

Dicembre 2025

PERCHÉ GLI EMITTENTI DI DEBITO *HIGH YIELD* RICHIAMANO LE OBBLIGAZIONI IN ANTICIPO

Insight Investment¹ analizza le motivazioni economiche che spingono gli emittenti *high yield* a richiamare anticipatamente le obbligazioni, e i potenziali benefici per gli investitori.

La struttura delle obbligazioni *high yield*

Gran parte delle obbligazioni *high yield* dispone di strutture che consentono all'emittente di rimborsare l'emissione in determinate date future prima della scadenza finale. Questo non accade nel mercato *investment grade*, dove le obbligazioni hanno in genere un'unica data di scadenza. Queste date di riscatto sono anche dette "date di call" e in genere l'emittente deve pagare un prezzo superiore a 100 per riscattare o "richiamare" in anticipo l'obbligazione. I termini del richiamo dell'obbligazione – prezzi e date – sono fissati all'emissione e documentati legalmente, e non possono essere modificati in seguito. Tali termini restano invariati indipendentemente dalle condizioni di mercato o dalla sede di negoziazione, vengono concordati tra emittente e investitore e sono parte integrante della struttura contrattuale dell'obbligazione.

Quanto maggiore è l'anticipo del richiamo, tanto più alto è il prezzo che l'emittente deve pagare, per poi scendere fino ad arrivare a 100 in coincidenza con la scadenza finale. Ad esempio, un'obbligazione in scadenza a 100 nel 2028 potrebbe essere richiamabile nel 2026 a 101. Nel momento in cui i mercati si aspettano il richiamo di un'obbligazione, il prezzo tende a convergere verso il prezzo di richiamo e l'investitore realizza un guadagno superiore al rendimento di mercato.

Sei motivi per richiamare le obbligazioni in anticipo

Gli emittenti richiamano le obbligazioni per vari motivi, molti dei quali facilmente comprensibili. Tra questi:

1. lo sviluppo di un modello di business;
2. un *de-leveraging*, utilizzando la generazione di cassa o la vendita di *asset* per ridurre l'onere del debito della società emittente;
3. un finanziamento più interessante disponibile altrove;
4. una cedola più conveniente su un nuovo titolo di debito;
5. un cambio di controllo; e
6. il rifinanziamento del debito al raggiungimento di importanti traguardi aziendali.

Pur trattandosi del motivo più diffuso per cui il debito viene richiamato in anticipo, il rifinanziamento del debito è anche il meno compreso dagli investitori. Questo contributo mira a rispondere a una domanda che riceviamo spesso dai nostri clienti: perché gli emittenti *high yield* richiamano il debito in anticipo, dietro pagamento di un premio, e sono disposti a rifinanziarsi persino a tassi di interesse più elevati, quando potrebbero semplicemente attendere la scadenza finale dell'obbligazione?

In genere le società *high yield* sono concentrate sulla crescita dell'*equity*

Per capire il motivo del rifinanziamento delle società *high yield*, è importante comprendere in che modo la struttura del capitale di queste società risulti in genere diversa da quella delle controparti *investment grade*.

Di solito le società *high yield* risultano più indebitate a livello di struttura del capitale che di *equity*, mentre le società *investment grade* sono in una situazione opposta, come dimostrato nell'esempio ipotetico illustrato nella Tabella 1.

Le società *high yield* risultano più indebitate, ma tendenzialmente il debito serve a migliorare il ROE.

In genere, una società *high yield* cerca di realizzare un ROE nettamente superiore al tasso di crescita economica sottostante su un orizzonte temporale di cinque-sette anni. Di solito l'obiettivo è creare una società più grande e redditizia con l'obiettivo di venderla alla fine di questo periodo, realizzando un profitto per il socio azionista.

TABELLA 1: ESEMPIO DI STRUTTURA DEL CAPITALE

	<i>High yield</i>	<i>Investment grade</i>
Debito	\$150m	\$70m
Azioni	\$50m	\$130m
Capitalizzazione totale	\$200m	\$200m

Esistono molti modi in cui un business può cercare di raggiungere elevati tassi di crescita. La crescita può derivare dall'espansione delle attività in essere; ad esempio, dall'apertura di nuovi negozi o impianti di produzione, dall'acquisto di un concorrente o di *asset* di un concorrente per accelerare l'espansione, dallo spostamento organico in una nuova area geografica in rapida crescita o da una combinazione di questi elementi.

Spesso il *management* adotta un approccio poliedrico per raggiungere i propri obiettivi in orizzonti di tempo più lunghi.

¹ I gestori degli investimenti sono nominati da BNY Mellon Investment Management EMEA Limited (BNYMIM EMEA), BNY Mellon Fund Managers Limited (BNYMFM), BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML) o da società di gestione di fondi consociate per lo svolgimento di attività di gestione di portafogli in relazione a contratti relativi a prodotti e servizi stipulati dai clienti con BNYMIM EMEA, BNY MFML o i fondi BNY Mellon.

Esempio: una società di palestre

Prendiamo un ipotetico esempio relativamente semplice, una palestra con sede nel Regno Unito. La società emette un'obbligazione quinquennale con cedola all'8%, richiamabile in due anni al prezzo di 104 (premio della *call* pari al 4%). Il gestore della palestra potrebbe decidere di accelerare la propria strategia di crescita organica nel Regno Unito mediante l'acquisizione di un concorrente finalizzata all'espansione del proprio bacino di clienti in tutto il Paese. Una volta attuata questa strategia, potrebbe essere valutata l'espansione in altre regioni geografiche.

Al raggiungimento di una massa critica di iscritti, la società decide di lanciare un'app, offrendo agli iscritti un servizio in abbonamento per ottenere consigli sulla salute.

Supponiamo che questa ipotetica società di palestre sia partita con utili di 100 milioni di sterline all'anno per il business britannico. Dopo aver acquistato il concorrente e aver beneficiato di alcune sinergie in termini di risparmio dei costi, la società è stata in grado di far salire gli utili a 120 milioni di sterline a due anni di distanza. A questo punto, il *management* decide di concentrarsi sui piani di espansione all'estero, ma deve assicurarsi di disporre dei finanziamenti necessari per realizzare la fase successiva del piano aziendale.

Potendo far leva sulla base di utili più elevata per ottenere più facilmente prestiti, la società decide di rifinanziarsi mediante l'emissione di nuovo debito e il richiamo di quello precedente. L'obbligazione quinquennale viene richiamata a 104 e gli investitori ricevono un rendimento effettivo vicino al 10% annuo per i due anni di investimento.

Il ridotto premio dovuto per il richiamo del debito è trascurabile rispetto alla flessibilità ottenuta con la disponibilità di fondi per la fase successiva dello sviluppo aziendale.

Forte dell'ampliamento e della maggiore redditività, la società può emettere una nuova obbligazione quinquennale con una cedola inferiore (7%), in questo caso richiamabile dopo tre anni a fronte di un premio più contenuto (103,5).

Trascorsi tre anni dall'inizio dell'espansione all'estero, il gruppo di palestre è una multinazionale di successo con utili di 170 milioni di sterline all'anno.

Dopo aver raggiunto un altro importante traguardo, il *management* intende sviluppare un'app per rilevare dati statistici sulla salute tra cui pressione sanguigna, livelli di ossigeno e indice di massa corporea. L'app sarebbe accessibile agli iscritti dietro corresponsione di una ridotta quota aggiuntiva, ma richiederebbe investimenti per lo sviluppo e un budget di marketing per la promozione in un periodo di due anni. La scelta, anche in questo caso, è di richiamare l'obbligazione: questa volta gli investitori ottengono un rendimento poco superiore all'8% annuo per i tre anni in cui hanno mantenuto l'investimento. La società emette una nuova obbligazione quinquennale, con una cedola del 6,5%, richiamabile dopo due anni a 103.

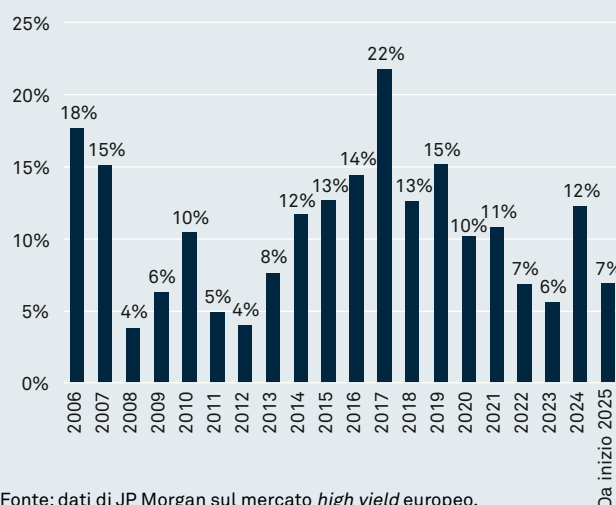
Dopo il lancio dell'app e la sua commercializzazione, i profitti salgono a 190 milioni di sterline nei due anni successivi. Anche in questo caso, il raggiungimento di un altro importante traguardo aziendale rende ragionevole il rifinanziamento da parte del *management*. La scelta è nuovamente di richiamare l'obbligazione: questa volta gli investitori percepiscono un rendimento di poco inferiore all'8% annuo per i due anni di investimento.

Dal punto di vista del socio azionista, gli utili aziendali sono cresciuti da 100 a 190 milioni di sterline in un periodo di sette anni, con un tasso interno di rendimento (TIR) del 9,6% e una crescita nettamente superiore al PIL che dovrebbe portare a un ROE a doppia cifra. In genere i soci azionisti vendono le società dopo un periodo di detenzione di cinque-sette anni in cui è stato raggiunto un TIR a doppia cifra e quindi vengono remunerati.

Per il socio azionista, il premio di rifinanziamento è una considerazione secondaria. L'obiettivo primario è quello di realizzare una crescita a lungo termine per posizionare la società per una vendita. Con un TIR del 9,6%, i tassi d'interesse più elevati non rappresentano un deterrente – è prioritario invece assicurarsi un finanziamento nelle fasi critiche.

La Figura 1 mostra i tassi di richiamo rispetto ai rendimenti nei mercati *high yield* europei. In media ogni anno viene richiamato il 10% delle emissioni e, a dispetto delle variazioni a seconda dei costi di finanziamento, gli emittenti hanno continuato a richiamare le obbligazioni, anche se a livelli ridotti, persino quando i tassi sono saliti durante la crisi finanziaria globale.

FIGURA 1: PERCENTUALE DI TITOLI HY EUROPEI RICHIAMATI ALL'ANNO



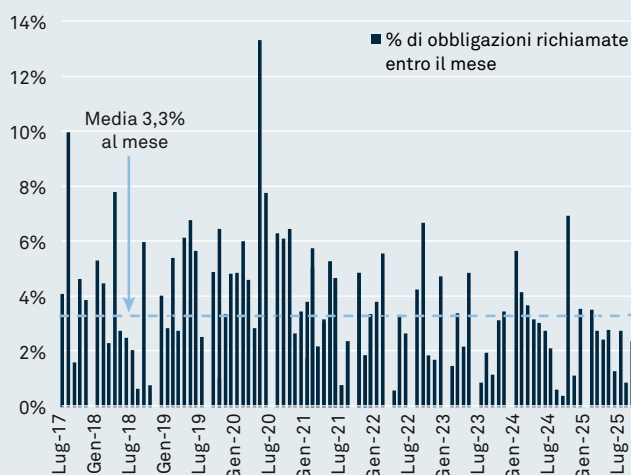
Fonte: dati di JP Morgan sul mercato *high yield* europeo, al 30 settembre 2025. JPM crea i propri indici per monitorare la dimensione degli strumenti finanziari sulla base di dati interni.

Sfruttare i premi delle *call*

Dati l'orientamento a breve termine della strategia *high yield* di Insight e il processo di investimento incentrato su flussi di cassa visibili, riteniamo di essere in una buona posizione per sfruttare i premi delle *call*.

In occasione degli incontri con le società, che si verificano fino a sei volte all'anno, i nostri analisti cercano di capire l'effettiva direzione di sviluppo del piano aziendale rispetto alle previsioni interne e spesso quale potrebbe essere la fase successiva del piano aziendale. Siamo in grado di valutare se il piano aziendale sta funzionando come previsto e quindi quando è probabile che un'obbligazione sia rifinanziata. Abbiamo ottenuto un solido *track record* di investimenti nelle obbligazioni interessate da rifinanziamento. Come emerge dalla Figura 2, in media il 3,3% della nostra strategia è stato rifinanziato ogni mese e in generale ogni anno è stato rimborsato tra il 35% e il 50% della strategia.

FIGURA 2: % DELLA STRATEGIA GSDHY DI INSIGHT RIFINANZIATA MENSILMENTE



Fonte: Insight al 30 settembre 2025. Il portafoglio rappresentativo utilizza lo stesso approccio di investimento della strategia global short dated *high yield* bond di Insight. Data di lancio del portafoglio: novembre 2016.

Il valore degli investimenti può diminuire. Gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. Il reddito da investimenti può subire variazioni e non è garantito.



INFORMAZIONI IMPORTANTI

Riservato esclusivamente a investitori professionali e, in Svizzera, a investitori qualificati regolamentati.

Il presente documento è di natura promozionale.

Le opinioni e i pareri espressi sono quelli del gestore degli investimenti, salvo diversa indicazione, e non costituiscono una consulenza d'investimento.

Il presente documento non costituisce una ricerca di investimento o una raccomandazione di ricerca ai fini delle norme vigenti.

BNY, BNY Mellon e Bank of New York Mellon sono marchi aziendali di The Bank of New York Mellon Corporation e possono essere utilizzati per fare riferimento alla società nel suo complesso e/o alle sue controllate in generale.

Documento emesso nel Regno Unito da BNY Mellon Investment Management EMEA Limited, BNY Mellon Centre, 160 Queen Victoria Street, Londra EC4V 4LA. Società iscritta al Registro delle imprese in Inghilterra al n. 1118580. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority.

Documento emesso in Europa (Svizzera esclusa) da BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML), società per azioni (société anonyme) costituita e operante in conformità alla legge lussemburghese e iscritta al Registro delle Imprese al n. B28166 con sede legale al 2-4 Rue Eugène Ruppert L-2453 Lussemburgo. BNY MFML è regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF).

Documento emesso in Svizzera da BNY Mellon Investments Switzerland GmbH, Bäregasse 29, CH-8001 Zurigo, Svizzera.

ID: 2948159: Scade il: 3 luglio 2026. T13686 12/25