clausola, preferiamo titoli ibridi per i quali la data di efficacia della clausola corrisponda al giorno successivo alla prima call date. Questo perché se la clausola entra in vigore un giorno dopo la prima call date, vi sono maggiori possibilità che il titolo ibrido venga richiamato rispetto al caso in cui la clausola sia effettiva dall'emissione. Ciò si traduce in un minor rischio di estensione (vedere di seguito).

# Come analizziamo gli ibridi societari?

## 1. Fondamentali del credito

Nell'esaminare i fondamentali societari sottostanti, spesso scopriamo che la società si trova a dover affrontare alcune fondamentali pressioni e che il titolo ibrido viene quindi utilizzato per mantenere l'affidabilità creditizia e i rating creditizi della stessa. Come menzionato in precedenza, a nostro avviso, gli emittenti che vale la pena considerare sono i crediti investment grade che hanno il potenziale per resistere alle pressioni immediate nel medio termine. Ecco perché la stima del rating creditizio è una parte fondamentale dell'analisi.

## 2. Struttura ibrida

- **Rischio di estensione:** Il rischio che lo strumento non venga richiamato alla prima call date; ciò presuppone che gli investitori saranno tenuti a sostenere l'impatto dell'estensione della durata e il relativo ampliamento degli spread. Pertanto, esaminiamo una serie di fattori che potrebbero indurre un emittente a richiamare o meno un'emissione ibrida alla prima call date. Ad esempio, se la società è in grado di rifinanziare il titolo ibrido a un tasso inferiore rispetto al livello di riadeguamento della cedola alla prima date call, è probabile che questo venga richiamato.

*Vantaggio azionario:* determiniamo inoltre se lo strumento perderà il vantaggio azionario attribuito da S&P alla prima call date. La perdita del vantaggio azionario costituisce un incentivo al rimborso. Considerando i titoli ibridi più recenti, notiamo che S&P tende a perdere il vantaggio azionario alla prima call date poiché le obbligazioni vengono considerate come meno permanenti o meno simili alle azioni.

*Clausola di replacement capital (capitale di sostituzione):* Esaminiamo inoltre i dettagli di una cosiddetta clausola vincolante di "replacement capital". Secondo questa clausola, se presente, la società è obbligata a sostituire il titolo ibrido con uno strumento simile o di ranking inferiore nel caso di call. Siamo in grado di valutare la probabilità di richiamo dalla data di efficacia di questa clausola. Se la clausola entra in vigore un giorno dopo la prima call date, situazione che si verifica con frequenza, vi sono maggiori possibilità che il titolo ibrido venga richiamato rispetto al caso in cui la clausola sia effettiva dall'emissione. La logica alla base è che le società generalmente preferiscono evitare di essere vincolate da una clausola del genere, preferendo mantenere la loro flessibilità nei finanziamenti.

*Reputazione:* L'importanza della reputazione è un fattore rilevante per la nostra valutazione del rischio di estensione. Al fine di soddisfare le aspettative degli investitori e, di conseguenza, mantenere l'accesso al mercato degli strumenti ibridi, una società potrebbe tendere a richiamare il titolo ibrido anche se non è in grado di rifinanziarlo a un tasso inferiore rispetto al livello di riadeguamento della cedola alla prima date call.

- **Differimento della cedola:** Oltre al rischio di estensione, consideriamo anche i termini di differimento della cedola. Preferibilmente, eventuali cedole differite tenderanno ad accumularsi su base cumulativa fino a quando non vengono pagate. I dividend pusher e dividend stopper sono anch'essi caratteristiche di supporto per l'analisi dei termini di differimento della cedola. Nel considerare tali caratteristiche troviamo utile esaminare anche la storia della distribuzione dei dividendi.
- **Cash price:** Nell'esaminare la struttura del titolo ibrido consideriamo anche il suo cash price. Questo perché, in caso di rimborso anticipato a un prezzo di 101 (il più comune) e se il titolo ibrido presenta una quotazione superiore a 101, il potenziale di perdita è maggiore rispetto al caso in cui l'ibrido presenti un cash price inferiore.

## 3. Valore relativo

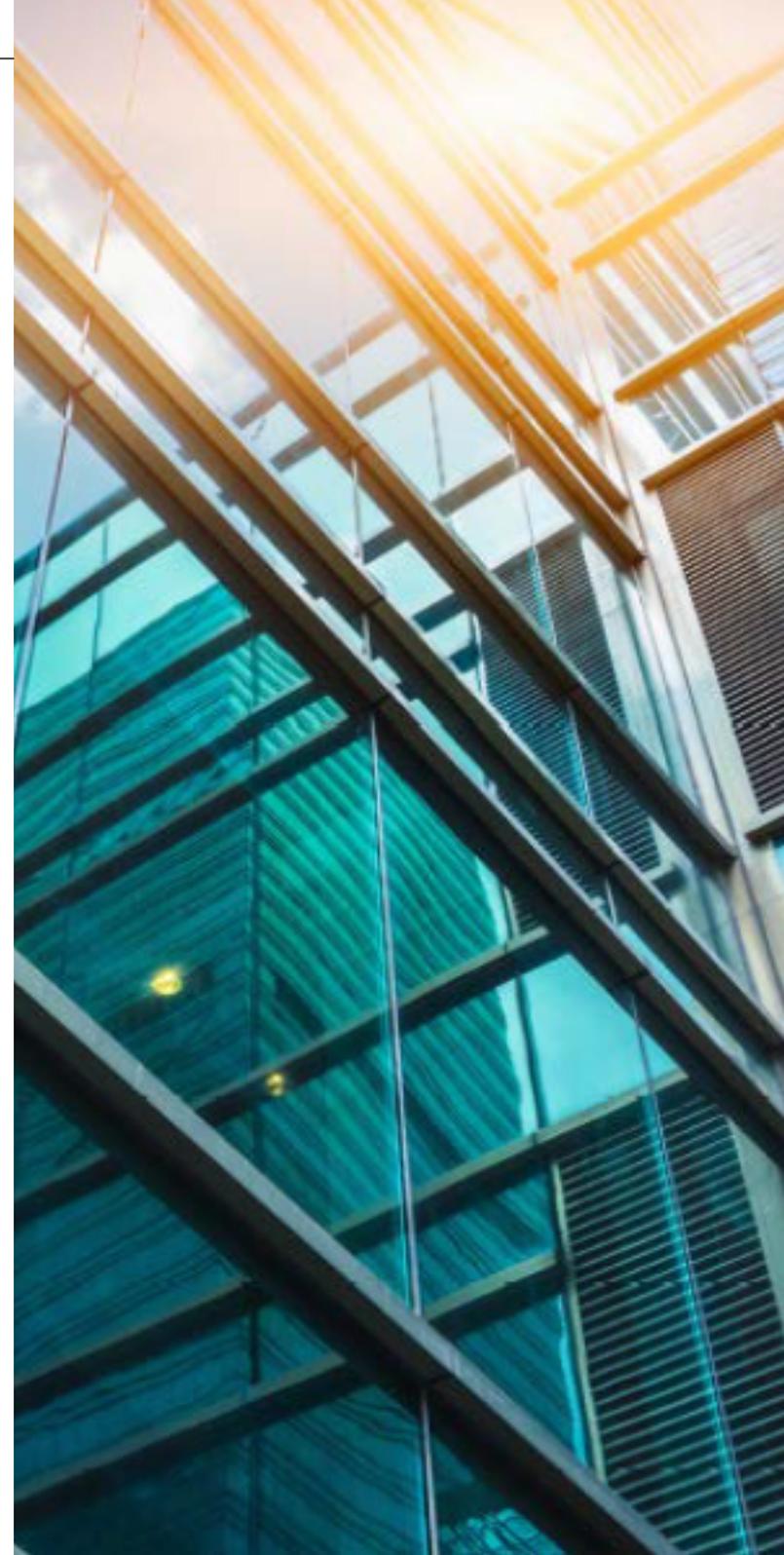
Al fine di esaminare il valore relativo, prendiamo in considerazione spread, spread di break-even (spread/duration), spread di pick-up sul debito senior, spread per turn of leverage (spread/(debito/EBITDA) e spread di pick-up per turn of leverage. Confrontiamo tali misure nell'ambito dei vari titoli ibridi per individuare quelli che sembrano convenienti o costosi. Esaminiamo un titolo ibrido basandoci sull'intera gamma di misure (oltre all'analisi dei fondamentali del credito e della struttura ibrida).

## Conclusione

Nell'analizzare i titoli ibridi, gli investitori dovrebbero prendere in considerazione tutti e tre i componenti precedentemente descritti: i fondamentali societari sottostanti, la struttura ibrida e il valore relativo. Riteniamo che al momento, di questi tre componenti, il mercato tenda a dare meno valore alla struttura. Tuttavia, siamo convinti che la considerazione della struttura dello strumento ibrido acquisterà sempre più importanza nel tempo, con l'accrescere della familiarità degli investitori con questi strumenti.

A nostro avviso, il premio aggiuntivo offerto dai titoli ibridi, in aggiunta al rendimento associato al debito senior, rende tali strumenti finanziari, accuratamente selezionati, un investimento interessante. Il rendimento addizionale è particolarmente appetibile nell'attuale contesto di bassi interessi. È probabile che la crescita del mercato sarà guidata da società che cercano di proteggere i propri rating creditizi e potenzialmente da società che cercano di finanziare operazioni di fusione e di acquisizione limitando al contempo l'impatto sui loro rating creditizi.

Crediamo che una maggiore familiarità degli investitori con questi strumenti finanziari e il continuo sviluppo dei mercati dovrebbero sostenere la crescente domanda di questa asset class in espansione.



---

**Avviso di rischio**

Il valore degli investimenti e qualsiasi reddito da essi derivante possono oscillare. Ciò è dovuto in parte a fluttuazioni dei tassi di cambio. Gli investitori potrebbero non ottenere l'intero importo inizialmente investito.

**Informazioni importanti**

Documento riservato agli investitori professionali in Italia.

Si prega di non redistribuire.

Le informazioni riportate in questo documento sono aggiornate alla data del 30 ottobre 2020, salvo ove diversamente specificato.

Il presente documento contiene informazioni fornite unicamente a scopo illustrativo e si rivolge esclusivamente agli investitori professionali in Italia. Il materiale di marketing possono essere distribuiti in altre giurisdizioni nel rispetto delle normative di collocamento privato e dei regolamenti locali. Tutte le decisioni di investimento devono essere basate solo sui documenti di offerta legale più aggiornati. I documenti di offerta legale (documento contenente le informazioni chiave (KIID), prospetto, relazioni annuali e semestrali) sono disponibili gratuitamente sul nostro sito web [etf.invesco.com](http://etf.invesco.com) e presso i soggetti collocatori. Il presente documento non costituisce un consiglio di investimento. Le persone interessate ad acquisire quote del prodotto devono informarsi su (i) i requisiti legali nei paesi di nazionalità, residenza, residenza ordinaria o domicilio; (ii) eventuali controlli sui cambi valutari e (iii) eventuali conseguenze fiscali rilevanti. La pubblicazione del supplemento al prospetto in Italia non sottintende un giudizio da parte della CONSOB sull'opportunità di investire in un prodotto. L'elenco dei prodotti quotati in Italia, i documenti dell'offerta e il supplemento di ciascun prodotto sono disponibili sui seguenti siti: (i) [etf.invesco.com](http://etf.invesco.com) (dove sono inoltre disponibili la relazione annuale di bilancio certificata e i rendiconti semestrali non certificati); e (ii) sul sito Web della borsa valori italiana [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it).

Il presente documento è stato comunicato in Italia da Invesco Management S.A., President Building, 37A Avenue JF Kennedy, L-1855 Luxembourg, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier, Luxembourg.