

Avete mai pensato ai CoCo bonds bancari?

In un contesto caratterizzato da circa 11 trilioni di dollari di obbligazioni che presentano rendimenti negativi, e dall'87% dei titoli in circolazione in valute sviluppate, escludendo il dollaro americano, che offrono rendimenti sotto l'1.5%, titoli obbligazionari come i Contingent Convertible, con un rendimento atteso medio del 5.66%, rappresentano in assoluto un'ottima opportunità d'investimento per chi ricerca rendimento sul mercato obbligazionario.

I Contingent Convertible, anche detti CoCo Bonds o CoCos, sono obbligazioni ibride emesse dalle banche per avere riserve di capitale utilizzabili in casi di particolare stress della banca. Sono stati creati come strumento di rafforzamento del capitale bancario in seguito alla crisi finanziaria del 2008 e presentano caratteristiche intermedie tra il debito e il capitale. Si tratta infatti di titoli di debito perpetui subordinati rispetto ai titoli senior, ragion per cui hanno rendimenti attesi più elevati, che vengono automaticamente convertiti in capitale azionario qualora il Core Tier 1 ratio, cioè la percentuale di capitale primario sul valore totale degli attivi ponderati per il rischio, scenda sotto una determinata soglia. Dalla loro introduzione, il mercato dei CoCo Bonds è cresciuto moltissimo, con numerosi istituti bancari che hanno ricorso a questa forma di capitale al fine di soddisfare i requisiti patrimoniali di Basilea 3, e rappresenta oggi un'alternativa d'investimento valida caratterizzata da un profilo rischio-rendimento molto interessante.

A livello relativo, se paragonato ad esempio ad altri strumenti di debito esposti al settore bancario europeo, il livello di rendimento offerto dai CoCos in relazione alla loro volatilità risulta superiore a quello dei titoli senior (Figura 1). I CoCos, grazie all'ottimo profilo rischio-rendimento, rappresentano dunque una soluzione di investimento efficiente in un portafoglio obbligazionario.

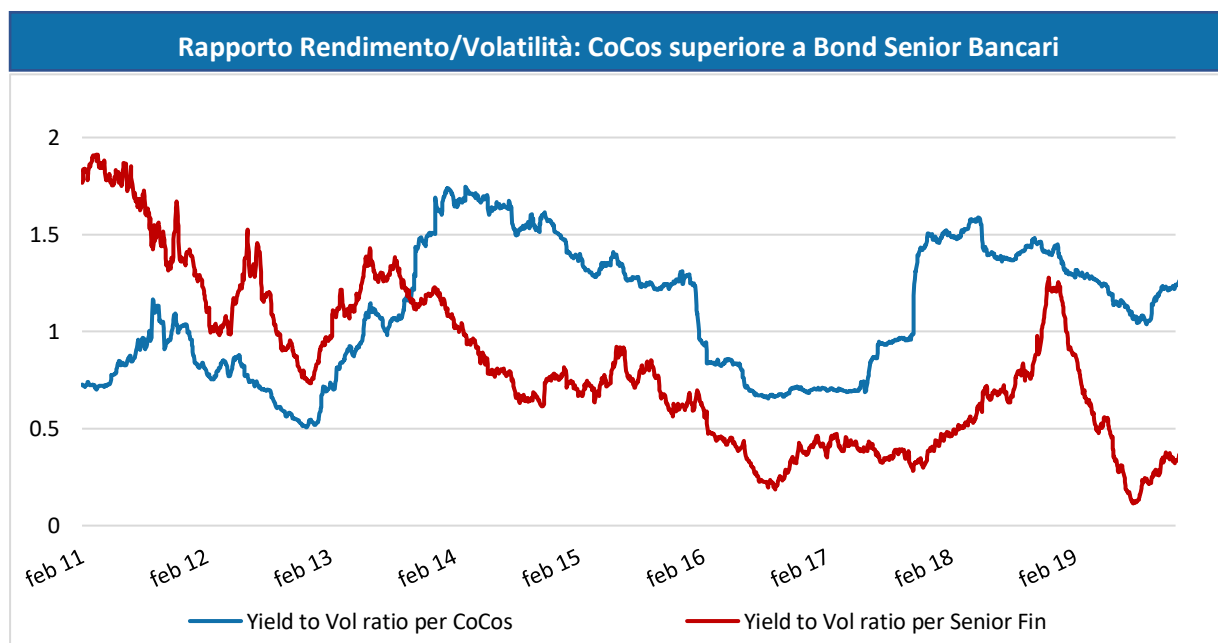


Figura 1. Rapporto tra la Volatilità dell'indice CS CoCo Total Return Index ed il suo Yield to Maturity in blu e tra la volatilità dell'indice Iboxx Senior Financial ed il suo Yield to Maturity in rosso. Fonte Bloomberg, dati aggiornati al 31/12/2019.

Inoltre, comparando CoCos e altre obbligazioni a parità di rating, come testimonia anche il confronto in Figura 2 tra i rendimenti offerti dai titoli finanziari europei con rating medio BBB rating e quello di un CoCo con il medesimo rating (HSBC), il rendimento offerto dai CoCos è nettamente più elevato.

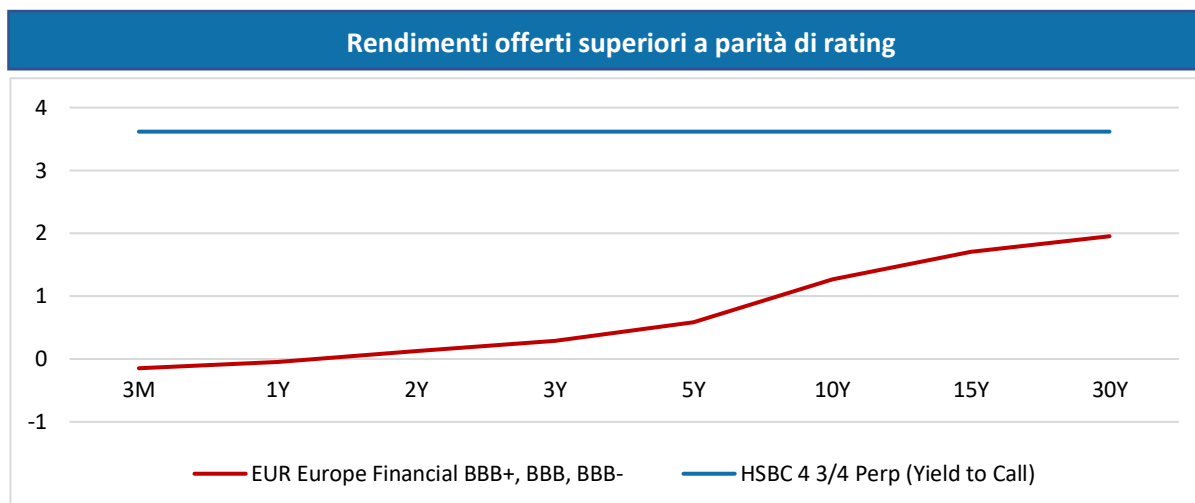


Figura 2. Rendimenti offerti dai titoli finanziari europei con rating medio BBB e dal CoCo bond emesso da HSBC. Fonte Bloomberg, dati aggiornati al 31/12/2019.

L'efficienza di un investimento in questi titoli può aumentare ancor di più per investitori istituzionali come assicurazioni e fondi pensioni, che nella scelta degli investimenti da intraprendere valutano il rischio in termini di requisiti patrimoniali di solvibilità simili a quelli previsti dalla direttiva *Solvency II*.

La direttiva *Solvency II* ha come obiettivo di assicurarsi che le assicurazioni detengano un determinato livello di capitale sulla base delle risorse necessarie per far fronte, in qualsiasi scenario, ai propri impegni nei successivi 12 mesi. L'ammontare di tale capitale viene determinato analizzando diverse tipologie di rischio a cui gli attivi della compagnia sono esposti.

I CoCos possono essere uno strumento efficiente sotto questo punto di vista in quanto l'investimento in questa asset class, può essere implementato in modo da comportare livelli di capitale uguali o inferiori a strumenti obbligazionari di pari rating, a fronte di rendimenti attesi maggiori.

Sebbene i CoCos non siano direttamente menzionati all'interno della direttiva *Solvency II*, per le loro caratteristiche rientrano all'interno degli strumenti ibridi, essendo quindi soggetti al cosiddetto *spread risk*, cioè il rischio di credito. Questo rischio viene valutato considerando principalmente due fattori: il rating e la duration dello strumento. Sotto il profilo del rating, è stata già mostrata l'efficienza dei CoCo Bonds, in quanto in presenza di rating analoghi ad altri titoli di debito, offrono rendimenti significativamente maggiori. Per quanto riguarda l'elemento "*duration*", i CoCos, benché siano strumenti senza una scadenza predefinita, potrebbero beneficiare del "*bucketing*" per *duration* applicato dallo standard model anche in interpretazioni conservative dello stesso. Il capitale richiesto quindi per lo spread risk dei CoCo Bonds, che offrono rendimenti più elevati rispetto agli altri strumenti di debito, non dovrebbe comunque differire da quello richiesto per un titolo senior con lo stesso rating e pari duration.

I CoCos presentano potenzialmente anche un *equity risk*, cioè un rischio legato alla volatilità del mercato azionario, derivante dalla possibilità che al verificarsi di determinate condizioni tali titoli vengano convertiti in equity. Volendo ragionare in modo più conservativo, è possibile considerare quindi questo rischio nella valutazione dell'investimento ai fini della direttiva *Solvency II*, sebbene non espressamente previsto per questa asset class.

Anche considerandolo questo aspetto, i titoli CoCos sembrano particolarmente efficienti rispetto ad un investimento in azioni dato che i CoCos e l'indice azionario bancario europeo hanno mostrato un

andamento correlato ma con un con una proporzione di esposizione al mercato (beta) della prima rispetto alla seconda pari al 16% negli ultimi 5 anni.

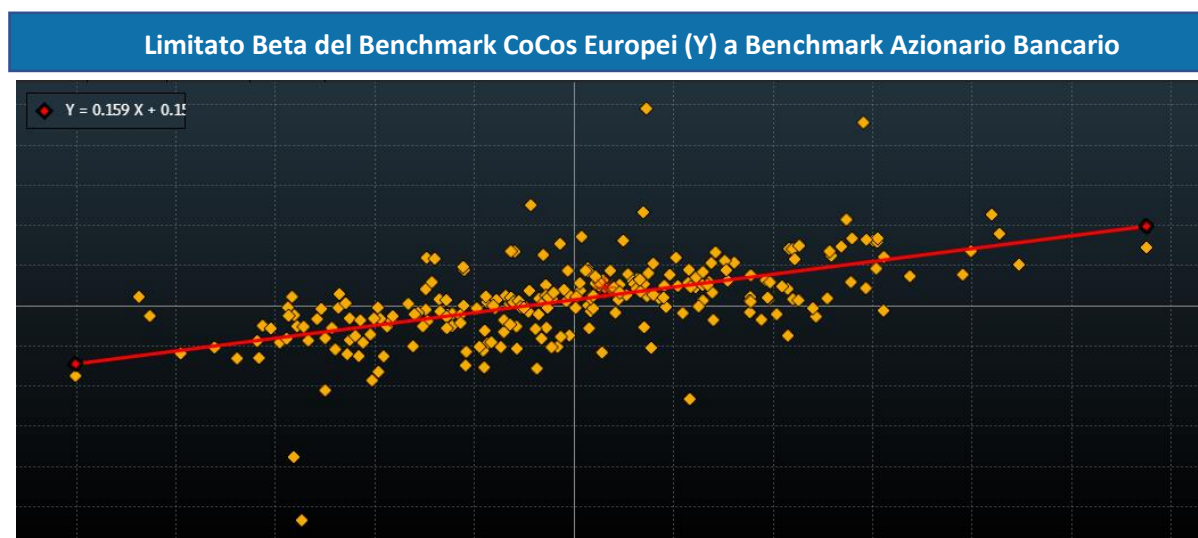


Figura 3. Fonte Bloomberg, dati aggiornati al 31/12/2019.

Di conseguenza il rapporto rischio-rendimento dei CoCos a confronto con l'azionario risulta ancora a vantaggio dei CoCos, come evidenziato in Figura 4. Questo senza contare la maggiore certezza offerta dai rendimenti dei CoCos rispetto all'equity bancario (negli ultimi 5 anni l'indice CoCos EUR ha avuto un total return del 42.56% contro un -11.66% del benchmark equity) e che il settore bancario europeo ha inoltre intrapreso negli ultimi anni un importante processo di consolidamento e riduzione della leva finanziaria che rende l'investimento nei titoli bancari ancor più solido, garantendo di conseguenza maggiori tutele sul reddito generato per gli investitori obbligazionari rispetto all'equity.

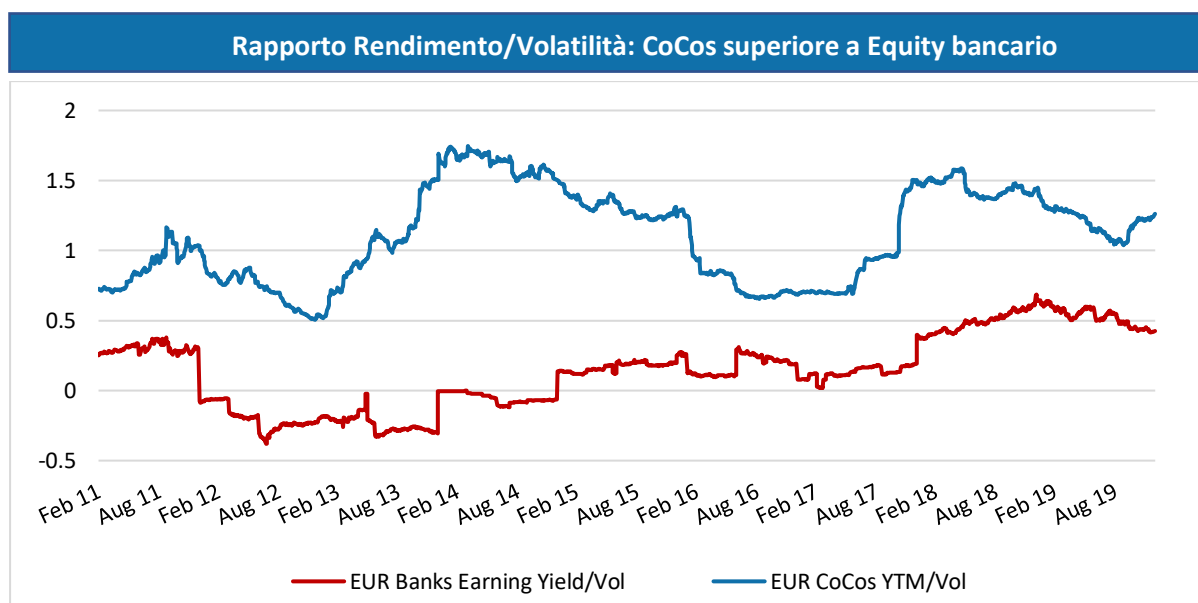


Figura 4. Rapporto Earning Yield/Volatility e Yield/Volatility offerti dall'equity bancario europeo e dai CoCos europei. Fonte Bloomberg, dati aggiornati al 31/12/2019.

L'efficienza di un investimento in questi strumenti può infine essere massimizzata tramite una strategia che investa in CoCos, che punti a comprare i titoli che offrono il miglior rischio-rendimento sul mercato e a ridurre o eliminare il rischio azionario attraverso efficaci strategie di tail-hedging, mantenendo comunque un obiettivo di rendimento superiore al paniere di bond tradizionali.

Ad esempio, l'acquisto di derivati di copertura del rischio sistemico e idiosincratice legato all'equity, permetterebbe l'eliminazione dell'*equity risk* e il mantenimento di un carry complessivo positivo delle posizioni in portafoglio superiore a quello dei titoli obbligazionari tradizionali.

Adottando ad esempio una strategia come quella di Valeur Hybrid Credit, strategia specializzata nell'investimento in strumenti di debito CoCos bancario che adotta sistematicamente strategie di copertura volte ad eliminare il rischio sistemico e idiosincratice legato ai movimenti del mercato azionario, è possibile prendere esposizione ai CoCos in modo diversificato ed efficiente con un obiettivo di rendimento target di Euribor +400 bps e con una volatilità realizzata "live" negli ultimi 6 mesi estremamente contenuta rispetto agli investimenti sopra discussi come mostrato in Figura 5:

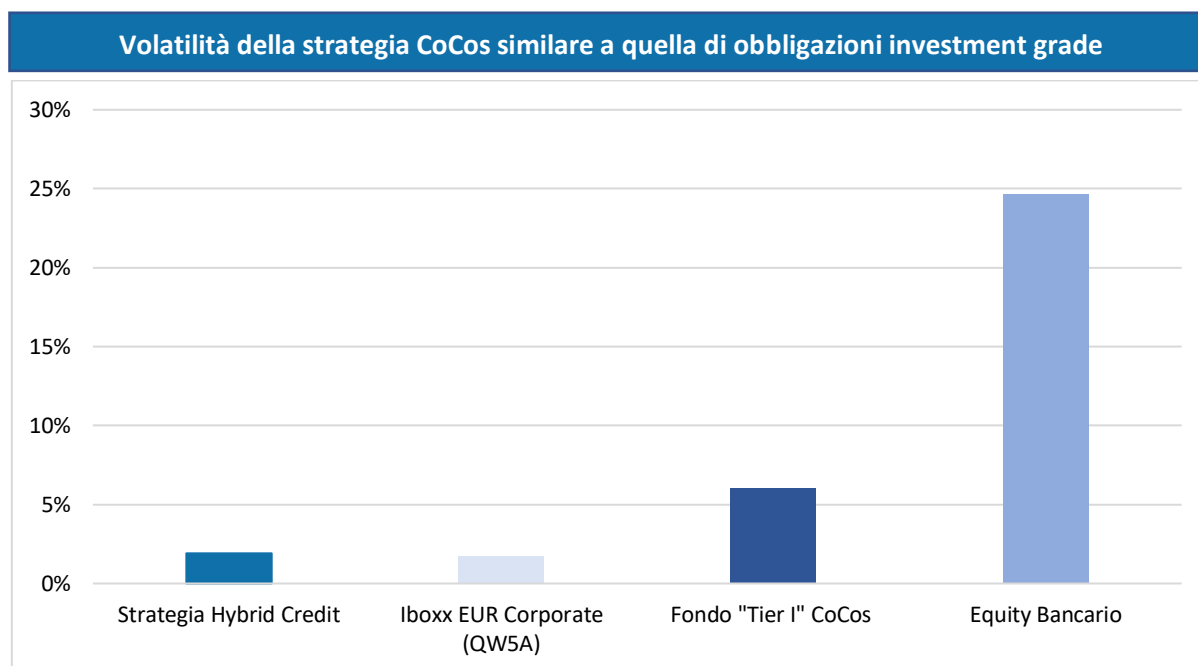


Figura 5. Fonte Bloomberg, dati aggiornati al 31/12/2019.

In un contesto di mercato in cui risulta sempre più complicato trovare buoni livelli di rendimento senza assumersi rischi eccessivi, l'investimento in un portafoglio diversificato di CoCos attraverso una strategia adeguata consentirebbe di prendere esposizione a un segmento di mercato che presenta un ottimo rendimento per il rischio, beneficiando potenzialmente del minor rischio rispetto all'investimento in singoli titoli grazie ad un adeguato livello di diversificazione e alle strategie di copertura implementate. Tale investimento può risultare ancora più attrattivo relativamente ad altri strumenti per gli investitori istituzionali che prendono in considerazione valutazioni di *Solvency* nella costruzione del loro portafoglio.

Nicola Mauri e Simone Poli