

Il caso dei prestiti senior

Gennaio 2023



Credit Investments Group

Credit Investments Group (CIG) è stato fondato nel 1997. Nel presente documento CIG fornisce un'introduzione ai prestiti senior.

Introduzione

Negli ultimi tempi la performance del reddito fisso tradizionale ha dovuto fare i conti con i ripetuti rialzi dei tassi d'interesse da parte della Fed attuati in risposta a un'inflazione in crescita, esacerbata da eventi macroeconomici e socio-politici come le strozzature nelle catene di approvvigionamento, la guerra in Ucraina e la politica cinese di zero COVID-19. Gli strumenti a tasso variabile, come i prestiti senior, possono rappresentare una valida opzione per mitigare il rischio di tasso d'interesse e le forti oscillazioni dei prezzi che possono verificarsi in un contesto di tassi sia in crescita sia in calo.

In effetti, nel caso dei prestiti senior, alla luce della loro seniority nella struttura di capitale, viene posta maggiore attenzione alla protezione dai ribassi rispetto ad altre classi di attivi a reddito fisso tradizionali che sono in genere subordinate ai prestiti. In questo contesto, gli investitori possono ricorrere ai prestiti per ottenere opportunità di rendimento che rientrino nei loro parametri di rischio.

Sintesi

- I prestiti senior offrono agli investitori un'interessante alternativa ai tradizionali investimenti a reddito fisso.
- Track record di performance storicamente solido: solo due anni solari di rendimenti negativi in quasi trent'anni.¹
- In genere, ottengono un rendimento maggiore per unità di rischio rispetto alla maggior parte degli altri investimenti a reddito fisso.
- Data la loro natura di senior e garantiti, hanno storicamente esibito tassi di recupero superiori in caso di default.²
- In un contesto di tassi d'interesse in crescita, riteniamo che sovraperformeranno gli altri investimenti a reddito fisso.
- Un'allocazione ai prestiti senior può eventualmente aumentare il rendimento e ridurre la volatilità di un portafoglio di attivi tradizionali a reddito fisso.



¹ Fonte: Credit Suisse. Dati relativi al periodo da gennaio 1992 a settembre 2022.

² Fonte: JP Morgan. Dati relativi al periodo da gennaio 1990 a dicembre 2022.

Che cosa sono i prestiti bancari senior a tasso variabile?

Con prestiti senior, noti anche come prestiti leveraged e in passato spesso denominati prestiti bancari, si fa riferimento agli strumenti di debito al vertice della struttura di capitale. I prestiti senior sono spesso strumenti di debito a tasso variabile emessi da banche e/o altri enti finanziari per conto di società che generalmente hanno un rating inferiore a investment grade (BB+ o inferiore). I pagamenti di interessi dei prestiti senior sono costituiti da una componente di tasso base adattabile legata ai tassi a breve termine (in passato LIBOR, ma ora tipicamente SOFR) e da uno spread creditizio aggiuntivo, che varia in relazione al rischio di credito percepito di un determinato emittente.

In genere hanno scadenze e vite medie più brevi rispetto alle obbligazioni high yield e sono pagabili anticipatamente alla pari. I tassi d'interesse dei prestiti senior vengono di norma ripristinati ogni 30–90 giorni, in base alle variazioni del tasso base.

I prestiti senior sono in genere le obbligazioni di debito più senior nella struttura di capitale delle società non investment grade, vale a dire che in caso di fallimento i detentori di prestiti senior devono essere rimborsati prima dei detentori di obbligazioni o azioni. Inoltre, sono di solito garantiti tramite garanzia sugli attivi e/o sulle azioni della società.

Gli investitori devono comprendere che i prestiti senior non sono privi di rischi. Poiché sono emessi in genere da società con rating inferiore a investment grade, il rischio di default è maggiore e quindi l'esposizione alla volatilità del mercato e al rischio di liquidità è potenzialmente più elevata rispetto alle obbligazioni di debito investment grade. Inoltre, a causa della natura over-the-counter del trading market secondario e delle restrizioni al trasferimento dei prestiti/contratti di credito, la liquidità può essere limitata.

Rischi

Rischio associato ai prestiti senior. Un investimento in prestiti senior comporta una serie di rischi, tra cui rischio di credito, rischio di tasso d'interesse, rischio di liquidità e rischio di pagamento anticipato. L'assenza di un trading market attivo, le restrizioni alla rivendita, l'attività di trading irregolare, gli ampi spread denaro-lettera e i prolungati periodi di settlement delle transazioni possono compromettere la capacità di vendere prestiti senior entro l'arco di tempo desiderato o ad un prezzo accettabile e la capacità di valutare accuratamente gli investimenti esistenti e potenziali.

Strumenti a tasso variabile o fluttuante. Gli strumenti a tasso variabile o fluttuante sono titoli che prevedono un adeguamento periodico del tasso d'interesse pagato sull'obbligazione. I tassi d'interesse per i titoli a tasso variabile vengono rettificati a date prestabilite (come a fine mese o trimestre), mentre i tassi d'interesse per i titoli a tasso fluttuante vengono ripristinati ogni qualvolta si verifica una specifica variazione del tasso d'interesse. I tassi d'interesse variabili o fluttuanti riducono in genere le variazioni del prezzo di mercato dei titoli rispetto al loro prezzo d'acquisto originario poiché, al momento del riadeguamento, tali tassi si avvicinano a quelli di mercato. Di conseguenza, quando i tassi d'interesse di mercato diminuiscono o aumentano, il potenziale apprezzamento o deprezzamento del capitale è inferiore per i titoli a tasso variabile o fluttuante rispetto alle obbligazioni a tasso fisso.

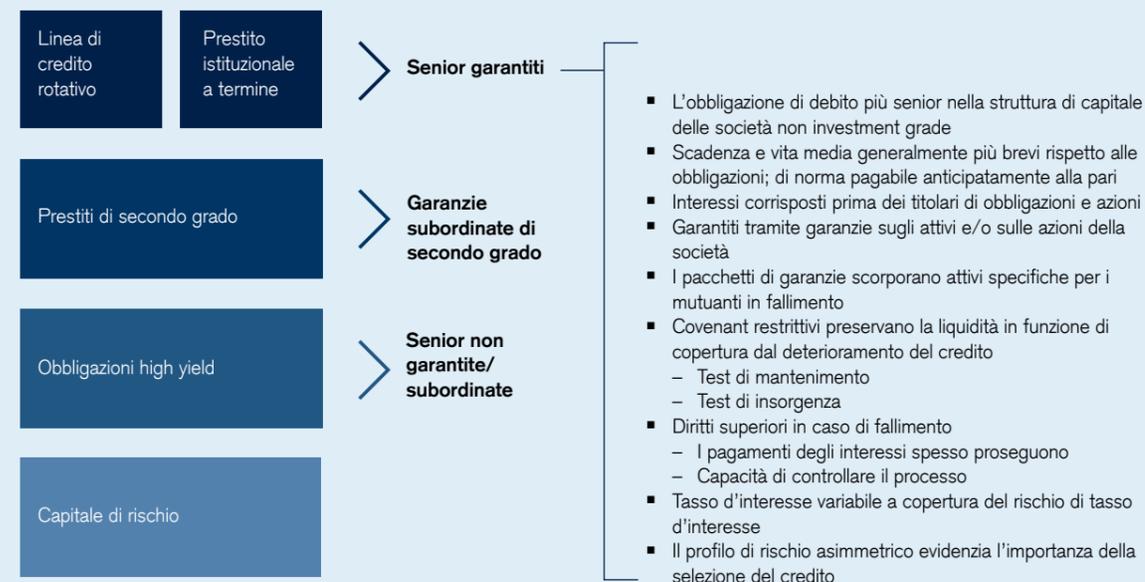
Rischio di credito del mutuatario. I prestiti senior, come la maggior parte delle altre obbligazioni di debito, sono soggetti al rischio di default. Il mancato pagamento degli interessi o del capitale su un prestito senior comporterà una riduzione del valore.

Rischio relativo ai prestiti covenant-lite. Poiché i prestiti covenant-lite contengono pochi o nessun covenant finanziario, potrebbero non includere termini che consentano al mutuante di monitorare la performance finanziaria del mutuatario. Inoltre, in mancanza di un covenant finanziario, i mutuanti non hanno la possibilità di imporre azioni come la ristrutturazione del prestito.

Struttura di capitale

I prestiti senior sono chiamati “senior” a causa della loro posizione all’interno della struttura di capitale di una società. Come suggerisce il nome, i prestiti senior hanno generalmente priorità assoluta sulle attività del mutuatario. Nel caso in cui una società presenti istanza di fallimento, i creditori della società vengono rimborsati in un ordine specifico e i titolari di prestiti senior sono generalmente tra i primi a essere rimborsati.

Grafico 1: struttura di capitale rappresentativa



Fonte Credit Suisse.

Negli ultimi dieci anni, la quota di emittenti che erogano esclusivamente prestiti è cresciuta sensibilmente, in quanto sempre più emittenti hanno optato per strutture di capitale di tipo “loan-only” anziché una combinazione di prestiti senior e obbligazioni. L'aumento delle strutture di capitale di soli prestiti ha contribuito ad alimentare il timore che il mercato dei prestiti leveraged sia diventato più rischioso rispetto al mercato delle obbligazioni high yield. Gli emittenti con un numero maggiore di prestiti subordinati (p. es. obbligazioni high yield) sono stati considerati in passato più sicuri per i mutuantici senior e garantiti grazie al maggiore margine di sicurezza tra la loro posizione garantita e le perdite derivanti dal default. È importante tuttavia sottolineare che con “loan-only” si fa generalmente riferimento a strutture di capitale senza obbligazioni high yield, e pertanto questo parametro non tiene conto di altre forme di capitale subordinato (inclusi il capitale pubblico, il private equity e parte del debito privato) e non riflette tutta la varietà degli emittenti.

A scopo esclusivamente illustrativo.

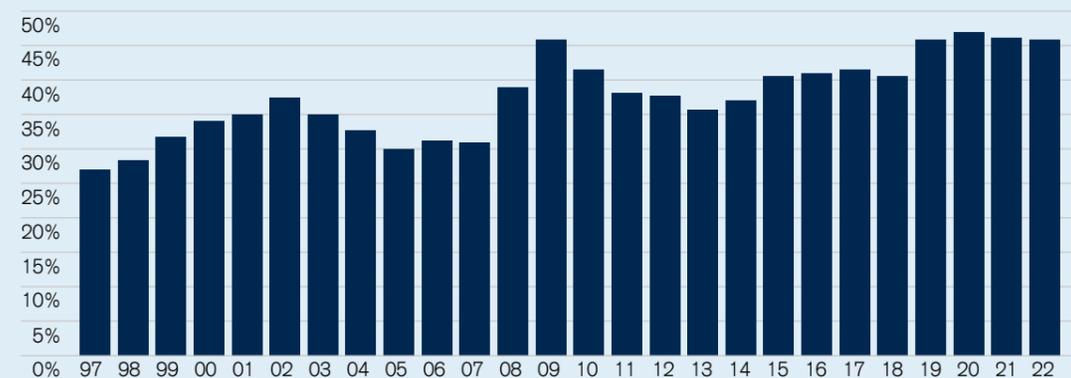
Grafico 2: quote di emittenti “loan-only” e “loan-bond” nel mercato dei prestiti leveraged



Fonte JP Morgan. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.

Al di là delle altre forme di prestito subordinato, tra gli emittenti garantiti da sponsor finanziari gli apporti di capitale sono aumentati nel corso del tempo, fornendo una certa subordinazione aggiuntiva agli investitori in prestiti senior garantiti. Mentre a settembre 2022 gli apporti di capitale erano pari al 45,1%, nel 2020 e nel 2021 si è registrato un record di apporti di capitale degli sponsor, pari al 46,8% e al 45,9% rispettivamente. Con apporti di capitale più elevati, oggi una struttura di capitale “loan-only” potrebbe non essere così preoccupante come in passato. Naturalmente, le strutture di capitale dei singoli emittenti possono variare notevolmente, tuttavia gli apporti di capitale maggiori nell'aggregato rappresentano un indicatore positivo per il mercato.

Grafico 3: apporti di capitale dei financial sponsor agli emittenti di prestiti



Fonte Morningstar LCD. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.

Perché investire in prestiti senior?

Oltre ad avere un interessante potenziale di rendimento e una posizione di preminenza nella struttura del capitale, i prestiti senior offrono agli investitori numerosi altri vantaggi:

- solida performance storica e bassi livelli di insolvenza;
- bassa correlazione con le altre classi di attivi;
- pagamenti di interessi che seguono il contesto dei tassi;
- copertura contro l'aumento dei tassi d'interesse e dell'inflazione;
- potenziale di reddito più elevato;
- base di investitori prevalentemente istituzionali.

Queste caratteristiche hanno indotto molti investitori a effettuare allocazioni strategiche di lungo termine in prestiti senior per beneficiare dei potenziali vantaggi nei diversi cicli di mercato.

Performance storica

In passato i prestiti senior hanno fornito agli investitori un livello di reddito e rendimento costante. In effetti dal 1992 i prestiti senior, misurati dall'Credit Suisse Leveraged Loan Index, hanno avuto solo due anni solari negativi, sebbene nel 2022 i rendimenti siano stati finora negativi. Nel 2008 l'indice ha registrato un calo del 28,75%, seguito nel 2009 da un rally del 44,87%. L'altro anno negativo è stato il 2015, quando l'indice è sceso dello 0,38%. Come era accaduto nel 2008, il mercato si è ripreso l'anno successivo, registrando un guadagno del 9,88%.

Grafico 4: rendimenti annui dei prestiti senior (%)

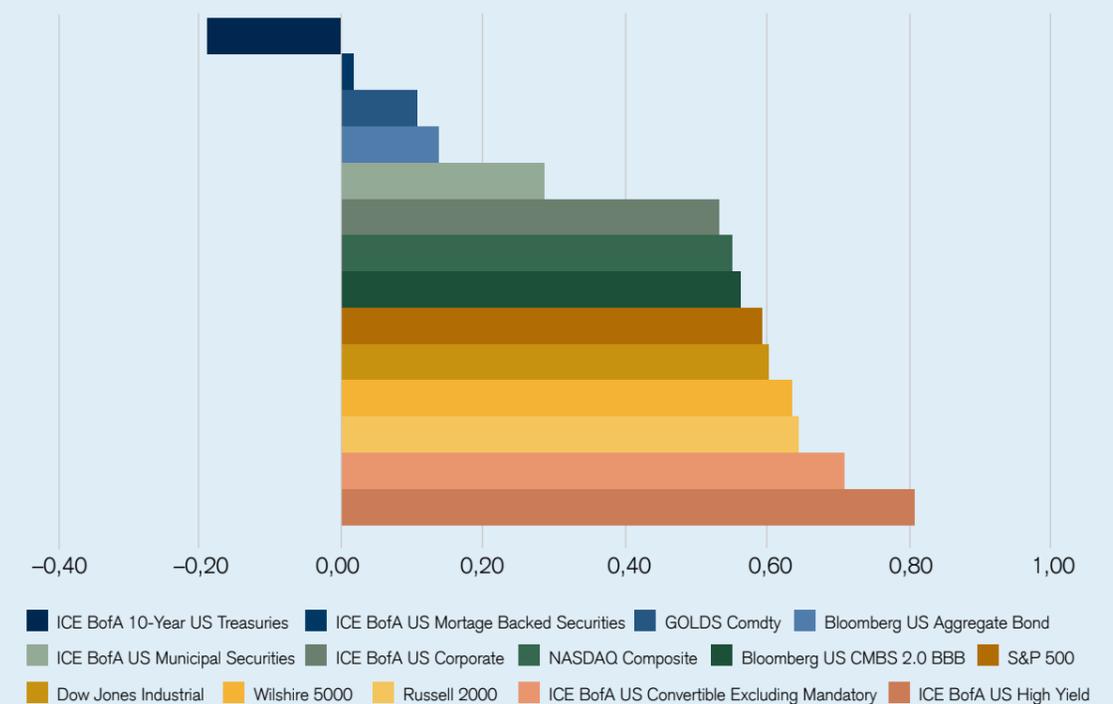


I dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non sono garanzia dei rendimenti attuali o futuri.
Fonte Credit Suisse. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.

Bassa correlazione con le altre classi di attivi

Un altro vantaggio chiave dei prestiti senior è rappresentato dalla diversificazione. Grazie al loro profilo di payoff differenziato, i prestiti senior presentano basse correlazioni storiche con le principali posizioni a reddito fisso. Di fatto, i prestiti senior hanno una correlazione più elevata con le azioni rispetto al reddito fisso tradizionale, in quanto le società con leva sono generalmente correlate alla crescita economica generale. Pertanto, l'esposizione ai prestiti senior può contribuire a ridurre la volatilità di un portafoglio più ampio e a migliorare la performance complessiva.

Grafico 5: correlazione dei prestiti senior con varie attività
 (gen. 2012 – set. 2022)



Fonte Bloomberg. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.
 Dati relativi al periodo da gennaio 2012 a settembre 2022.

Bassi tassi di default

Dopo aver registrato un'impennata in seguito all'insorgere della pandemia di COVID-19, i tassi di default dei prestiti senior a dodici mesi sono ancora al di sotto delle medie storiche, sostenuti, tra gli altri fattori, da un'attività di rifinanziamento molto intensa, dalla crescita degli utili nel 2021 e dai bassi tassi d'interesse.³ In effetti, se si considera che i tassi medi di inadempienza dei prestiti a lungo termine sono pari al 3,1%⁴, i tassi di default rimangono ben al di sotto della media a lungo termine, vicino ai minimi storici, anche nel 2022, a dimostrazione della capacità di resilienza del mercato dei prestiti. Inoltre, la maggior parte degli emittenti ha generalmente iniettato molta liquidità nei propri bilanci per compensare il potenziale rischio idiosincratico.

³ Fonte: Pitchbook | LCD, FactSet.

⁴ Fonte: JP Morgan. Dati relativi al periodo da gennaio 1992 a settembre 2022.

Grafico 6: tassi di default ponderati per valore nominale a dodici mesi consecutivi



Fonte JP Morgan. Tassi di insolvenza ponderati per valore nominale a lungo termine. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.

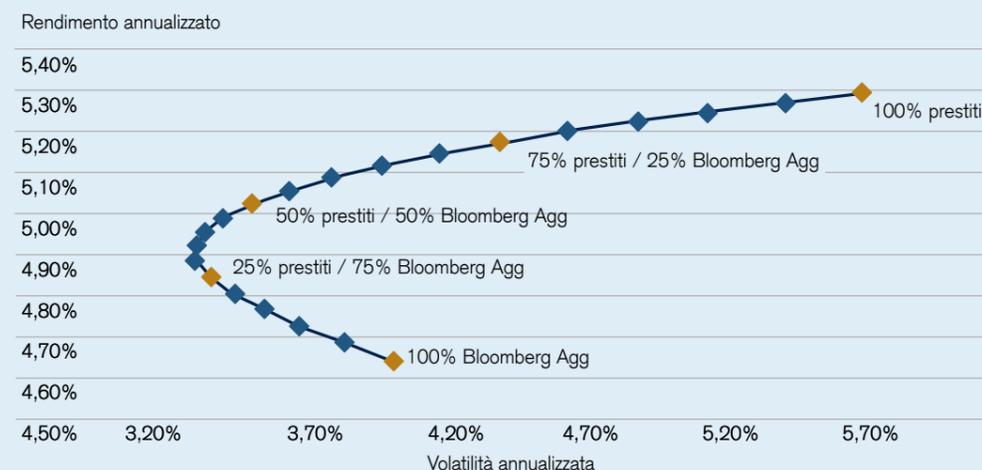
Rendimenti corretti per il rischio storicamente interessanti rispetto ad altre classi di attivi a reddito fisso

Uno dei principali vantaggi degli investimenti in prestiti senior è la loro natura a tasso variabile. I prezzi delle obbligazioni, considerando le cedole fisse, hanno una relazione inversa rispetto ai tassi d'interesse, con conseguente aumento della volatilità. Tuttavia, grazie alle loro cedole variabili, i prestiti senior non registrano gli stessi livelli di volatilità. Infatti, i prezzi dei prestiti senior rimangono in gran parte non influenzati dalle variazioni dei tassi d'interesse a causa del loro reddito variabile. Pertanto, i prestiti senior tendono ad avere una duration del tasso d'interesse prossima allo zero. Quanto più elevata è la duration di un investimento tradizio-

nale a reddito fisso, tanto maggiore è il rischio di tasso d'interesse e, pertanto, maggiore è la volatilità dovuta alle variazioni dei tassi d'interesse.

In generale, gli investimenti a bassa duration hanno rendimenti inferiori, come nel caso dei Treasury Bill USA a tre mesi. Tuttavia, poiché i prestiti senior sono concessi a società non investment grade e quindi prevedono un premio agli investitori per l'assunzione di un rischio di credito aggiuntivo, possono offrire un'interessante combinazione di rendimento più elevato e duration breve. Altrimenti detto, un investimento in prestiti senior offre agli investitori un rendimento maggiore per unità di rischio rispetto alla maggior parte degli altri investimenti a reddito fisso.

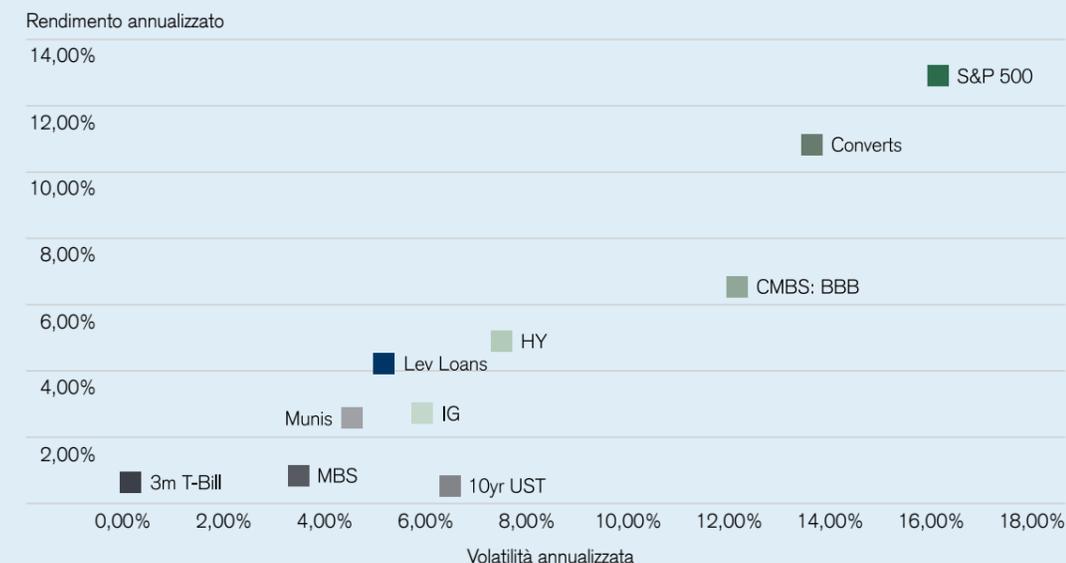
Grafico 7: confronto tra rischio e rendimento dei prestiti senior e del reddito fisso tradizionale (gen. 1992 – set. 2022)



Gli indici non sono gestiti, non rispecchiano la deduzione di commissioni e spese e non sono disponibili per gli investimenti diretti. Fonte Credit Suisse, Bloomberg. Dati aggiornati al 30 settembre 2022. Dati relativi al periodo da gennaio 1992 a settembre 2022.

Come discusso in precedenza, la natura variabile dei tassi dei prestiti contribuisce a ridurre la volatilità dei prezzi dovuta alle variazioni dei tassi d'interesse. Negli ultimi dieci anni, i prestiti senior hanno mostrato una volatilità annualizzata inferiore rispetto alle obbligazioni investment grade con rating più elevato.

Grafico 8: confronto tra rischio e rendimento delle varie classi di attivi (gen. 2012 – set. 2022)



Gli indici non sono gestiti, non rispecchiano la deduzione di commissioni e spese e non sono disponibili per gli investimenti diretti. Le attività sopra illustrate sono indicate nella sezione "Definizioni degli indici". Fonte Credit Suisse, Bloomberg, JP Morgan, ICE BofA. Dati al 30 settembre 2022. Dati relativi al periodo da gennaio 2012 a settembre 2022.

Pagamenti degli interessi che seguono il contesto dei tassi

L'interesse corrisposto sui prestiti senior composto da un tasso variabile legato ai tassi a breve termine (storicamente il LIBOR, ma ora di norma il SOFR) in aggiunta a uno spread di aggiustamento supplementare che varia in funzione del rischio di credito percepito di un dato emittente. Affinché l'elemento variabile dei pagamenti di interesse rifletta i tassi di interesse di mercato, il tasso d'interesse del prestito in genere si reimposta ogni 30-90 giorni, in base alle variazioni del tasso di base.

Copertura contro l'aumento dei tassi d'interesse e dell'inflazione

Con l'aumento dei tassi d'interesse, il prezzo degli investimenti tradizionali a reddito fisso tende a diminuire. Tuttavia, alla luce della natura adattabile dei pagamenti degli interessi, i prestiti senior sono molto poco sensibili alle variazioni

dei tassi d'interesse. Pertanto, in un contesto di tassi d'interesse in crescita, riteniamo che i prestiti senior sovraperformeranno gli altri investimenti a reddito fisso. Al contempo, poiché i tassi d'interesse tendono storicamente a crescere durante i periodi di inflazione elevata, i prestiti senior possono anche fornire una protezione intrinseca dall'inflazione.

Negli ultimi 30 anni, si sono verificati cinque periodi significativi in cui i tassi d'interesse sono aumentati: febbraio 1994 – febbraio 1995, giugno 1999 – maggio 2000, giugno 2004 – giugno 2006, dicembre 2015 – dicembre 2018 e marzo 2022 – settembre 2022. Durante ciascuno di questi periodi, i prestiti senior hanno registrato una performance positiva rispetto ad altre classi di attivi.

Conclusioni

I prestiti senior hanno sempre avuto un track record a lungo termine di rendimenti assoluti e corretti per il rischio interessanti. Grazie ad altre caratteristiche, tra cui i bassi tassi di default, la copertura contro l'aumento dei tassi e le minori correlazioni, non sorprende che molti investitori istituzionali abbiano incluso i prestiti tra le allocazioni principali dei loro portafogli. Di conseguenza, il mercato dei prestiti leveraged è cresciuto fino a circa USD 1500 mia.

Da un punto di vista sia fondamentale che tecnico, riteniamo che la classe di attivi offra attualmente opportunità potenzialmente interessanti per i vari motivi illustrati nel presente documento. In un contesto difficile per il reddito fisso tradizionale come quello attuale, riteniamo che i prestiti senior rappresentino una valida alternativa per gli investitori in cerca di rendimenti assoluti e relativi interessanti.

Grafico 9: rendimenti in contesti di tassi in aumento

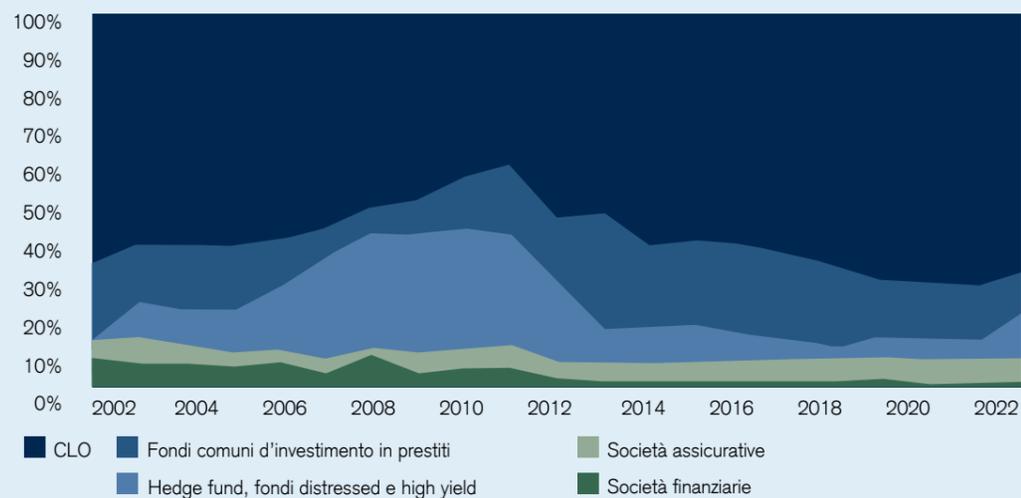
Periodo	Andamento dei Fed Fund	Prestiti leveraged	Obbligazioni high yield	Bloomberg Aggregate	S&P 500
Feb. '94 – feb. '95	300 pb	10,38%	1,38%	0,01%	4,45%
Giu. '99 – mag. '00	150 pb	3,93%	-3,09%	2,11%	10,48%
Giu. '04 – giu. '06	425 pb	12,64%	17,51%	6,54%	17,74%
Dic. '15 – dic. '18	225 pb	14,75%	20,24%	5,95%	28,33%
Mar. '22 – set. '22	300 pb	-3,18%	-11,41%	-11,74%	-17,25%

I dati storici sulla performance e gli scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili dei rendimenti futuri.
Fonte Credit Suisse, Bloomberg, ICE BofA. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.

Chi investe in prestiti senior

Sin dalla sua nascita il mercato dei prestiti senior è stato in gran parte dominato dal settore istituzionale. Vi sono maggiori barriere all'ingresso rispetto ai tradizionali mercati azionari o del reddito fisso, che inevitabilmente impediscono agli investitori retail di acquistare singoli prestiti sul mercato libero. In generale questa dinamica crea una base di investitori più rigida per la classe di attivi, limitando il volume di afflussi/deflussi giornalieri tipico dei mercati orientati agli investitori retail. Infine, poiché le emissioni collateralizzate da finanziamenti (collateralized loan obligation, CLO) costituiscono circa due terzi del mercato dei prestiti e hanno una durata tipica di circa otto-dieci anni, ciò crea una solida base di acquirenti per il mercato nel suo complesso.

Grafico 10: investitori istituzionali per tipologia



Fonte Morningstar LCD. Dati aggiornati al 30 settembre 2022.



Definizioni degli indici

L'**ICE BofA US 3-Month Treasury Bill Index** è composto da una singola emissione acquistata a inizio mese e mantenuta per l'intero mese. Alla fine del mese l'emissione viene venduta e incorporata in una nuova emissione selezionata. L'emissione selezionata a ogni ribilanciamento di fine mese è il Treasury Bill in circolazione con scadenza più prossima, ma non superiore, a tre mesi dalla data di ribilanciamento. Per essere selezionata, un'emissione deve essere stata liquidata alla data di ribilanciamento di fine mese o prima.

Il **Bloomberg US Aggregate Bond Index** è un benchmark di riferimento ad ampio spettro che misura il mercato obbligazionario imponibile investment grade, denominato in dollari USA e a tasso fisso. L'indice comprende Treasury, titoli di Stato e corporate, MBS trasmissioni di agenzia a tasso fisso e ARM ibridi), ABS e CMBS (agenzie e non agenzie).

L'**ICE BofA US Corporate Index** replica la performance del debito societario investment grade denominato in dollari USA emesso pubblicamente sul mercato interno degli Stati Uniti. I titoli qualificati devono avere un rating investment grade (basato su una media di Moody's, S&P e Fitch), una scadenza finale non inferiore a 18 mesi al momento dell'emissione, una durata residua di almeno un anno alla data di ribilanciamento, un piano di cedole fisse e un importo minimo in circolazione di USD 250 mio. Sono inclusi nell'indice le obbligazioni zero coupon di prima emissione, i titoli 144a (con e senza diritto di registrazione) e i titoli pay-in-kind (comprese le toggle note). I titoli perpetui richiamabili sono inclusi a condizione che sia trascorso almeno un anno dalla prima data di richiamo. I titoli a tasso fisso/variabile sono inclusi a condizione che siano richiamabili entro il periodo a tasso fisso e che sia trascorso almeno un anno dall'ultimo richiamo prima della data di transizione da un titolo a tasso fisso a uno a tasso variabile. Sono esclusi i titoli a capitale contingente ("coco"), mentre sono inclusi i titoli di capitale in cui la conversione può essere imposta da un'autorità di regolamentazione, ma che non hanno un trigger specifico. Sono inclusi nell'indice anche altri titoli di capitale ibrido, come le emissioni potenzialmente convertibili in azioni privilegiate, quelle con disposizioni di differimento delle cedole sia cumulative sia non cumulative e quelle con meccanismi alternativi di soddisfazione delle cedole. I titoli collegati ad azioni, i titoli in default giuridico, i titoli societari ibridi cartolarizzati, le obbligazioni in eurodollari (titoli in USD non emessi sul mercato interno statunitense), i titoli municipali USA imponibili ed esenti da imposte e i titoli idonei alla DRD sono esclusi dall'indice. I costituenti dell'indice sono ponderati per la capitalizzazione di borsa. Gli interessi correnti sono calcolati ipotizzando il settlement nel giorno successivo. I cash flow derivanti dai pagamenti delle obbligazioni ricevuti nel corso del mese vengono mantenuti nell'indice fino alla fine del mese e poi rimossi nell'ambito del ribilanciamento. Il contante non produce alcun reddito da reinvestimento nel periodo di

detenzione nell'indice. Informazioni relative ai prezzi delle obbligazioni che lo compongono, le tempistiche e le convenzioni sono fornite nella ICE BofA Bond Index Guide, accessibile sul nostro sito web pubblico (indices.theice.com) o inviando una richiesta all'indirizzo iceindices@theice.com. L'indice viene ribilanciato l'ultimo giorno del mese, sulla base delle informazioni disponibili fino al terzo giorno lavorativo precedente l'ultimo giorno lavorativo del mese. Per poter essere considerate valide per il mese successivo, le nuove emissioni devono essere regolate entro la data di ribilanciamento di fine mese di calendario. Non vengono apportate modifiche alle partecipazioni dei componenti se non alle date di ribilanciamento di fine mese.

L'**ICE BofA US High Yield Index** replica la performance del debito societario denominato in dollari USA con rating inferiore a investment grade, emesso pubblicamente sul mercato interno degli Stati Uniti. I titoli qualificati devono avere un rating inferiore a investment grade (basato su una media di Moody's, S&P e Fitch), una scadenza finale non inferiore a 18 mesi al momento dell'emissione, una durata residua di almeno un anno alla data di ribilanciamento, un piano di cedole fisse e un importo minimo in circolazione di USD 250 mio. Inoltre, i titoli qualificati devono avere un'esposizione al rischio nei confronti di Paesi membri del FX-G10, dell'Europa occidentale o di territori degli Stati Uniti e dell'Europa occidentale. Il FX-G10 comprende tutti i Paesi che aderiscono all'euro, gli Stati Uniti, il Giappone, il Regno Unito, il Canada, l'Australia, la Nuova Zelanda, la Svizzera, la Norvegia e la Svezia. Sono inclusi nell'indice le obbligazioni zero coupon di prima emissione, i titoli 144a (con e senza diritto di registrazione) e i titoli pay-in-kind (comprese le toggle note). I titoli perpetui richiamabili sono inclusi a condizione che sia trascorso almeno un anno dalla prima data di richiamo. I titoli a tasso fisso/variabile sono inclusi a condizione che siano richiamabili entro il periodo a tasso fisso e che sia trascorso almeno un anno dall'ultimo richiamo prima della data di transizione da un titolo a tasso fisso a uno a tasso variabile. Sono esclusi i titoli a capitale contingente ("coco"), mentre sono inclusi i titoli di capitale in cui la conversione può essere imposta da un'autorità di regolamentazione, ma che non hanno un trigger specifico. Sono inclusi nell'indice anche altri titoli di capitale ibrido, come le emissioni potenzialmente convertibili in azioni privilegiate, quelle con disposizioni di differimento delle cedole sia cumulative sia non cumulative e quelle con meccanismi alternativi di soddisfazione delle cedole. I titoli emessi o commercializzati principalmente per investitori retail, i titoli collegati ad azioni, i titoli in default giuridico, i titoli societari ibridi cartolarizzati, le obbligazioni in eurodollari (titoli in dollari USA non emessi sul mercato interno degli Stati Uniti), i titoli municipali USA imponibili ed esenti da imposte e i titoli idonei alla DRD sono esclusi dall'indice.

L'**ICE BofA Current 10-Year US Treasury Index** è un indice a un solo titolo composto dal Treasury USA a dieci anni di più recente emissione. L'indice viene ribilanciato mensilmente. Per poter essere incluso, un titolo a dieci anni deve essere messo all'asta il terzo giorno lavorativo precedente l'ultimo giorno lavorativo del mese o prima.

Il **Credit Suisse Leveraged Loan Index** è concepito per rispecchiare l'universo investibile del mercato dei prestiti leveraged denominati in dollari USA. I nuovi prestiti vengono aggiunti all'indice alla data di efficacia qualora soddisfino i seguenti criteri: i prestiti devono avere un rating pari o inferiore a "5B"; sono inclusi solo i prestiti a termine interamente finanziati; la durata deve essere di almeno un anno; gli emittenti devono essere domiciliati in Paesi sviluppati (sono esclusi gli emittenti dei Paesi in via di sviluppo). I fallen angel vengono aggiunti all'indice in base ai nuovi criteri di prestito. I prestiti vengono rimossi dall'indice quando vengono rivalutati a investment grade o quando escono dal mercato (per esempio, alla scadenza, in caso di rifinanziamento o liquidazione fallimentare). Si noti che gli emittenti rimangono nell'indice dopo il default. Il total return dell'indice è la somma di tre componenti: capitale, interessi e rendimento da reinvestimento. Il rendimento cumulato presuppone che i pagamenti delle cedole siano reinvestiti nell'indice all'inizio di ciascun periodo.

L'**S&P 500® Index**, ampiamente considerato come il miglior indicatore singolo delle azioni USA a grande capitalizzazione, funge da base per un'ampia gamma di prodotti d'investimento. L'indice comprende 500 società leader e rappresenta circa l'80% della capitalizzazione di mercato disponibile.

L'**ICE BofA US Convertible Excluding Mandatory Index** replica la performance dei titoli convertibili non obbligatori in dollari USA emessi pubblicamente da società statunitensi. I titoli qualificati devono avere un importo nominale in circolazione di almeno USD 50 mio. e un periodo di almeno un mese dalla data di conversione finale. Per essere inclusi nell'indice, i titoli devono pagare un tasso fisso, compresi quelli con zero coupon, cedole progressive e sensibili al rating. Le azioni sottostanti ai titoli qualificati devono essere quotate in borsa, essere attivamente negoziate e avere un Paese di emissione e un Paese di rischio USA. I titoli convertibili il cui sottostante è un paniere di azioni si qualificano per l'inclusione nell'indice, così come i titoli privilegiati convertibili. I titoli con caratteristiche di conversione obbligatoria e quelli in default giuridico sono esclusi dall'indice, così come i titoli convertibili sintetici e inversi, i titoli a tasso variabile e i titoli con azioni sottostanti sospese o inattive.

Il **FTSE 3-Month Treasury Bill Index** punta a replicare la performance giornaliera dei Treasury Bill USA a tre mesi.

Il **Russell 2000® Index** misura la performance del segmento small cap dell'universo azionario statunitense. L'indice Russell 2000 è un sottoinsieme dell'indice Russell 3000® che, alla più recente ricostituzione, rappresenta circa il 7% della capitalizzazione di mercato totale di tale indice. Comprende circa 2000 titoli tra i più piccoli in base alla combinazione della loro capitalizzazione di mercato e dell'attuale appartenenza all'indice.

Il **FT Wilshire 5000 Index** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato su base ampia che mira a cogliere il 100% del mercato investibile statunitense. La serie dell'indice FT Wilshire 5000 comprende i segmenti a grande, piccola e micro capitalizzazione del mercato azionario statunitense.

Il **Dow Jones Industrial Average** costituisce una media ponderata per il prezzo di 30 titoli blue chip, generalmente leader nel loro settore. Dal 1° ottobre 1928 è un indicatore molto seguito del mercato azionario.

Il **Nasdaq Composite Index** misura tutte le azioni ordinarie Nasdaq nazionali e internazionali quotate sulla borsa valori Nasdaq. Per poter essere incluso nell'indice, il titolo deve essere quotato esclusivamente sulla borsa valori Nasdaq (a meno che non sia stato quotato su un'altra borsa statunitense prima del 1° gennaio 2004 e abbia mantenuto tale quotazione in modo continuativo).

I tipi di titoli che possono essere inclusi nell'indice comprendono titoli comuni, azioni ordinarie, ADR, azioni di interesse benefico o partecipazioni a società in accomandita e tracking stock. I tipi di titoli esclusi dall'indice sono fondi chiusi, obbligazioni convertibili, exchange traded fund, azioni privilegiate, diritti, warrant, unit e altri titoli derivati.

Il **Bloomberg CMBS 2.0 BBB Index** misura il mercato delle operazioni CMBS di conduit e fusion con un volume minimo di operazioni correnti di USD 300 mio. e un rating di BBB (utilizzando il rating medio di Moody's, S&P e Fitch).

L'**ICE U.S. Municipal Bond Index** comprende obbligazioni esenti da imposte denominate in dollari USA, a tasso fisso. L'indice comprende obbligazioni di prestito generali statali e locali, revenue bond, obbligazioni assicurate e pre-rimborsate. Questa metodologia è stata creata dagli indici ICE per misurare la performance degli interessi sottostanti l'U.S. Municipal Index e l'U.S. Municipal High Yield Index.

L'**ICE BofA US Mortgage Backed Securities Index** replica la performance dei titoli pass-through a tasso fisso e ibridi per mutui residenziali denominati in dollari USA ed emessi pubblicamente da agenzie statunitensi nel mercato interno degli Stati Uniti.

Seguitemi

CREDIT SUISSE 

in

Fonte: Credit Suisse, se non altrimenti specificato.

Se non diversamente specificato, le illustrazioni fornite nel presente documento sono state allestite da Credit Suisse AG e/o delle sue affiliate con la massima cura e secondo scienza e coscienza.

Questo materiale è stato redatto da CREDIT SUISSE AG e/o dalle sue società affiliate ("Credit Suisse"). Viene fornito unicamente a scopo informativo e illustrativo, non costituisce alcuna forma di pubblicità, valutazione, ricerca d'investimento, ricerca di raccomandazioni, raccomandazioni d'investimento o informazioni al fine di raccomandare o suggerire una strategia d'investimento e non contiene analisi finanziarie. Inoltre non rappresenta un invito o un'offerta al pubblico o a privati a sottoscrivere o acquistare prodotti o servizi. Nell'ottica summenzionata, i benchmark sono impiegati unicamente a scopo comparativo. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite esclusivamente in qualità di commento generale e non costituiscono in alcun modo forme di raccomandazione personale, consulenza d'investimento, consulenza o raccomandazione legale, fiscale, contabile o di altro tipo né alcuna altra forma di servizio finanziario. Il presente documento non prende in considerazione gli obiettivi d'investimento, la situazione o le esigenze finanziarie ovvero le conoscenze e l'esperienza di qualsivoglia persona. Le informazioni fornite non sono intese in nessuna forma come base sulla quale effettuare decisioni di investimento, cessione o conservazione di attività. Credit Suisse raccomanda a ogni persona potenzialmente interessata agli elementi descritti nel presente documento di richiedere informazioni e consulenze pertinenti (che includano i rischi, senza limitarsi ad essi) prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite contestualmente al momento della redazione e potrebbero non risultare più aggiornate al momento della loro ricezione o del loro accesso da parte del lettore. Sono soggette a variazioni in qualsiasi momento senza preavviso o obbligo di aggiornamento. Ove il presente materiale contenga affermazioni sulle performance future, queste hanno natura previsionale e sono soggette a rischi e incertezze. È importante notare che rendimenti storici, performance passate e scenari dei mercati finanziari non sono indicatori affidabili per i redditi futuri. È sempre possibile subire perdite significative. Questo materiale non è rivolto né pensato per essere distribuito o utilizzato da qualsiasi persona o entità che sia cittadino o residente o che si trovi in qualsivoglia giurisdizione nella quale tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzo siano contrari alla legge o ai regolamenti applicabili o sottopongano Credit Suisse a qualsivoglia requisito di deposito o licenza all'interno di detta giurisdizione. Il destinatario è informato circa la possibile esistenza di una relazione commerciale tra l'entità legale a cui si fa riferimento nel presente documento e un'entità facente parte di Credit Suisse e circa l'impossibilità di escludere l'insorgenza di potenziali conflitti d'interesse da detta relazione. Questo documento è stato preparato da fonti ritenute attendibili da Credit Suisse, ma non viene fornita alcuna garanzia in merito alla loro correttezza o alla loro completezza. Credit Suisse può fornire, o aver fornito nei 12 mesi precedenti, consulenze significative o servizi d'investimento relativamente a qualsiasi società o emittente menzionati. Il presente documento potrebbe fornire gli indirizzi di o contenere hyperlink a siti web. Credit Suisse non ha esaminato i siti a cui rimandano tali link e declina ogni responsabilità rispetto ai relativi contenuti. Tali indirizzi o hyperlink (compresi indirizzi o hyperlink al materiale del sito web di Credit Suisse) sono forniti unicamente a scopo di fruizione e informazione del cliente e il contenuto dei siti a cui rimandano tali link non è da ritenersi in alcun modo parte del presente documento. L'accesso a tali siti web o la consultazione di detti link presenti in questo documento o sul sito web di Credit Suisse avviene a proprio rischio e pericolo. Il presente documento è concepito esclusivamente per il destinatario a cui Credit Suisse si rivolge. Non ne è consentita la riproduzione, totale o parziale, senza previa autorizzazione scritta da parte di Credit Suisse.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE. Tutti i diritti riservati.