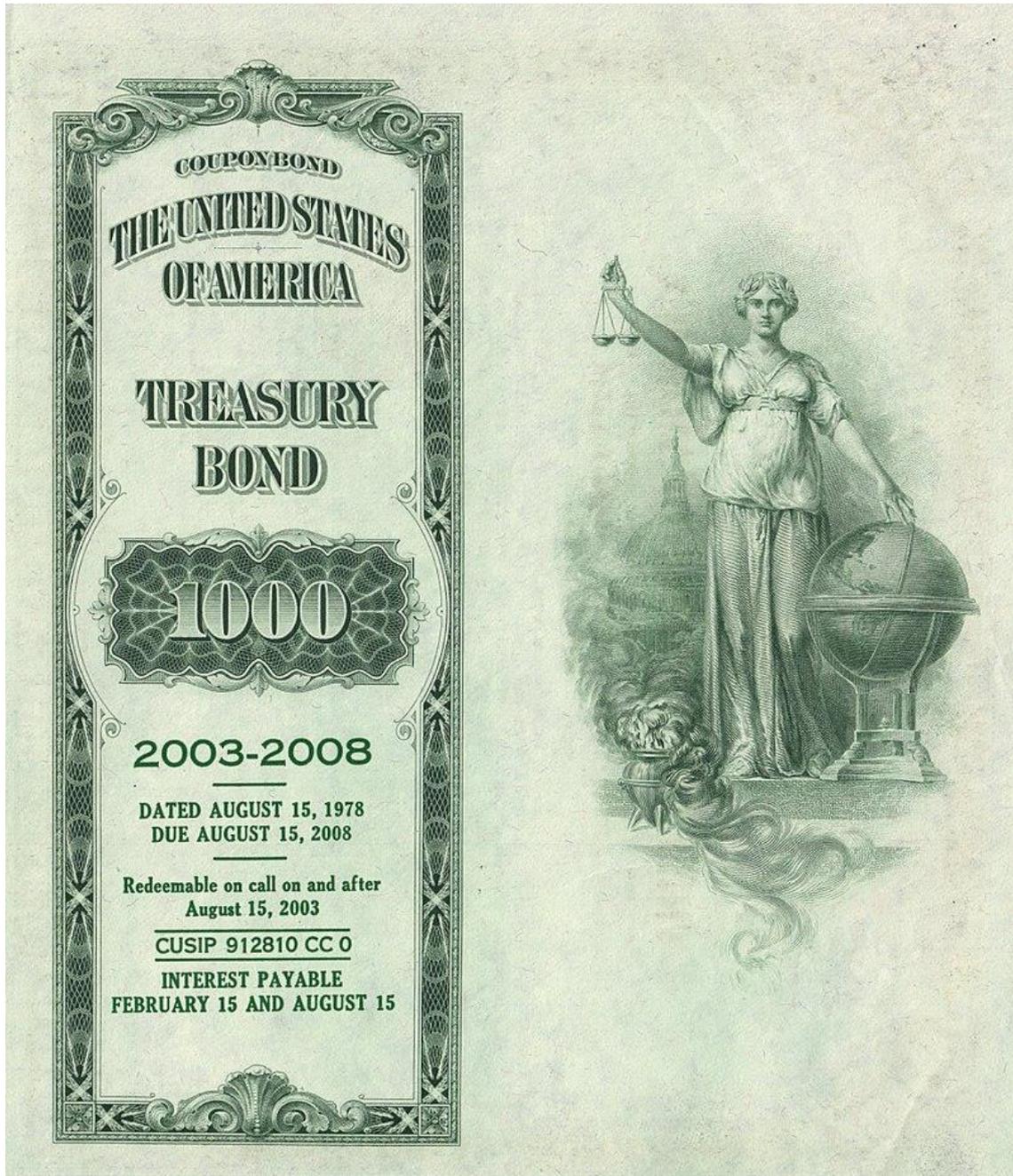


Conoscere gli strumenti finanziari: i titoli obbligazionari

Di Guido Gallico¹



Un certificato corrispondente ad un titolo obbligazionario emesso nel 1978 dal governo federale degli Stati Uniti d'America ed avente durata trentennale (1978 – 2008)

¹ Docente presso l'Università degli Studi di Brescia e presso l'Istituto Paritario "Giovanni Paolo II" di Brescia

Sommario

<i>Capitolo 1. Le obbligazioni e gli altri titoli a reddito fisso</i>	1
1.1 Classificazione in funzione della remunerazione	2
1.2 Classificazione in funzione della modalità di rimborso	2
1.3 Classificazione in funzione della valuta di denominazione	3
1.4 Classificazione in funzione dell'emittente	3
1.5 Altre particolari tipologie obbligazioni	4
<i>Capitolo 2. Il rendimento dei titoli obbligazionari</i>	5
2.1 Prezzi di vendita e acquisto: la quotazione delle obbligazioni	5
2.2 Le cedole	6
<i>Capitolo 3. Gli indicatori di rendimento per i titoli obbligazionari</i>	8
3.1 Rendimento di obbligazioni a tasso fisso e zero coupon	8
3.2 Rendimento di obbligazioni a tasso variabile	9
3.3 Costi di transazione e oneri fiscali	9
<i>Capitolo 4. I principali titoli di Stato italiani ed internazionali</i>	10
4.1 Titoli di Stato italiani	10
4.2 Titoli di Stato internazionali	11
<i>Approfondimento: Cedole, prezzo del titolo e "stacco cedola"</i>	12
<i>Bibliografia</i>	16

Capitolo 1. Le obbligazioni e gli altri titoli a reddito fisso

Le obbligazioni sono strumenti finanziari rappresentativi di un debito acceso da una società privata o da un ente pubblico per finanziarsi.

Costituiscono quindi:

- Un *titolo di debito* per il soggetto emittente;
- Un *titolo di credito* per il soggetto acquirente (l'investitore);

I titoli obbligazionari garantiscono all'acquirente:

- Il *rimborso del capitale* al termine del periodo prestabilito;
- Un *interesse*, ovvero la remunerazione che spetta all'investitore;

La funzione di un prestito obbligazionario è quella di reperire capitale:

- Direttamente tra i risparmiatori;
- A condizioni più vantaggiose rispetto a quelle dei prestiti bancari;

Il vantaggio per la società emittente deriva dai tassi di interesse offerti, solitamente inferiori rispetto a quelli che sarebbe costretta a pagare rivolgendosi ad un finanziamento bancario di eguale scadenza.

I vantaggi per l'investitore derivano:

- Dall'ottenimento di un tasso di interesse superiore a quello di un investimento in liquidità;
- Dalla possibilità di smobilizzare il proprio investimento sul mercato secondario (quindi ottenere in anticipo tutto o parte del capitale investito, in funzione del prezzo di mercato);

L'investitore in obbligazioni di una società, pur assumendosi in parte il rischio d'impresa, non partecipa all'amministrazione (a differenza dell'azionista).

Gli obbligazionisti infatti non hanno diritto di voto nelle assemblee in quanto partecipano con capitale di debito e non di rischio.

In compenso la remunerazione ed il rimborso degli obbligazionisti ha la precedenza sulla remunerazione del capitale di rischio azionario.

Gli elementi caratteristici di un titolo obbligazionario sono:

- Il *tasso di interesse nominale* → può essere fisso per tutta la durata dell'obbligazione, oppure variabile;
- La *durata*;
- La *cedola* → può essere pari a zero (obbligazione zero coupon) oppure periodica a scadenze predeterminate;
- La *modalità di rimborso* → può essere ordinaria (rimborso in un'unica soluzione a scadenza, oppure rimborso progressivo a determinate scadenze), oppure straordinaria (rimborso anticipato oppure riacquisto sul mercato);
- Il *prezzo di rimborso* → che può essere fisso oppure variabile;

È possibile distinguere e classificare le obbligazioni in funzione delle seguenti caratteristiche:

- Remunerazione;
- Modalità di rimborso;
- Valuta di denominazione del titolo;
- Emittente del titolo;

1.1 Classificazione in funzione della remunerazione

A seconda delle modalità di remunerazione è possibile distinguere le obbligazioni emesse sul mercato in:

- a) Obbligazioni a tasso fisso (rendimento predefinito);
- b) Obbligazioni a tasso variabile;
- c) Obbligazioni strutturate;

Nelle **obbligazioni a tasso fisso**, in inglese **“fixed rate bond”**, la remunerazione per l'investitore è definita in anticipo (ex ante) per l'intera durata del titolo:

- Attraverso il pagamento di un interesse periodico ad un tasso predeterminato;
- Attraverso l'emissione del titolo sotto la pari² e il successivo rimborso al valore nominale;

Nelle **obbligazioni a tasso variabile**, in inglese **“floating rate bond”**, la remunerazione per l'investitore non è definita in anticipo (ex ante) in termini di importo effettivo, ma ci si limita a stabilire il parametro cui essa è ancorata (ad esempio l'EURIBOR³).

Nelle **obbligazioni strutturate**, in inglese **“structured bond”**, la remunerazione riconosciuta all'investitore e/o il rimborso del capitale sono legati all'andamento di uno (o più) dei seguenti elementi:

- Tassi di cambio;
- Prezzo di azioni;
- Indici azionari;
- Fondi comuni;
- Tassi di interesse con meccanismi di indicizzazione atipici;
- Prezzi di materie prime (commodities);
- Manifestarsi di determinati eventi o condizioni (ad esempio i CAT Bond⁴);

1.2 Classificazione in funzione della modalità di rimborso

A seconda delle modalità di rimborso del capitale (non degli interessi) è possibile distinguere le obbligazioni in:

- a) Obbligazioni bullet;
- b) Obbligazioni callable e puttable;
- c) Obbligazioni sinking fund;

² Il tema dell'emissione di un titolo obbligazionario verrà trattato successivamente nel *Capitolo 2*.

³ L'Euribor è il tasso interbancario di riferimento comunicato giornalmente dalla European Money Markets Institute (EMMI, in precedenza nota come European Banking Federation, EBF) come media dei tassi d'interesse ai quali primarie banche attive nel mercato monetario dell'euro, sia nell'eurozona che nel resto del mondo, offrono depositi interbancari a termine in euro ad altre primarie banche [<https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/euribor.htm>, 2019].

⁴ Le obbligazioni-catastrofe o “catastrophe bond” (dette CAT bond) sono obbligazioni che svolgono la funzione di trasferire il rischio di un evento catastrofico eccezionale (uragani, terremoti, pandemie) da un soggetto che li emette ad un altro che viene remunerato per sopportare questo rischio [<https://www.startingfinance.com>, 2020].

Nelle **obbligazioni bullet**, le più diffuse, il rimborso viene effettuato in un'unica soluzione in modo integrale alla scadenza del titolo.

Nelle **obbligazioni callable**⁵ viene attribuita all'emittente la possibilità di effettuare il rimborso anticipato del titolo in una o più rate, già individuate al momento dell'emissione, che precedono la scadenza.

Nelle **obbligazioni puttable**⁶ viene attribuita all'investitore la possibilità di richiedere il rimborso anticipato del titolo in una o più date, sempre individuate al momento dell'emissione, che precedono la scadenza.

Nelle **obbligazioni sinking fund** il rimborso viene effettuato in modo graduale sulla base di piani di ammortamento⁷ alternativi.

1.3 Classificazione in funzione della valuta di denominazione

A seconda della valuta di denominazione è possibile distinguere le obbligazioni in:

- a) Titoli espressi in valuta nazionale;
- b) Titoli espressi in valuta estera;

I **titoli espressi in valuta nazionale** sono denominati in Euro.

I **titoli espressi in valuta estera** sono denominati in una qualunque valuta diversa dall'Euro, ad esempio:

- Dollari statunitensi (USD);
- Sterline britanniche (GBP);
- Yen giapponesi (JPY);
- Franco svizzero (CHF);
- Renminbi cinese (CNY);

1.4 Classificazione in funzione dell'emittente

A seconda del tipo di emittente è possibile distinguere le obbligazioni in:

- a) Obbligazioni governative;
- b) Obbligazioni private;

Con **obbligazioni governative**, in inglese "**sovereign bond**", si intendono tutti i titoli emessi da organizzazioni Nazionali e Sovranazionali, come ad esempio:

- Stati Nazionali;
- Enti pubblici territoriali;
- Titoli garantiti dallo Stato, emessi quindi da enti e società di natura pubblica;
- Titoli emessi da enti sovranazionali:
 - Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (Birs);
 - Banca Mondiale (World Bank);
 - Banca Europea per gli Investimenti (Bei);
 - Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo (Bers);

⁵ Ferrari P., *Economia del Mercato Mobiliare*, UNIBS, 2010

⁶ Ferrari P., *Economia del Mercato Mobiliare*, UNIBS, 2010

⁷ Il piano di ammortamento è il piano dettagliato della restituzione del capitale prestatato più gli interessi maturati.

Con **obbligazioni private**, in inglese “**corporate bond**”, si intendono i titoli emessi da società private. Si tratta prevalentemente di obbligazioni societarie.

1.5 Altre particolari tipologie obbligazioni

L'innovazione finanziaria porta al continuo sviluppo di nuove configurazioni obbligazionarie. Alcune delle più note sono:

- a) Euroobbligazioni;
- b) Covered Bond;
- c) Obbligazioni subordinate;
- d) Asset Backed Securities (ABS);

Le **euroobbligazioni** sono titoli obbligazionari emessi:

- Secondo una legislazione diversa da quella cui è sottoposto l'emittente;
- Collocate in un paese diverso da quello in cui ha corso legale la valuta in cui sono denominate;

Ne sono stati un esempio i “Cirio Bond”, emessi dal Consorzio Cirio (Italia) attraverso una società sussidiaria con sede in Lussemburgo e con legislazione delle Canal Island (UK)⁸.

I **covered bond** sono obbligazioni garantite per le quali, in caso di mancato pagamento dell'emittente, viene attribuito all'investitore il diritto di rivalersi sui beni costituiti in garanzia e che coprono il valore dell'emissione.

Le **obbligazioni subordinate** sono obbligazioni nelle quali, in caso di inadempimento dell'emittente, l'investitore viene rimborsato del capitale solo dopo che tutti gli altri creditori non subordinati siano stati rimborsati.

Le **Asset Backed Securities (ABS)** sono titoli obbligazionari derivanti da un processo di cartolarizzazione (securitization) dei crediti:

- La cartolarizzazione è un'operazione finalizzata alla creazione di titoli negoziabili;
- Tali titoli derivano dai flussi di cassa prodotti da un pool di attività tipicamente illiquide (prestiti, crediti commerciali, immobili);
- A garanzia degli investitori, tale pool di attività assume soggettività autonoma rispetto all'originario proprietario degli asset e a tale scopo le attività sono conferite a un'entità speciale appositamente creata per tale scopo (Special Purpose Vehicle, SPV).

⁸ Ferrari P., *Economia del Mercato Mobiliare*, UNIBS, 2010

Capitolo 2. Il rendimento dei titoli obbligazionari

Il rendimento di un'obbligazione, ovvero il reddito derivante dall'investimento, dipende da due elementi:

- I redditi derivanti dal differenziale tra:
 - Prezzo di vendita (in gergo "prezzo di rimborso");
 - Prezzo di acquisto (in gergo "prezzo di sottoscrizione");
- I redditi per interessi (cedole);

Questi elementi presentano caratteristiche di certezza o di incertezza a seconda del tipo di obbligazione:

- Sono certi, salvo che si verifichi il default dell'emittente:
 - Le cedole di obbligazioni a tasso fisso;
 - Il capital gain/capital loss su obbligazioni detenute fino alla scadenza;
- Sono aleatori:
 - Le cedole di obbligazioni a tasso variabile;
 - I redditi derivanti dal reinvestimento delle cedole;
 - Il capital gain/capital loss derivante dalla cessione delle obbligazioni prima della scadenza;
 - Il capital gain/capital loss connesso con la variazione del tasso di cambio, nel caso di obbligazione denominate in valuta estera;

2.1 Prezzi di vendita e acquisto: la quotazione delle obbligazioni

Per quanto riguarda la quotazione, a differenza delle azioni che hanno una quotazione unitaria (euro per azione), le obbligazioni hanno una quotazione percentuale.

Qualunque sia il loro valore nominale effettivo (1.000 €, 25.000 €, 450.000 €, ecc.), la quotazione di un'obbligazione avviene sempre con riferimento ad un valore nominale teorico pari a 100, dove il valore nominale rappresenta per le obbligazioni l'importo sul quale si calcolano gli interessi.

Il valore nominale di 100 rappresenta anche il prezzo al quale l'obbligazione, salvo eccezioni, verrà rimborsata alla scadenza.

Detto ciò, quando avviene l'emissione, il titolo può essere "comprato" dal mercato ad un prezzo pari, superiore o inferiore a 100, determinando così tre scenari (detti in gergo "quotazioni"):

- a) Quotazione alla pari;
- b) Quotazione sopra la pari;
- c) Quotazione sotto la pari;

2.1.1 Quotazione alla pari

Si è detto che ogni titolo obbligazionario ha valore nominale di 100, denominato in una certa valuta di riferimento (Euro, Dollaro, Sterlina, ecc.). Se il prezzo al momento dell'emissione è di 100, allora si dice che l'obbligazione è emessa alla pari⁹.

2.1.2 Quotazione sopra alla pari

Può capitare che il prezzo di un'obbligazione sia superiore a 100, quindi sopra la pari¹⁰.

⁹ <https://www.startingfinance.com/guide/obbligazioni-principiante/il-prezzo-delle-obbligazioni/>

¹⁰ <https://www.startingfinance.com/guide/obbligazioni-principiante/il-prezzo-delle-obbligazioni/>

Ciò può accadere:

- Nel caso in cui l'obbligazione garantisca una cedola più alta rispetto alle altre obbligazioni in circolazione;
- In seguito ad una discesa generale dei tassi d'interesse sulle nuove obbligazioni emesse dalle stesse società o Stati. Le vecchie obbligazioni con tassi d'interesse maggiori garantiscono annualmente dei ritorni maggiori.

Quindi lo stato del mercato ha un importante ruolo nella valutazione delle obbligazioni, facendo riferimento soprattutto alla rischiosità associata agli emittenti ed al sistema in generale.

2.1.3 Quotazione sotto la pari

Tuttavia, al momento dell'emissione l'ente emittente può decidere di fissare il prezzo di sottoscrizione sotto la pari, ossia a meno di 100¹¹.

Emettere sotto la pari è un modo per invogliare gli investitori con un prezzo scontato:

- La cedola verrà sempre calcolata con il valore nominale e il tasso d'interesse;
- A scadenza inoltre, l'investitore percepirà più del capitale versato: riceverà in più la differenza tra prezzo di sottoscrizione e il valore nominale;

Per esempio, il governo spagnolo potrebbe decidere di emettere dei Bonos (titoli di stato a 5 anni) con un tasso d'interesse dello 0,2%, molto basso per il mercato.

Per evitare che l'asta dei titoli pubblici non venga interamente collocata, il prezzo di emissione viene fissato a 98.

In questo modo gli investitori potranno ricevere a scadenza 2€ in più per ogni Bonos di cui sono in possesso¹².

2.2 Le cedole

La cedola è il tagliando allegato al certificato rappresentativo dell'obbligazione che, staccato dal certificato, consente al possessore la riscossione degli interessi. Rappresenta quindi il provento dei titoli obbligazionari.

La cedola è pagata durante la vita del titolo e può avere diverse periodicità, le più frequenti sono su base:

- Trimestrale;
- Semestrale;
- Annuale.

L'interesse può essere:

- Fisso → stabilito a priori;
- Variabile → solitamente indicizzato:
 - Al Libor¹³ maggiorato di uno spread¹⁴;
 - All'Euribor maggiorato di uno spread;
 - Ad altri tassi ufficiali;

¹¹ <https://www.startingfinance.com/guide/obbligazioni-principiante/il-prezzo-delle-obbligazioni/>

¹² <https://www.startingfinance.com/guide/obbligazioni-principiante/il-prezzo-delle-obbligazioni/>

¹³ Acronimo di London Interbank Offered Rate. Si tratta di un tasso di riferimento per le transazioni sul mercato interbancario, cioè sul mercato dove le banche si scambiano fondi a breve.

¹⁴ Percentuale che viene aggiunta o sottratta al tasso principale per ottenere il tasso da corrispondere all'investitore.

In funzione della presenza o meno di cedole si possono classificare le obbligazioni in due categorie:

- a) Titoli detti **"coupon Bond"** → pagano interessi sotto forma di cedole durante la loro vita. Il loro rendimento è dato da due componenti:
 - i. Cedola;
 - ii. Differenza tra valore nominale e prezzo di sottoscrizione;
- b) Titoli detti **"zero coupon bond"** → non pagano interessi sotto forma di cedole durante la loro vita ed il rendimento è dato unicamente dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di sottoscrizione.

Al momento della negoziazione del titolo, la presenza o meno della cedola nel prezzo di acquisto/vendita configura due metodologie di calcolo del prezzo dell'obbligazione (in gergo tecnico, di "quotazione dell'obbligazione"):

- a) Corso Secco;
- b) Corso Tel Quel;

2.2.1 Metodo del Corso secco

Nel metodo del Corso Secco i prezzi non sono rappresentativi della componente di interessi maturata fino a quel momento dall'obbligazione.

Questo comporta che al momento della liquidazione del contratto, al prezzo di mercato venga aggiunto il rateo di interessi¹⁵ calcolato in automatico dal sistema.

Sono negoziate a "corso secco" le obbligazioni:

- A tasso fisso;
- A tasso variabile se il parametro di indicizzazione è rilevato prima dell'inizio di godimento della cedola in corso;

2.2.2 Metodo del Corso Tel Quel

Nel metodo del corso Tel Quel, invece, il prezzo di negoziazione dello strumento è rappresentativo anche degli interessi fino a quel momento maturati.

Sono negoziate a "Tel Quel" le obbligazioni:

- Zero coupon;
- Asset Backed Security (ABS);
- Con cedola, anche pluriennale, la cui entità è quantificabile solo alla scadenza della cedola;
- Il cui capitale di rimborso è determinabile solo alla scadenza;

¹⁵ Ammontare degli interessi maturati ma non ancora riscossi.

Capitolo 3. Gli indicatori di rendimento per i titoli obbligazionari

Quando ci si occupa di rendimento obbligazionario, a seconda del titolo possono essere individuate due famiglie di indicatori:

- a) Indicatori per titoli a tasso fisso e zero coupon;
- b) Indicatori per titoli a tasso variabile;

3.1 Rendimento di obbligazioni a tasso fisso e zero coupon

I principali indicatori utili per valutare il rendimento delle obbligazioni a tasso fisso sono i seguenti:

- a) Tasso di rendimento nominale (TREN);
- b) Tasso di rendimento immediato (TRI);
- c) Tasso di rendimento effettivo a scadenza (TRES o YTM);

Il **Tasso di Rendimento Nominale (TREN)** è dato dal rapporto tra cedola e valore nominale del titolo. Fornisce quindi un'indicazione relativa al tasso di interesse contrattualmente dovuto all'investitore.

Si tratta di un indicatore parziale in quanto non tiene conto di tre elementi fondamentali¹⁶:

- Prezzo di acquisto del titolo;
- Vita residua del titolo;
- Differenza tra prezzo di acquisto e prezzo di rimborso;

Il **Tasso di Rendimento Immediato (TRI)** è dato dal rapporto tra cedola e corso secco del titolo.

Pur essendo anche questo un indicatore parziale (mancano infatti i dati relativi alla vita residua e al capital gain/loss), se abbinato al TREN è utile per stimare se il titolo è stato quotato sopra, sotto o alla pari.

Vale infatti la seguente regola:

- Se TRI > TREN → il titolo è quotato sotto la pari;
- Se TRI < TREN → il titolo è quotato sopra la pari;

Il **Tasso di Rendimento Effettivo a Scadenza (TRES)**, in inglese "**Yield to Maturity (YTM)**", è il tasso di attualizzazione che – in regime di capitalizzazione composta – rende uguale il prezzo di acquisto del titolo con la somma dei valori attuali dei flussi di cassa futuri cui il titolo dà diritto.

La formula di calcolo del TRES è dunque ricavabile dalla seguente uguaglianza:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + TRES)^t}$$

Dove:

- P = Prezzo Tel Quel dell'obbligazione (corso secco + rateo di interessi);
- F_t = flussi di cassa alle diverse scadenze (cedole e rimborso del capitale);
- T = scadenza dei diversi flussi espressa in anni o frazioni di anno (gg/365);
- TRES = Tasso di Rendimento Effettivo a Scadenza (la nostra incognita);

¹⁶ Ferrari P., *Economia del Mercato Mobiliare*, UNIBS, 2010

Il TRES, considerando tutti i flussi rilevanti, è l'indicatore più importante e più completo per valutare il rendimento di un titolo obbligazionario.

3.2 Rendimento di obbligazioni a tasso variabile

Il rendimento dei titoli obbligazionari a tasso variabile non è calcolabile ex-ante (in anticipo), in quanto non si conoscono a priori i futuri tassi di interesse.

Gli indicatori utilizzabili per questo tipo di titoli sono i seguenti:

- a) Tasso di Rendimento Tendenziale (TRET), come ipotesi ex ante;
- b) Tasso di Rendimento Effettivo a Scadenza (TRES), come effettivo rendimento determinato ex post;

Il **Tasso di Rendimento Tendenziale (TRET)** utilizza i rendimenti tendenziali, ovvero ipotizzati sulla base di ipotesi relative all'andamento futuro del tasso di interesse.

Il **Tasso di Rendimento Effettivo a Scadenza (TRES)** segue le stesse regole utilizzate nei titoli a tasso fisso, con la differenza che può essere determinato solo dopo aver terminato l'investimento.

3.3 Costi di transazione e oneri fiscali

Per calcolare il rendimento "netto" degli investimenti obbligazionari è necessario considerare due ulteriori elementi:

- a) I costi di transazione;
- b) Gli oneri finanziari;

I **costi di transazione** sono le commissioni per l'acquisto e/o la vendita di un titolo obbligazionario. Nel caso italiano tale costo è sottoposto ad un massimale fissato dalle Autorità di Vigilanza.

Gli **oneri fiscali** sono una percentuale del profitto da corrispondere allo Stato a seguito dell'imposizione fiscale. Vengono applicati:

- Alla cedola;
- Allo scarto di emissione;
- Alla differenza tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto;

Le aliquote fiscali vigenti in Italia sono, attualmente¹⁷, le seguenti:

Tipologia	Aliquota
Titoli di stato italiani (BTP, BOT, CCT, CTZ)	12,50%
Obbligazioni dei titoli pubblici territoriali (regioni, province e comuni)	12,50%
Bond di stato esteri e territoriali inseriti nella white list	12,50%
Bond degli organismi internazionali	12,50%
Bond societari	26,00%

¹⁷ Riferimento alla data di produzione dell'elaborato, 02 Marzo 2021.

Capitolo 4. I principali titoli di Stato italiani ed internazionali

I titoli di Stato vengono emessi dalle Nazioni per finanziare il fabbisogno statale.

4.1 Titoli di Stato italiani

I titoli di Stato (o titoli del debito pubblico) vengono emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze per finanziare il fabbisogno pubblico.

Poiché sono garantiti dallo Stato italiano:

- Vengono considerati privi di rischio di insolvenza;
- Corrispondono rendimenti bassi rispetto a strumenti più rischiosi;

Esistono diversi tipi di Titoli di Stato che si differenziano tra loro per alcune variabili come:

- Durata dell'investimento;
- Modalità di indicizzazione;
- Possibilità di essere indicizzati all'inflazione;

Le principali tipologie di titoli di Stato attualmente in circolazione sono:

- a) Buoni Ordinari del Tesoro;
- b) Certificati del Tesoro Zero coupon;
- c) Buoni del Tesoro Poliennali;
- d) Buoni del Tesoro Poliennali Italia;
- e) Buoni del Tesoro Poliennali Indicizzati all'inflazione europea;
- f) Certificati di Credito del Tesoro;

I **BOT (Buoni Ordinari del Tesoro)** sono titoli a breve termine con durata di 3, 6 oppure 12 mesi, per questo considerati dei prestiti concessi allo Stato per un periodo di tempo ridotto. Sono detti anche Zero Coupon, ovvero senza cedola.

Questo significa che il titolo viene emesso a sconto e che il guadagno per l'investitore è dato dalla differenza tra quanto pagato e il valore nominale del titolo al momento della scadenza, quando viene rimborsato.

I **CTZ (Certificati del Tesoro Zero Coupon)** sono titoli della durata di 24 mesi e privi di cedola.

Il loro rendimento viene dunque determinato dalla differenza tra il valore nominale alla scadenza e il prezzo pagato dall'investitore. Si differenziano dai BOT essenzialmente per la durata.

I **BTP (Buoni del Tesoro Poliennali)** sono titoli a medio o lungo termine con scadenze a 3, 5, 10 o 15 anni. Il loro rendimento deriva in parte dal flusso cedolare e in parte dalla differenza tra il valore di acquisto e quello nominale. Le cedole sono predeterminate al momento dell'emissione e vengono pagate posticipatamente con scadenza semestrale.

I **BTP Italia** hanno durata di 4 anni (in passato non più di 6 o 8) e la differenza sostanziale con i tradizionali BTP consiste nel fatto che i BTP Italia sono indicizzati all'inflazione italiana. Nel 2020 nuovi BTP Italia sono stati emessi per finanziare le spese dovute all'emergenza sanitaria causata dal Coronavirus.

I **BTP€i (Buoni del Tesoro Poliennali Indicizzati all'inflazione europea)** sono titoli dalla durata di 5, 10, 15 o 30 anni. Il capitale e le cedole semestrali sono indicizzati all'inflazione europea.

I **CCT (Certificati di Credito del Tesoro)** vengono emessi dal 1991 con durata fissa di 7 anni e hanno rendimento a tasso variabile.

4.2 Titoli di Stato internazionali

Si riportano di seguito i principali titoli di Stato internazionali emessi da:

- a) Germania;
- b) Francia;
- c) Regno Unito;
- d) Stati Uniti d'America;

Nazione	Nome Obbligazione	Durata
Germania	BUBILL	3, 6, 9, 12 mesi
	SCHATZ	2 anni
	BOBL	5 anni
	BUND	10-30 anni
Francia	BTF	3, 6, 12 mesi
	BTAN	2-5 anni
	OAT	7-50 anni
	OAT-i	7-50 anni con indicizzazione reale
	OAT-TEC 10	7-50 anni con indicizzazione finanziaria
Regno Unito	STERLING TREASURY BILL	1, 3, 6, 12 mesi
	CONVENTIONAL GILTS	5, 10, 30, 40, 50 anni
	INDEX GILTS	50 anni
Stati Uniti d'America	T-BILL	4, 13, 26, 52 settimane
	T-NOTE	2-10 anni
	T-BOND	Superiore a 10 anni
	TIPS	Superiore a 10 anni con indicizzazione reale

Approfondimento: Cedole, prezzo del titolo e “stacco cedola”

Abbiamo visto come in funzione del metodo di quotazione:

- Se il titolo è quotato con il metodo “Tel Quel”, il prezzo già incorpora la cedola in corso di maturazione.
Qualche giorno prima del pagamento della cedola al possessore del titolo, la cedola viene staccata dal titolo e il prezzo del titolo subisce una decurtazione di importo pari alla cedola;
- Se invece il titolo è quotato con il metodo “secco”, ed è il caso tipico delle obbligazioni, il prezzo negoziato non incorpora la cedola.
Quindi, in occasione del pagamento della cedola, il prezzo del titolo non subisce alcuna decurtazione;

Apparentemente quindi la quotazione a corso secco risulta più lineare: non genera le discontinuità di prezzo visibili in occasione degli stacchi dei dividendi sul mercato azionario.

È tuttavia bene ricordare che la quotazione espressa con questo metodo non rappresenta l'importo effettivamente scambiato in fase di compravendita.

L'importo pagato dall'acquirente (e incassato dal venditore) è infatti dato dal prezzo di mercato del titolo più il rateo di interessi maturati dall'ultimo stacco fino al giorno dell'operazione.

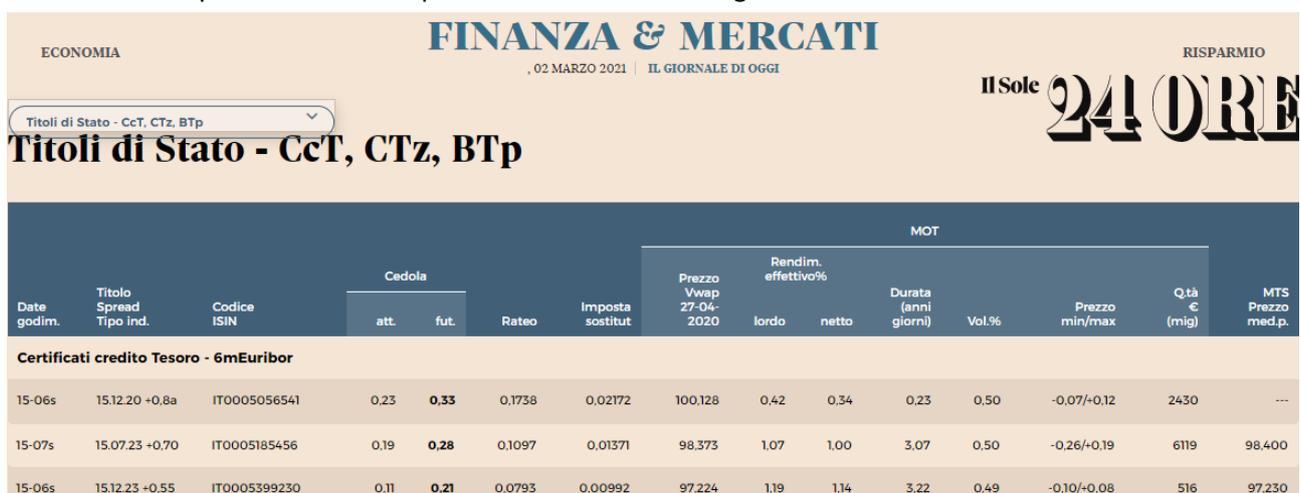
Per ricapitolare:

$$\text{Corso Tel quel} = \text{Corso Secco} + \text{rateo interessi}$$

Il rateo di interessi corrisponde alla porzione di interessi che devono essere retrocessi dal compratore al venditore di un'obbligazione tutte le volte che l'obbligazione viene compra-venduta in una data diversa dalla data di “stacco cedola”¹⁸.

Su tutti i mercati obbligazionari, italiani o internazionali, la quotazione avviene con il metodo del corso secco. L'unica eccezione è data dai titoli senza cedola in quanto obbligati a quotare con il metodo del corso Tel Quel.

Per valutare il prezzo effettivo di un titolo obbligazionario è quindi necessario aggiungere sempre il rateo interessi: tutti questi dati sono disponibili dall'informazione giornaliera del Sole 24 Ore.



The screenshot shows the 'FINANZA & MERCATI' section of the Sole 24 Ore website. It features a search bar for 'Titoli di Stato - CcT, CTz, BTp' and a table of bond data. The table includes columns for Date, Title, Spread, ISIN, Coupon (att./fut.), Rate, Tax, Price, Yield, Maturity, Volatility, and Price range. The data is categorized under 'Certificati credito Tesoro - 6mEuribor'.

Date godim.	Titolo Spread Tipo ind.	Codice ISIN	Cedola		Rateo	Imposta sostitut.	Prezzo Vwap 27-04-2020	Rendim. effettivo%		Durata (anni giorni)	Vol.%	Prezzo min/max	Q.tà € (mig)	MTS Prezzo med.p.
			att.	fut.				lordo	netto					
Certificati credito Tesoro - 6mEuribor														
15-06s	15.12.20 +0.8a	IT0005056541	0.23	0.33	0.1738	0.02172	100.128	0.42	0.34	0.23	0.50	-0.07/+0.12	2430	---
15-07s	15.07.23 +0.70	IT0005185456	0.19	0.28	0.1097	0.01371	98.373	1.07	1.00	3.07	0.50	-0.26/+0.19	6119	98.400
15-06s	15.12.23 +0.55	IT0005399230	0.11	0.21	0.0793	0.00992	97.224	1.19	1.14	3.22	0.49	-0.10/+0.08	516	97.230

Figura 1: Scheda di informazione giornaliera, Il Sole24Ore¹⁹

¹⁸ Ferrari P., *Economia del Mercato Mobiliare*, UNIBS, 2010

¹⁹ <https://st.ilsole24ore.com/finanza-e-mercati/indici-e-numeri.shtml?tabellacat=obbligazioni&idtabella=1516>

Cedole e prezzo del titolo

Azioni e obbligazioni sono normalmente negoziate anche in periodi intermedi tra uno stacco di cedola e l'altro. Si pone, dunque, il problema di fissarne il prezzo di vendita e acquisto

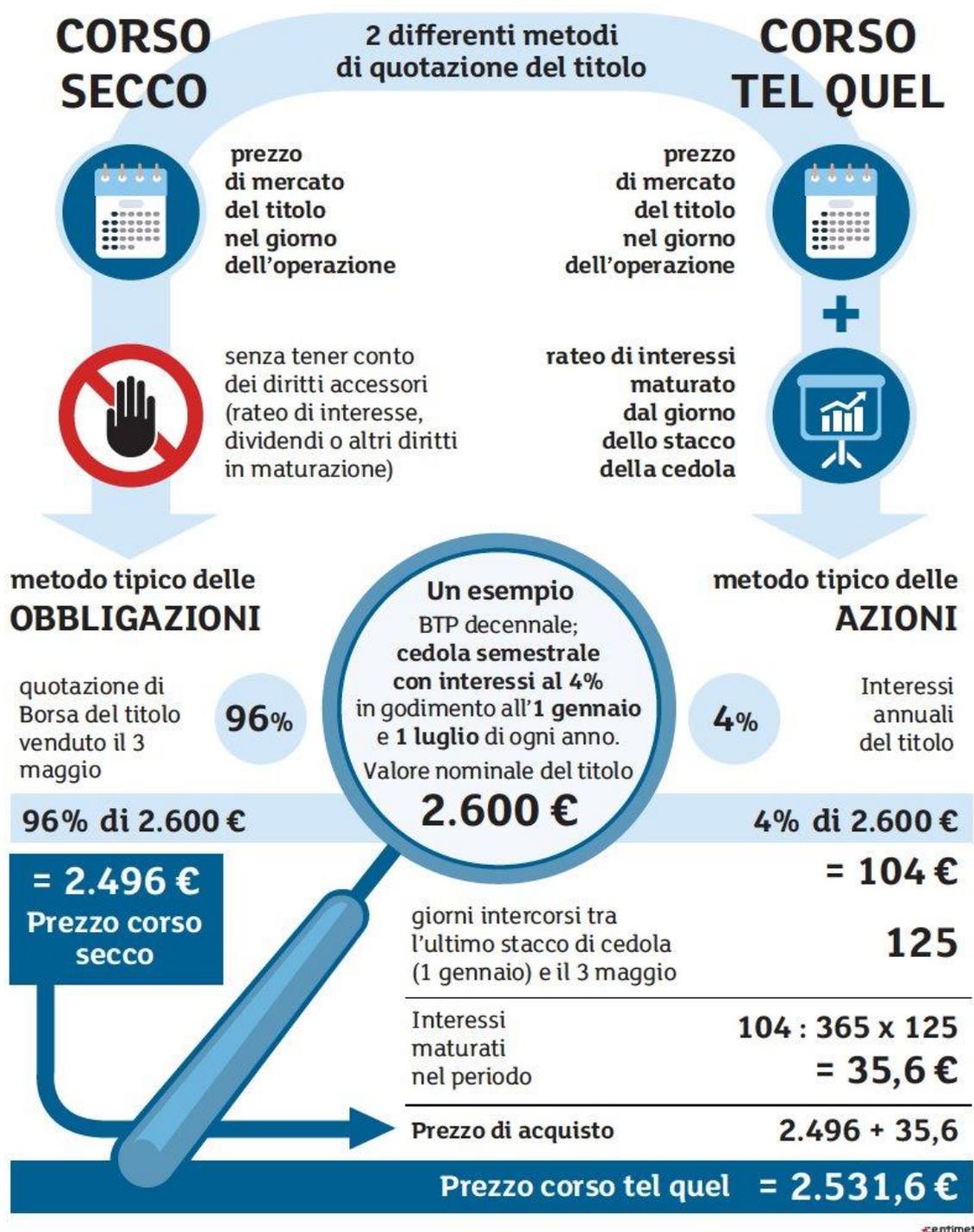


Figura 2: Cedole e prezzo del titolo, un esempio²⁰

²⁰ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cedole.htm>

Una curiosità: perché si dice “stacco” delle cedole?

Nel mondo cartolare che caratterizzava gli strumenti finanziari prima della dematerializzazione attuata nel 1999, si procedeva letteralmente a ritagliare la cedola posta sul bordo del certificato azionario o obbligazionario²¹.

Un tempo, fino al 1999, le cedole erano un elemento reale, cartaceo; erano tagliandi, attaccati al foglio attestante un'obbligazione, che venivano staccati al pagamento degli interessi



Figura 3: Lo stacco delle cedole²²



Figura 4: Buoni del Tesoro Poliennali Italiani con relative cedole

²¹ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cedole.htm>

²² <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cedole.htm>

La frequenza dello stacco delle cedole

Lo stacco delle cedole può avvenire in un'unica occasione (cedola annuale unica), oppure in diverse tranches: nei titoli obbligazionari la cedola è di norma semestrale.

Nei titoli azionari lo stacco del dividendo è annuale, ma ultimamente si sta diffondendo - soprattutto tra le società più grandi - lo stacco in autunno di un acconto sul dividendo relativo all'esercizio in corso, per poi provvedere al saldo la primavera successiva²³.

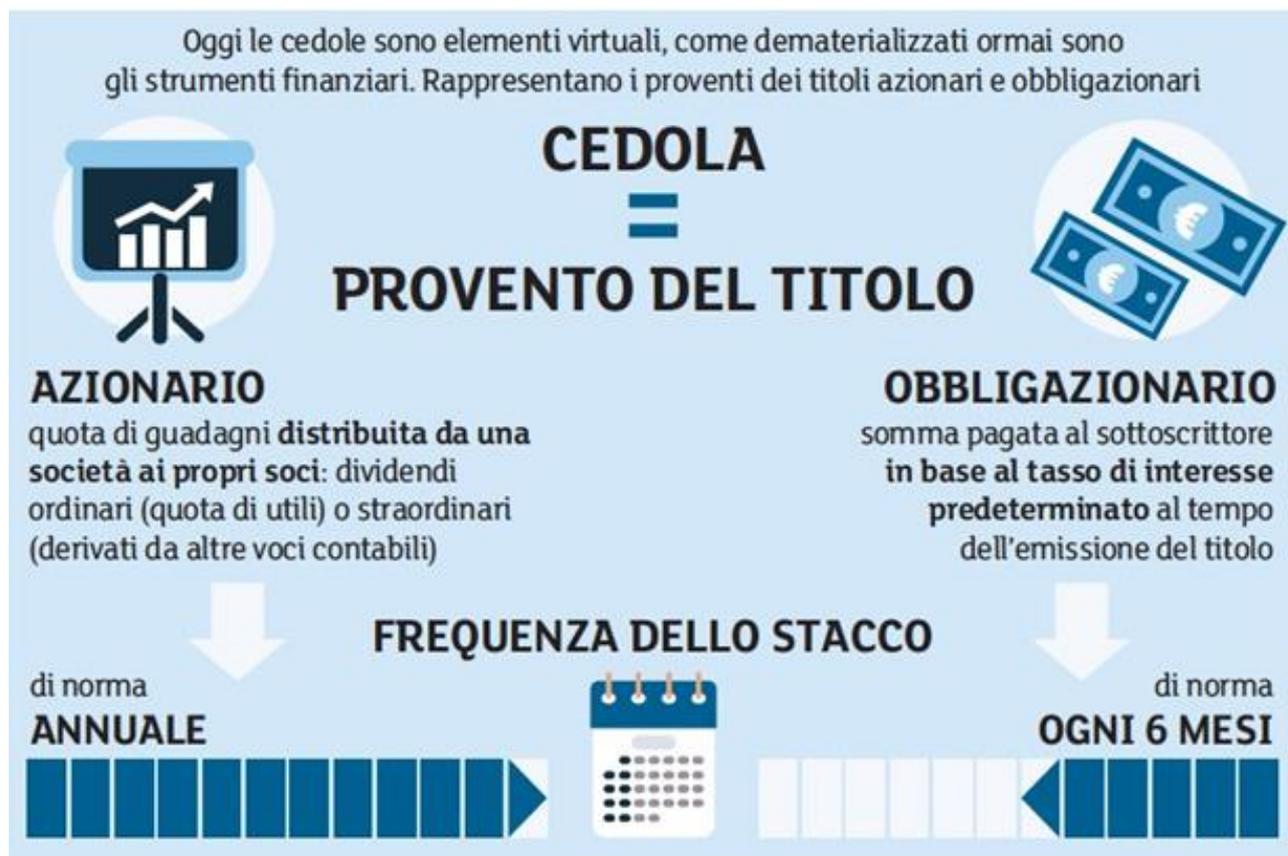


Figura 5: Frequenza di stacco²⁴

²³ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cedole.htm>

²⁴ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/cedole.htm>

Bibliografia

Bagato L., Bussoli P., *Investire con le obbligazioni*, Hoepli, Milano, 2014

Banfi A., *I mercati e gli strumenti finanziari*, ISEDI, Torino, 2020

Fabrizi P.L., *L'economia del mercato mobiliare*, Egea, Milano, 2016

Graham B., *L'investitore intelligente*, Hoepli, Milano, 2020

McKinley - Degregori & Partners, *Azioni, Obbligazioni e Titoli di Stato*, Edizioni R.E.I., Francia, 2015

Munari L., *Strumenti finanziari e creditizi. Dai bisogni alle soluzioni*, McGraw-Hill Education, Milano, 2006