

Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Finanza Aziendale avanzato

CORPORATE HYBRID BOND:

la gestione dinamica del debito.

Caso Enel

RELATORE

Prof. Ernesto Monti

CANDIDATO

Beatrice Colantoni

Matr. 651611

CORRELATORE

Prof. Cristiano Cannarsa

INDICE

INDICE DELLE FIGURE.....	4
INTRODUZIONE	7
1. Corporate Hybrid Bond	9
1.1 Capitale Ibrido e Bond Ibridi	9
1.1.1 Definizione di Capitale ibrido	9
1.1.2 Definizione di Bond Ibridi.....	12
1.2 Caratteristiche dei Bond Ibridi	13
1.2.1 Subordinazione	13
1.2.2 Differimento (Defferal)	15
1.2.3 Maturity (Extension)	19
1.2.4 Call option	20
1.2.5 Replacement Language	21
1.2.6 Altre caratteristiche	24
1.3 Storia ed Evoluzione del mercato	25
1.3.1 Le istituzioni finanziarie: da Basilea I a Basilea III	25
1.3.2 Nascita dei Corporate Hybrid Bond	29
1.4 Vantaggi dei Corporate Hybrid Bond	31
1.4.1 Vantaggi per l'emittente.....	31
1.4.2 Vantaggi per l'investitore.....	35
2.Trattamento e Pricing dei Corporate Hybrid Bond.....	37
2.1 Trattamento delle Agenzie di rating.....	37
2.1.1 Moody's	37
2.1.2 Standard & Poor's	44
2.1.3 Fitch Ratings.....	49
2.2 Trattamento contabile e fiscale	52

2.2.1	Trattamento contabile secondo i principi IFRS	52
2.2.2	Trattamento fiscale	54
2.3	Pricing e Valutazione dei Corporate Hybrid Bond	54
2.3.1	Modello di Regressione di JP Morgan	54
2.3.2	Rock Bottom Spread Methodology	60
3.	Emissioni di Bond Ibridi da parte delle utility: la gestione dinamica del debito... 63	
3.1	Panoramica sulle emissioni avvenute nel 2013	63
3.1.1	Tipologia e caratteristiche degli emittenti attuali	63
3.1.2	Tipologia e caratteristiche degli investitori attuali	65
3.1.3	Cause della rinascita dei Corporate Hybrid Bond	66
3.2	Caratteristiche economiche ed evoluzione storica del settore delle utility	68
3.2.1	Evoluzione storica del settore delle utility: Liberalizzazione.....	68
3.2.2	Operazione di M&A nel mercato energetico europeo.....	71
3.2.3	Effetti delle operazioni di M&A sul debito delle utility.....	76
3.3	Gestione dinamica del debito	79
3.3.1	Definizione di gestione dinamica del debito	79
3.3.2	Riqualificazione del debito e De-leveraging	80
3.3.3	Gli effetti positivi dei bond ibridi sulle utility.....	81
3.3.4	Performance finanziaria.....	87
4.	Caso ENEL	90
4.1	Enel: multinazionale dell'energia	90
4.1.1	Evoluzione storica di Enel.....	90
4.1.2	Enel di oggi.....	94
4.2	La strategia di Enel dopo la liberalizzazione	98
4.2.1	La strategia di diversificazione e l'epoca della multi-utility.....	98

4.2.2 Rifocalizzazione sul core business e spinta verso l'internazionalizzazione	101
4.3 La finanza di Enel a servizio del business	104
4.3.1 Evoluzione del debito a sostegno dell'espansione internazionale	104
4.3.2 Nuova Pianificazione Strategica: la gestione dinamica del debito.....	105
4.4 Il Bond Ibrido nel piano industriale	113
4.4.1 Piano Industriale 2013-2022: struttura dell'operazione	113
4.4.2 Descrizione dell'Ibrido.....	116
4.4.3 Pricing.....	126
4.4.4 Motivazioni dell'emissione	129
4.4.5 Possibili evoluzioni future	130
CONCLUSIONE	138
BIBLIOGRAFIA	144
SITOGRAFIA.....	149

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1: Il Capitale Ibrido	9
Figura 2: Ordine di pagamento in caso di liquidazione	12
Figura 3: Panoramica sulle modalità di finanziamento	14
Figura 4: Tasso medio di recupero del debito, 1978-2010	15
Figura 5: Esempi di Mandatory Defferal Trigger	17
Figura 6: Meccanismi di differimento delle cedole per bond ibridi	18
Figura 7: Caratteristiche dei meccanismi di differimento <i>equity e debt-like</i>	19
Figura 8: Timeline di un bond ibrido <i>singol call e double call</i>	23
Figura 9: Volume di emissioni dei Corporate Hybrid Bond in Europa	30
Figura 10: Spread fra Bund e bond ibridi bancari e corporate.....	31
Figura 11: Motivazioni dell'emissione di bond ibridi.....	34
Figura 12: Utilizzo degli ibridi nei vari settori	35
Figura 13: Rendimento complessivo (Total Return) associato a vari asset class	36
Figura 14: Percentuale di <i>equity</i> assegnata ad ogni basket.....	38
Figura 15: Alcuni esempi generici di ibridi per illustrare l'applicazione della metodologia rivisitata	40
Figura 16: Panoramica sulle diverse tipologia di trigger e sulla loro significatività .	42
Figura 17: Formule per la limitazione dell' <i>equity credit</i> nella struttura del capitale .	43
Figura 18: Trattamento degli ibridi secondo la metodologia di S&P.....	44
Figura 19: Caratteristiche per l'assegnazione dell'Equity Content in S&P.....	46
Figura 20: Numero di Notch al di sotto del ICR.....	47
Figura 21: Criteri per l'assegnazione dei basket ed del contenuto di equity.....	47
Figura 22: Allocazione degli ibridi tra <i>equity</i> e debito in Fich.....	50
Figura 23: Meccanismo di Notching	51
Figura 24: Framework a confronto	52
Figura 25: Classificazione secondo i principi contabili IFRS	54
Figura 26: Multipli (asse y) rispetto al <i>senior spread</i> (asse x)	58
Figura 27: Variabili usate nel modello di regressione	58
Figura 28: Punteggio assegnato ai vari rating.....	59
Figura 29: Rock Bottom Spread	61
Figura 30: Corporate Hybrid Bond emessi nel 2013	64

Figura 31: Tipologia e provenienza degli investitori nelle recenti transazioni.....	65
Figura 32: Emissioni di bond ibridi da parte delle società europee nel 2013.....	67
Figura 33: Emissioni di bond ibridi da parte delle <i>utility</i>	68
Figura 34: Linea temporale del processo di liberalizzazione in Europa.....	70
Figura 35: M&A nazionali vs. M&A cross-border.....	72
Figura 36: Principale operazioni di Merger and Acquisition nel mercato europeo dell'energia e del gas (1998-2009)	73
Figura 37: Ripartizione del fatturato delle principali utility per area geografica (grado di internazionalizzazione) nel 2010	74
Figura 38: Evoluzione del Debito nelle utility europee (mln)	76
Figura 39: Prezzi dell'energia in Europa 2007-2014	77
Figura 40: Evoluzione prospettica della domanda di energia nel Centro Europa	78
Figura 41: Evoluzione del rating delle <i>utility</i> europee.....	79
Figura 42: Impatto degli ibridi sui <i>ratio</i> finanziari	85
Figura 43: Nuovi possibili emittenti di bond ibridi	86
Figura 44: Rendimento (Total Return) degli ibridi emessi dalle <i>utility</i>	87
Figura 45: Le utility che hanno performato meglio nel 2013	88
Figura 46: Rendimento dei bond ibridi dall'inizio del 2013	89
Figura 47: Le <i>utility</i> che hanno performato meglio fino a marzo 2014.....	89
Figura 48: di Enel - Da società monopolistica a leader internazionale	94
Figura 49: Enel oggi - Perimetro del Gruppo tra il 2005 e il 2013.....	95
Figura 50: Posizionamento di Enel	97
Figura 51: Crescita internazionale di Enel tra il 1999 e il 2012	103
Figura 52: Ebitda di Enel nel 2012	103
Figura 53: Risultati di Enel 2004-2007.....	104
Figura 54: Il rating di Enel 2005-2008	105
Figura 55: L'evoluzione della strategia di Enel nell'ultimo decennio.....	106
Figura 56: Azioni eseguite da Enel per la gestione del debito dal 2009 (€84 miliardi)	106
Figura 57: Credit Facility Trend	109
Figura 58: Struttura dell'indebitamento a lungo termine di Enel.....	110
Figura 59: Processo di <i>de-leveraging</i>	113

Figura 60: Emissione bond ibridi denominata in euro del 3 settembre 2013	118
Figura 61 di bond ibridi denominata in sterline del 3 settembre 2013	118
Figura 62: Emissione di bond ibridi denominati in dollari del 17 settembre 2013 .	120
Figura 63: Descrizione delle emissioni di bond ibridi del 2013	121
Figura 64: Emissione di bond ibridi denominati in euro dell'8 gennaio 2014	123
Figura 65: Emissione di bond ibridi denominati in sterline dell'8 gennaio 2014	123
Figura 66: Descrizione delle emissioni di bond ibridi del 2014	124
Figura 67: Riassunto operazioni ibride	125
Figura 68: Pricing dell'emissione in euro e in sterline del 3 settembre 2013	128
Figura 69: Pricing dell'emissione in dollari del 17 settembre 2013.....	128
Figura 70: Pricing dell'emissione in euro e sterline dell'8 gennaio 2014	129
Figura 71: Evoluzione dell'indebitamento netto	131
Figura 72: Rafforzamento dei risultati di bilancio e ottimizzazione del portafoglio	133
Figura 73: Programma di deleveraging raggiunto e prospettato.....	134
Figura 74: Il piano strategico di Enel - Riduzione del debito netto mediante la generazione di cassa o ottimizzazione del portafoglio delle partecipazioni (€mld)	135

INTRODUZIONE

Il Capitale Ibrido, come strumento di finanziamento alternativo, è conosciuto fin dal 1998, quando il Comitato di Basilea, con la pubblicazione del primo Accordo (Basilea I), pretese il rispetto di standard minimi di capitale da parte delle banche. Furono proprio le istituzioni finanziarie le prime ad emettere tali strumenti, come espediente per far fronte ai requisiti anzidetti. Solo nel 2005, quando le agenzie di rating cominciarono a riconoscere la qualifica di equity credit anche alle *trust preferred securities*, il capitale ibrido cominciò ad acquistare popolarità anche tra le società non finanziarie, poiché risultava essere un utile strumento per la difesa del rating. Negli ultimi due anni le obbligazioni ibride stanno vivendo una seconda primavera (il 2013 viene considerato un anno record), poiché, grazie alle loro caratteristiche intermedie tra il debito e l'*equity*, riescono a soddisfare pienamente le attuali esigenze degli investitori e degli emittenti. Gli emittenti infatti, di cui i principali sono le *utility* europee, hanno la duplice necessità di gestire in maniera dinamica il debito che hanno accumulato negli anni passati e di difendersi contro le pressioni provenienti dalle agenzie di rating. D'altro canto, gli investitori sono sempre più attratti da investimenti che gli permettano di ottenere un rendimento più elevato, tenendo conto della politica di bassi tassi di interesse adottata dalle Banche centrali. Quindi l'utilizzo dei bond ibridi fa sicuramente riscontrare molteplici vantaggi positivi, quali flessibilità finanziaria, aumento della liquidità e riduzione del costo del capitale, ma da solo non riesce a sostenere il credito nel lungo termine. Essi devono infatti essere accompagnati da una serie di misure complementari come tagli dei costi, dismissione di asset e qualche volta emissioni di *equity* per difendere il rating.

Secondo Moody's la corsa al bond ibrido non si arresterà nel prossimo futuro, poiché le *utility* di Europa, Medio Oriente e Africa continueranno a ricorrere a questi strumenti come fonte difensiva di finanziamento. Quanto all'accoglienza del mercato, gli analisti hanno pochi dubbi: l'unico limite all'appetito degli investitori è la volatilità del mercato, opinione condivisa anche da JP Morgan.

La tesi è strutturata in 4 capitoli. Nel primo capitolo vengono definite le caratteristiche dei bond ibridi, in termini di subordinazione, differimento cedolare,

call option, scadenza e *replacement language*. Si prosegue con la descrizione dell'evoluzione storica di questi strumenti, che li vede prima utilizzati unicamente dalle banche e solo in un secondo momento dalle corporate, e delle motivazioni che hanno portato alla loro diffusione, in termini di vantaggi per l'emittente e per l'investitore.

Nel capitolo due si esplicita il trattamento dei titoli ibridi da parte delle agenzie di rating, con particolare riferimento alla percentuale di *equity* assegnata e al meccanismo di *notching*. Viene poi descritta la modalità di contabilizzazione secondo i principi IFRS e la deducibilità fiscale degli interessi corrisposti. Si conclude con una breve panoramica sulle modalità di valutazione elaborate da JP Morgan, volte alla determinazione del *fair-value* dei titoli.

Il capitolo tre presenta una panoramica sulle emissioni di bond ibridi avvenute negli ultimi due anni, finalizzata alla determinazione dell'identità degli attuali emittenti ed investitori. Una volta dimostrato che le *utility* sono gli emittenti principali, si studia il motivo che ha portato queste imprese ad avere un elevato indebitamento e quindi la necessità di gestirlo. Si arriva quindi alla conclusione che sicuramente l'emissione di bond ibridi hanno permesso a queste imprese di ottenere significativi benefici, ma che comunque devono essere accompagnati da misure complementari. Il capitolo termina con una previsione su quali saranno i possibili futuri emittenti di bond ibridi, affermando che continueranno ad appartenere ai settori *capital intensive*, quali telecomunicazioni ed *utility*.

Nel capitolo quattro viene introdotto il Caso Enel, che cerca di riassumere tutti gli aspetti dei capitoli precedenti in modo pratico. Enel infatti è un utility con un elevatissimo indebitamento (dovuto all'acquisizione di Endesa) che ha deciso di emettere circa 5 miliardi di bond ibridi al fine di reagire al declassamento del merito creditizio.

1. Corporate Hybrid Bond

1.1 Capitale Ibrido e Bond Ibridi

1.1.1 Definizione di Capitale ibrido

Il termine "capitale ibrido" viene considerato un'*etichetta* piuttosto che un *asset class* con caratteristiche rigorose, racchiudendo aspetti sia dell'*equity* che del debito. Come mostra la figura 1 comprende una vasta gamma di strumenti finanziari, i quali, nella struttura del capitale, si collocano tra il patrimonio netto e il debito non garantito (*unsecured debt*):

Figura 1: Il Capitale Ibrido

Equity-linked securities	Preferred stock	Hybrid bonds	Subordinated debt
<ul style="list-style-type: none"> • Contain a common equity feature • Fixed income instruments with embedded equity option 	<ul style="list-style-type: none"> • Perpetual / Callable • Senior to common equity, junior to all other debt • (Fix) Dividend payments • Dividend deferral mechanism (cumulative or non-cumulative) 	<ul style="list-style-type: none"> • Deeply subordinated • Perpetual / Callable or dated with call option • Tax deductible coupon payments • Coupon deferral mechanism (cumulative or non-cumulative, optional or mandatory) • Coupon step-up, if call option is not exercised • Replacement language 	<ul style="list-style-type: none"> • Subordinated to senior debt • No coupon deferral mechanism • Maturities mostly up to 10 years • No call option • No equity features
Convertible bonds (optional or mandatory convertibles) Convertible preferred stocks	Traditional preferred stock (DRDs, REITs...) (Hybrid/Trust preferreds)	Corporate hybrids Financial hybrids (Tier 1, Upper Tier 2, Lower Tier 2)	Unsecured "plain vanilla" subordinated debt

Fonte: Schaffner B., A Valuation Framework for Pricing Hybrid Bonds, Master's Thesis, 2010. p.3

1. Le obbligazioni convertibili (*convertible bond*) sono strumenti simili alle azioni che non solo hanno diritto alla remunerazione periodica e al rimborso del capitale a scadenza, ma incorporano anche una *stock option*, la quale permette di convertire l'obbligazione in *common equity* a condizioni prestabilite, tramutando lo *status* di creditore a quello di azionista. Sono quindi strumenti finanziari composti: nello stesso titolo coesistono una

componente "prestito" e una componente "opzione"¹. Se l'investitore è costretto a convertire il prestito ad una data prestabilita, si parla di obbligazione a conversione obbligatoria (*mandatory convertible*), che rappresenta lo strumento più vicino all'*equity*. Dello stesso gruppo fanno parte anche le azioni privilegiate convertibili (*convertible preferred stock*) che, al pari delle obbligazioni precedenti, possono essere convertite in azioni ordinarie.

2. Le azioni privilegiate attribuiscono ai loro titolari un diritto di preferenza nella distribuzione degli utili e/o nel rimborso del capitale al momento dello scioglimento della società². Dopo la riforma del diritto societario, il Codice Civile non parla più di azioni privilegiate che attribuiscono diritti specifici, ma l'art. 2348 comma 2 riconosce la facoltà di emettere azioni atipiche aventi diritti diversi, anche per quanto concerne l'incidenza delle perdite. La società è perciò libera di articolare come preferisce il contenuto patrimoniale di tali strumenti (a dividendo prioritario, a dividendo maggiorato, ecc.).

Nel contesto statunitense le azioni privilegiate sono strumenti perpetui senza una scadenza dichiarata, generalmente rimborsabili cinque o dieci anni dopo l'emissione, antergati solo rispetto alle azioni ordinarie. Tali azioni pagano dividendi trimestrali fissi e indipendenti dagli utili conseguiti, che però possono essere rinviati e tassati ad una aliquota ridotta (*Dividend Received Deduction*). Nuove tipologie di azioni privilegiate, denominate *Hybrid Preferred Stock* (oppure "strumenti di capitale a tasso fisso") sono state introdotte nel 1993 e si distinguono da quelle precedenti in termini di scadenza, di subordinazione e natura dei pagamenti: mentre le azioni privilegiate distribuiscono dividendi fissi (*equity-like*), tali azioni ibride corrispondono interessi (*debt-like*). Hanno inoltre una scadenza molto lunga (60 anni ed oltre) e sono antergate rispetto alle azioni privilegiate tradizionali e alle azioni ordinarie, mentre risultano subordinate a tutte le altre forme di debito. La tipologia maggiormente emessa oggi sono le *Trust Preferreds*: tali titoli vengono emessi da una società veicolo, costituita al solo scopo di

¹ Monti E., Manuale di Finanza per l'Impresa, Isedi, 2009. p. 184

² Campobasso G., Manuale di Diritto Commerciale, Utet, 2010, p.199

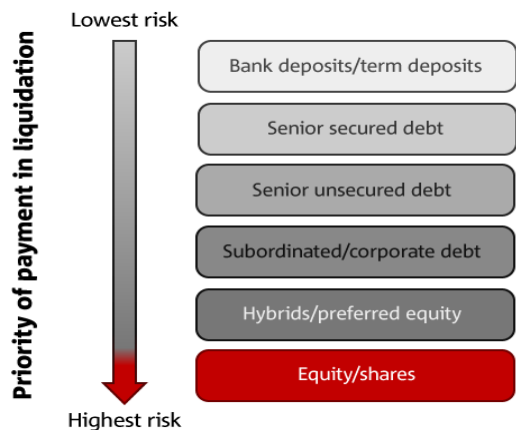
venderli ed amministrarli e che utilizza i proventi ottenuti dalla vendita delle *Trust Preferreds* per acquistare titoli di debito emessi dalla società madre. Naturalmente gli interessi, corrisposti dalla società madre sulle obbligazioni acquistate dalla società veicolo, vengono impiegati da quest'ultima per effettuare i pagamenti ai detentori dei titoli privilegiati. Tali *Trust Preferreds* normalmente hanno una scadenza di 30 o 40 anni, possono essere rimborsati solo dopo 5 o 10 anni dalla data di emissione e infine permettono il differimento degli interessi fiscalmente deducibili per l'emittente. Anche le *Trust Preferreds*, al pari delle *Hybrid Preferred Stock*, sono contabilizzate come passività nel bilancio dell'emittente.

3. I bond ibridi sono strumenti privi di caratteristiche specifiche ed ogni nuova loro emissione aggiunge ulteriori aspetti alle strutture già esistenti. Sono obbligazioni emesse sia da società non finanziarie sia da banche e compagnie di assicurazione ed inglobano caratteristica del debito e del patrimonio netto. Infatti in genere i pagamenti cedolari sono fiscalmente deducibili (*debt-like*), mentre dal punto di vista contabile sono considerati al pari dell'*equity* (in una certa percentuale). Per assegnare il contenuto di *equity* e di debito si tiene conto di tre caratteristiche fondamentali: subordinazione, differimento cedolare e scadenza.
4. Il debito subordinato non presenta nessuna caratteristica propria dell'*equity*: non è infatti possibile differire i suoi pagamenti cedolari e risulta postergato solo rispetto al debito senior, garantito e non garantito. Di conseguenza ha la capacità di assorbire le perdite solo in caso di liquidazione e presenta un tasso di recupero più basso rispetto al debito senior³.

La figura 2 mostra quale sia la collocazione del capitale ibrido nella struttura del capitale, evidenziando, come si è detto in precedenza, che si tratta di una fonte di finanziamento intermedia tra il debito non garantito e l'*equity*.

³ Ogg M., Havlicek B., Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure, Marzo 2008. p. 5

Figura 2: Ordine di pagamento in caso di liquidazione



Fonte: www.learn.nabtrade.com.au/strategies/article/strategy-in-focus-understanding-listed-bonds-and-hybrids

1.1.2 Definizione di Bond Ibridi

Una definizione univoca di bond ibrido non è agevole, includendo tale categoria una serie di strumenti con caratteristiche differenti a seconda delle emissioni. Si tratta certamente di una classe di strumenti di debito, collocata a metà strada tra il debito e l'*equity*, che combina le caratteristiche di entrambi⁴. Le più ricorrenti di tali caratteristiche, avuto riguardo alla prassi operativa, possono così riassumersi:

- Scadenza a lungo termine di almeno 30 anni: assicura che il capitale concesso dall'investitore rimanga in azienda.
- Opzione per l'emittente di sospendere i pagamenti cedolari a determinate condizioni.
- Subordinazione: in caso di default dell'emittente, il possessore di un bond ibrido è preferito all'azionista e subordinato all'obbligazionista.

Anche se la subordinazione li avvicina molto all'*equity*, tali strumenti non possiedono attributi fondamentali, quali il pagamento dei dividendi, il diritto di voto e la proprietà sul valore residuale d'azienda. Per supplire a queste carenze, di solito, vengono riconosciute garanzie aggiuntive agli investitori (*covenant*), giustificate dalla politica utilizzata dalle Agenzie di Rating nell'attribuire la qualità di *equity* al capitale ibrido⁵.

⁴ Bruno P. e Stirpe A., Diritto societario con ruolo su misura per i bond ibridi, Il Sole 24 Ore, Norme e Tributi, 3 novembre 2013. p. 1

⁵ Vedere paragrafo 1.4 sul Trattamento delle Agenzie di rating

Pur non esistendo una definizione certa di bond ibridi, tutte le recenti emissioni mostrano i criteri appena menzionati.

1.2 Caratteristiche dei Bond Ibridi

1.2.1 Subordinazione

Il termine subordinazione si riferisce all'ordine di rivendicazione tra i detentori delle passività aziendali: in caso di bancarotta o fallimento, per esempio, i creditori hanno diritto di soddisfarsi sul patrimonio del debitore con precedenza rispetto agli azionisti⁶. Seguendo il principio a cascata, inizialmente vengono soddisfatti i creditori garantiti con diritti sui beni costituiti in pegno. I successivi sono i creditori non garantiti, che verranno pagati solo dopo che i creditori garantiti saranno rimborsati per intero. Essi infatti possono contare solo sulla qualità creditizia dell'emittente e sulla sua capacità di pagare periodicamente gli interessi e di rimborsare il capitale a scadenza. Il debito subordinato è postergato (junior) rispetto al debito non garantito ed è antergato solo rispetto alle azioni privilegiate ed ordinarie. Di conseguenza i creditori subordinati non riceveranno alcun pagamento fino a quando i creditori senior non siano completamente soddisfatti. La figura 3 mostra il collocamento dei bond ibridi tra le altre modalità di finanziamento e la loro *seniority* nella struttura del capitale.

⁶ Barclay M.J. e Smith C.W., The Priority Structure of Corporate Liabilities, The Journal of Finance 50, 1995. p. 901

Figura 3: Panoramica sulle modalità di finanziamento

	Common Stock	Preferred Stock	Hybrid Bond	Senior Bond	Bank Loan
Liquidity in the Secondary Market	High	High	High	High	Low
Position of Holders	Owner	Owner (but no voting rights)	Subordinated Creditor	Creditor	Creditor
Accounting	Equity	Equity	Equity or debt	Debt	Debt
Tenor	Perpetual	Perpetual	Long-term	Medium-term	Medium- and short-term
Minimal Volume	Low (e.g. from EUR 15mn)	Low	Medium	High (benchmark EUR 500mn)	Very low
Redemption	No	No	No, but call option	Bullet	Amortization
Disclosure Requirements	Yes	Yes	Yes	Yes	No
Documentation	Security	Security	Security	Security	Loan agreement

Fonte: T. Gibney, European Corporate Hybrids Handbook, Credit Suisse Fixed Income Research, 2010. p. 10

La subordinazione è la caratteristica strutturale che distingue con chiarezza il capitale ibrido dal debito senior. Come evidenziato in precedenza, i titolari di obbligazioni ibride risultano subordinati in caso di insolvenza o liquidazione e tale subordinazione incide negativamente sulle loro prospettive di recupero. Infatti il tasso di recupero degli strumenti subordinati è significativamente inferiore a quello del debito senior. La probabilità di default dovuta alla *seniority* e la gravità del default basata sui tassi di recupero sono state ampiamente analizzate negli studi delle Agenzie di Rating e nella letteratura accademica⁷. Dal report di Moody's del 2011 (Figura 4), il tasso di recupero medio tra il 1982 e il 2010 per il debito senior

⁷ Altman E.I., Brady B., Resti A. e Sironi, A., The Link between Default and Recovery Rates: Theory, Empirical Evidence and Implications, *Journal of Business* 78, 2005. p. 2207
 Altman E.I. e Karlin B.J., Defaults and Returns in the High-Yield Bond and Distressed Debt Market: The Year 2009 in Review and Outlook, Special Report, 2010. p. 16

garantito è 49,1%, per il debito senior non garantito è 37,4%, per il debito subordinato è 24,2%⁸.

Figura 4: Tasso medio di recupero del debito, 1978-2010

EXHIBIT 9 Average Corporate Debt Recovery Rates Measured by Ultimate Recoveries, 1987-2010						
Lien Position	Emergence Year			Default Year ⁸		
	2010	2009	1987-2010	2010	2009	1987-2010
Loans	78.6%	77.1%	80.3%	80.2%	78.9%	80.3%
Bonds						
Sr. Secured	64.4%	59.0%	63.5%	56.3%	65.6%	63.5%
Sr. Unsecured	51.0%	48.3%	49.2%	26.5%	51.6%	49.2%
Sr. Subordinated	20.5%	26.2%	29.4%	21.7%	28.0%	29.4%
Subordinated	53.4%	34.3%	29.3%	0.0%	58.3%	29.3%
Jr. Subordinated	n.a.	0.5%	18.4%	n.a.	0.0%	18.4%

Fonte: Ou S., Corporate Default and Recovery Rates 1920-2010, Moody's investment Research, 2011. p. 5

Come mostra la tabella le classi subordinate differiscono sensibilmente dal debito senior non garantito. Il tasso di recupero significativamente più basso degli strumenti subordinati comporta che questi ultimi garantiscano un extra rendimento rispetto ad un investimento privo di rischio, tale da compensare la maggiore perdita attesa dell'investitore.

1.2.2 Differimento (*Defferal*)

Un'altra caratteristica chiave dei bond ibridi è la possibilità per l'emittente di differire le cedole prevista dal contratto, permettendo di preservare liquidità e flessibilità in caso di stress finanziari. Questa è una peculiarità propria del *common equity*, i cui dividendi possono essere cancellati, a discrezione della società, in qualsiasi momento, anche se in realtà le società quotate sono riluttanti ad eliminarli o ridurli a causa del segnale negativo sulle prospettive future dell'emittente⁹. Gli strumenti di debito ibridi, in quasi tutti i casi, contengono clausole di differimento, che consentono all'emittente di rimandare i pagamenti cedolari. Esistono infatti differenti meccanismi di pagamento cedolare:

⁸ Sharon Ou, Corporate Default and Recovery Rates, Moody's Report Number 131388, 28 Febbraio 2011. p. 7

⁹ Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 19

1) Meccanismo opzionale di differimento (*Optional Deferral Mechanisms*): l'utilizzo o meno della clausola di differimento è una decisione discrezionale del management. Tale aspetto rende il capitale ibrido più simile all'*equity*. Affinché gli investitori siano spinti ad acquistare strumenti le cui cedole possono essere differite, è necessario che il pagamento di quest'ultime sia collegato ai pagamenti nei confronti degli azionisti (dividendi o riacquisto azioni)¹⁰. Il modo più semplice per legare le cedole ai dividendi è di vietare i pagamenti ai detentori di *common equity* fino a quando l'ibrido non abbia nessun arretrato in sospeso. Poiché alcune società non sono disposte a limitare la loro capacità di pagare dividendi, una valida alternativa è il *dividend pusher*, secondo cui una recente distribuzione di dividendi rende il pagamento delle cedole e le cedole arretrate non differibili. Se l'emittente decide di annullare il pagamento dei dividendi, può discrezionalmente rimandare o meno le cedole sull'ibrido. Diversamente, se i dividendi sono stati distribuiti, l'emittente è obbligato a pagare anche le cedole sugli strumenti ibridi. Affinché la distribuzione dei dividendi porti con sé il pagamento delle cedole, è necessario che quest'ultime siano fissate successivamente al normale periodo di pagamento dei dividendi.

Le Agenzie di Rating hanno però introdotto limiti al *look-back period*, cioè al periodo di tempo in cui un emittente deve sospendere i pagamenti nei confronti degli azionisti, prima che possano essere sospese le cedole anche ai titoli ibridi. Secondo S&P se tale periodo supera un anno per le società *investment grade* o sei mesi per quelle *sub investment grade*, allora gli strumenti ibridi non sono ammissibili come *equity*. Moody's impone una limitazione di sei mesi per tutti gli emittenti, mentre Fitch addirittura nega la qualità di *equity credit* a qualsiasi strumento preveda clausole di *look-back/dividend pusher*. Questo aspetto porta alla grande divergenza tra le Agenzie di Rating nell'assegnazione della qualifica di *equity credit*: Fitch assegna zero *equity credit* alla maggior parte delle obbligazioni emesse prima del 2010, mentre quest'ultime godono di un certo contenuto di *equity* per S&P e Moody's.

¹⁰ Keenan O. e Staszewski R., *European Corporate Hybrids: All you ever wanted to know about corporate hybrids*, Investment Research, JPMorgan, 2010. p 17

2) Meccanismo obbligatorio di differimento¹¹ (*Mandatory Deferral Mechanisms*): molti bond ibridi contengono dei ratio finanziari (*trigger*), progettati per sospendere automaticamente le cedole, in seguito ad un peggioramento della qualità creditizia dell'emittente (Figura 5). Se la società non rispetta i valori previsti da tali rapporti finanziari, il pagamento delle cedole viene automaticamente sospeso. Naturalmente l'esistenza di questa clausola di differimento obbligatoria protegge i possessori di debito senior, ed espone invece gli investitori di strumenti ibridi al rischio di differimento della cedola.

Figura 5: Esempi di Mandatory Defferal Trigger

Issuer	Mandatory deferral trigger
Bayer	Cash flow from operations < 7 % of revenues
Henkel	Cash flow/pension adjusted net debt ratio < 15%
Siemens	(Operating cash flow + gross interest)/gross interest < 3.0x
Südzucker	Funds from operations (FFO) < 5% of revenues
Vattenfall	(FFO + interest cost)/interest expenses < 2.5x

Fonte: Kreitmair S. e Kleindienst C., Corporate Hybrid Bonds, UniCredit Credit Research Sector Report, 2010, pp. 37-42

- 3) Meccanismo di differimento cumulativo e non-cumulativo (*Cumulative and Non-Cumulative Deferral Mechanisms*): i pagamenti cedolari differiti possono essere cumulativi o non cumulativi.
- a. Differimento cumulativo significa che le cedole differite maturano cumulativamente e l'emittente ha l'obbligo di compensarle¹². Non appena i pagamenti dei dividendi riprendono (differimento opzionale) oppure vengono soddisfatti i ratio finanziari (differimento obbligatorio), le cedole maturate cumulativamente devono essere pagate per intero.
 - b. Differimento non-cumulativo implica che l'emittente non ha alcun obbligo di compensare i pagamenti delle cedole sospese, le quali vengono annullate definitivamente.

¹¹ Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 20

¹² Ryll M., Are Corporate Hybrids set for a revival?, Investment Research, LBBW, 2010. p. 4

Mentre nel caso di differimento cumulativo i pagamenti sospesi rimangono una passività dell'emittente e l'investitore non perde il proprio diritto alla cedola, in caso di differimento non cumulativo la cedola risulta effettivamente persa dal punto di vista dell'investitore¹³.

4) Meccanismo di differimento " *Cash-cumulative and non-cash cumulative*":

- a. *Cash-cumulative* richiede che le cedole differite vengano pagate con i cash flow dell'emittente.
- b. *Non-cash cumulative* richiede che il denaro venga reperito mediante un *Alternative Coupon Settlement Mechanisms (ACSM)*, che consiste nel pagamento delle cedole sospese mediante l'emissione di nuove azioni o di altri strumenti ibridi.

Il meccanismo *non-cash*, a differenza di quello *cash*, rispetta il principio di conservazione della liquidità, permettendo di avvicinarsi maggiormente alle caratteristiche dell'*equity*¹⁴. Tuttavia l' ACSM comporta un rischio aggiuntivo per l'investitore, nel caso in cui l'emittente non riesca a reperire risorse finanziarie sufficienti a ripagare le cedole sospese.

La figura 6 mostra una panoramica dei meccanismi di differimento opzionali ed obbligatori.

Figura 6: Meccanismi di differimento delle cedole per bond ibridi

	Mandatory deferral mechanism	Optional deferral mechanism
Bayer	CF from operations < 7% of revenues	Yes, cumulative up to 10 years, to be settled in cash
Dong	None	Yes, non-cash cumulative, to be settled only in common shares or other junior securities
Henkel	CF/pension adjusted net debt ratio <15%	Yes , Operating cash flow / Adj. net debt < 20%
Linde	None	Yes, cumulative, no interest paid on deferred payments
Rexam	Adj. net debt/Adj. EBITDA > 5.5 or 4.5 in the last 4 years	Yes, cumulative up to 5 years
RWE	None	Yes, cumulative, no interest paid on deferred payments
Scottish & Southern	None	Yes, cumulative, interest is paid on deferred payments
Siemens	(Operating CF + gross interest)/gross interest < 3.0x	Yes, cumulative for up to 5 years, no interest paid on deferred payments

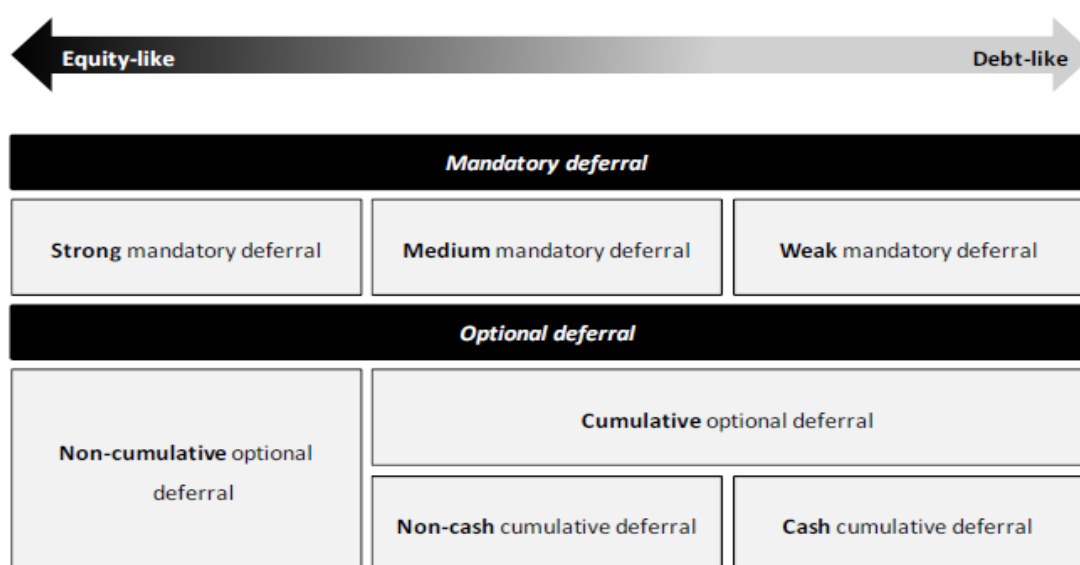
Fonte: Bloomberg

¹³ Kreitmair S. e Kleindienst C., Corporate Hybrid Bonds, UniCredit Credit Research Sector Report, 2010, p. 15

¹⁴ Sparrow J., Maurer B., Albrecht R., Corporate Hybrids: Still Evolving, Investment Research, The Royal Bank of Scotland, 2007. p 29

In conclusione rispetto a quello opzionale, il meccanismo obbligatorio, comportando automaticamente il differimento delle cedole in seguito ad un deterioramento della qualità creditizia e permettendo la conservazione della liquidità, è considerato più vicino all'*equity*. Allo stesso modo gli strumenti ibridi con un meccanismo non cumulativo sono più simili all'*equity*, poiché garantiscono una maggiore flessibilità nella riduzione o eliminazione delle cedole, in caso di forti stress finanziari (Figura7).

Figura 7: Caratteristiche dei meccanismi di differimento *equity e debt-like*



Fonte: Kreitmair S. e Kleindienst C., Corporate Hybrid Bonds, UniCredit Credit Research Sector Report, 2010, p. 16

1.2.3 Maturity (Extension)

I bond ibridi sono caratterizzati da una scadenza molto lunga. Naturalmente il capitale più simile all'*equity* è quello privo di data di scadenza, che non prevede un'obbligazione contrattuale per l'emittente di ripagare l'investitore. In realtà, oggi, un bond ibrido con scadenza a 60 anni ha la stessa capacità di supportare il credito di uno strumento perpetuo¹⁵: Moody's infatti richiede una durata iniziale di almeno 30 anni, mentre una scadenza di 60 anni è valutata equivalente a perpetua ed è necessaria per il collocamento al Basket C. S&P e Fitch non hanno richieste circa la scadenza iniziale per assegnare la qualità di *equity credit*, però S&P rimuove l'*equity credit* ad uno strumento che ha meno di 20 anni di vita residua (15 anni per BB e 10 anni per B) e similmente Moody's quando la scadenza residua è inferiore ai 10 anni.

¹⁵ Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. pp. 15-16

In termini di struttura per scadenze, i più rilevanti Corporate Hybrid Bond, emessi negli ultimi anni, sono molto simili ai bond bancari compresi nel Tier1, caratterizzati dall'assenza di una scadenza legale. Gli altri sono invece strumenti dotati di una scadenza che va ben oltre l'orizzonte temporale dell'investitore normale (da 30 anni fino a 1000 anni)¹⁶.

1.2.4 Call option

Titoli perpetui o con una lunga scadenza, specialmente se subordinati, è improbabile che siano attrattivi per gli emittenti e per gli investitori e quindi, normalmente, possiedono meccanismi che ne permettono la rimozione. Tali meccanismi devono essere attentamente strutturati in modo che la rimozione non impatti negativamente sulla qualità del credito al livello senior. Come è evidente non è possibile che lo strumento venga rimosso mediante un'opzione put dell'investitore, che molto probabilmente la userebbe in scenari di stress finanziari. Risulta invece più idonea un'opzione *call* per l'emittente, che gli dia il diritto di rimborsare il debito in seguito ad un breve periodo che va dai 7 ai 10 anni (*call-date*), spesso accompagnata da incentivi che spingano l'emittente, in periodi di stabilità finanziaria, ad utilizzarla¹⁷. Il meccanismo di incentivazione più evidente è aumentare il costo dello strumento successivamente alla *call-date*: se l'opzione non viene esercitata dall'emittente, l'investitore viene ricompensato con un aumento della cedola (*step-up*). Ciò viene ottenuto negli ibridi mediante un *fixed-to-floating coupon mechanism*, secondo cui, per impostazione predefinita, la cedola passa da fissa a variabile oppure viene resettata più volte dopo un determinato periodo. Il *fixed-to-floating coupon mechanism* (di solito Euribor 3 mesi + spread originario al momento dell'emissione + *step-up* di 100 bps fino a 250 bps) garantisce che lo spread *post-call* sia più alto rispetto allo spread originale seppur entro un certo limite massimo. Poiché tassi di interesse troppo punitivi obbligherebbero al riscatto e peggiorerebbero la difficoltà creditizia dell'emittente, le Agenzie normalmente impongono un limite di 100bps al di sopra dello spread originario (al momento dell'emissione). L'opzione *call* permette all'emittente di poter ritirare il debito a fronte di mutate condizioni di mercato, come

¹⁶ Ryll M., *Difficult Conditions for Corporate Hybrids - What is Important in These Times?*, Investment Research, LBBW, 2009. p. 4

¹⁷ Keenan O., *European Corporate Hybrids: A new generation of hybrids beckons*, Investment Research, JPMorgan, 2010. p. 13

un basso livello dei tassi d'interesse: se i tassi d'interesse si riducono, l'emittente può esercitare l'opzione e rifinanziarsi a costi più bassi.

In contrasto con il *common equity*, che non è progettato per essere rimborsato, gli investitori di bond ibridi in generale si aspettano che l'emittente li rimborsi alla prima *call-date*. Di conseguenza non richiamare il debito comporta un rischio reputazionale notevole.

1.2.5 Replacement Language

Come già evidenziato in precedenza gli investitori in titoli ibridi si aspettano che l'emittente richiami il debito, poiché c'è un rilevante rischio reputazionale collegato all'eventualità che l'emittente non eserciti l'opzione. A risultato di ciò, i creditori senior (e le agenzie di rating) non si aspettano che la permanenza degli ibridi superi quella dell'*equity* e quindi richiedono ulteriori tutele, affinché gli stessi non vengano rimborsati in momenti di difficoltà finanziaria dell'emittente. Questo risultato si ottiene imponendo standard minimi sui nuovi strumenti: S&P non assegna l'*equity credit* agli strumenti la cui *first call-date* è fissata a meno di 5 anni dall'emissione e Moody's non l'asigna agli strumenti che abbiano la clausola *call* e *step up* entro 10 anni dall'emissione.

Al fine di ridurre la preoccupazione circa il potenziale impatto negativo del rimborso del capitale ibrido, il management può fare una dichiarazione formale su come intende finanziarlo (*Intentional Replacement Language*)¹⁸. Si tratta infatti di una sostituzione intenzionale volta a rimborsare gli ibridi mediante risorse ottenute dall'emissioni di nuovi strumenti finanziari. Non necessariamente i creditori senior riconoscono un valore *all'Intentional Replacement Language*, poiché non vi è alcun obbligo giuridico esplicito per l'emittente, che tuttavia dovrà dare una spiegazione nel caso non intenda rispettare le intenzioni iniziali. Infatti potrebbe accadere che nuovi ibridi non siano disponibili, o risultino troppo costosi, o che la posizione creditizia dell'emittente li renda non necessari. In ogni caso è fondamentale una significativa pausa di riflessione prima che gli ibridi vengano sostituiti con nuovo debito. Solo Fitch richiede *l'Intentional Replacement Language* per mitigare il fatto che le date di *step-up* vengano considerate come scadenza effettiva.

¹⁸ Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 17

Un'alternativa maggiormente vincolante è il *Replacement Capital Covenant* (RCC), un accordo stipulato tra l'emittente e i detentori di una certa quantità di debito senior, con cui l'emittente stesso si impegna a finanziare il rimborso degli ibridi con strumenti che ricevano una quantità equivalente di *equity credit*¹⁹.

“An RCC is a legally enforceable commitment by the issuer to replace a hybrid capital issue upon its call, redemption, or repurchase with an instrument having specified characteristics. To be effective in helping to preserve credit quality, the RCC must commit the issuer to replace a hybrid security, if it is called, redeemed, or repurchased, with an instrument having similar equity-like characteristics in terms of payment flexibility, degree of subordination, and permanence.”²⁰

Il *Replacement Capital Covenant* fu introdotto nelle emissioni ibride del 2008, poiché S&P temeva che le clausole di *step-up* fossero un forte incentivo a richiamare il debito e per questo smise di riconoscere la qualità di *equity credit* agli ibridi che avessero contemporaneamente la clausola *call* e di *step-up* (100bsp), a meno che l'emittente non avesse stipulato un RCC. Il RCC viene considerato legalmente vincolante per distinguerlo dall'*Intentional Replacement Language*, tuttavia non è chiaro se i creditori senior possano effettivamente intraprendere un'azione legale, nel caso in cui i termini dell'accordo non vengano rispettati. Le società europee sono generalmente molto riluttanti a vincolarsi a tale obbligo, poiché potrebbe portare a rischi legali e costringere il futuro management ad emettere nuovo *equity* per rispettare l'accordo.

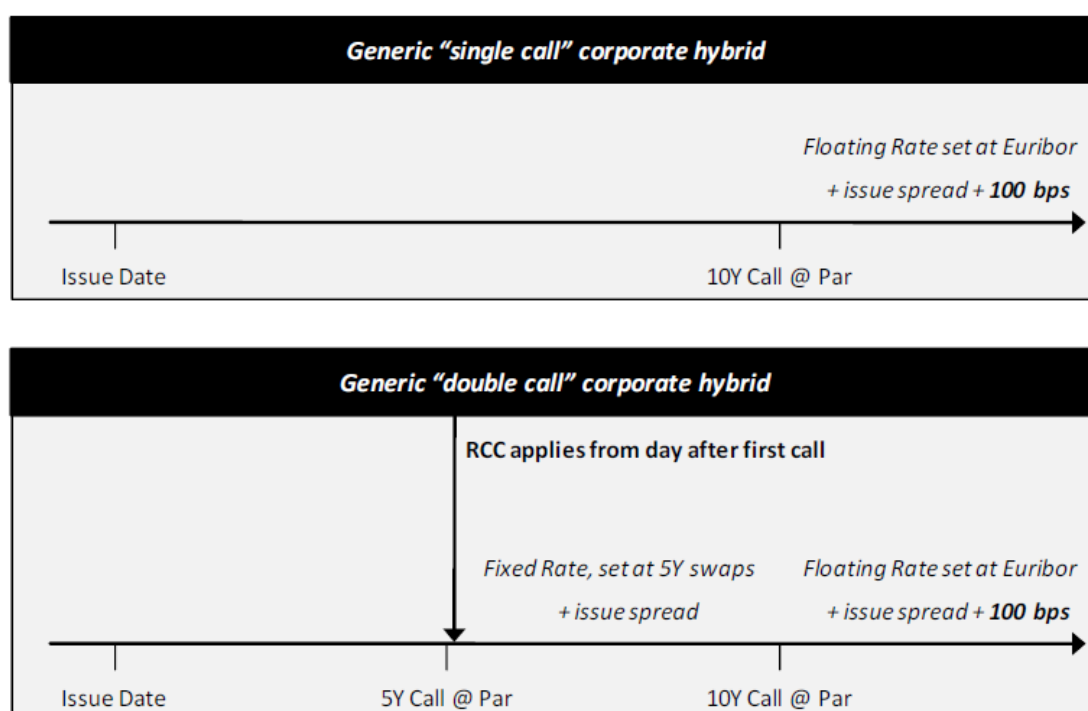
Con la riapertura del mercato dei bond ibridi nel 2010, emerse la struttura a doppia chiamata (*double call structure*), che cercò di trovare un compromesso tra la riluttanza degli emittenti a vincolarsi legalmente (RCC) e la pretesa degli investitori di incentivare il rimborso mediante l'utilizzo di *step-up option*. Come mostra la figura 8, i bond emessi, seguendo questa nuova struttura, pagano una cedola fissa per un periodo iniziale di almeno cinque anni, periodo durante il quale viene spesso fissato l'*Intentional Replacement Language*. Nel caso in cui la call option non venga

¹⁹ Landroit P. e Ranouil R., *Corporate Hybrids: Performance-Enhancing Debt*, HSBC Global Research, 2010. p. 31

²⁰ Sprinzen S. et al., *Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition*, Investment Research, Standard & Poor's, 2008. p. 42

esercitata, la cedola verrà reimpostata ad un nuovo tasso fisso per i 5 anni successivi, par allo swap rate a 5 anni più lo spread al momento dell'emissione (non c'è lo *step-up*). L'emittente inoltre stipula un RCC con i creditori senior, il quale si applica a partire dal giorno successivo alla first call-date. Le clausole di *step-up* inizieranno a produrre effetti solo dopo 10 anni dall'emissione: la cedola infatti verrà imposta come variabile (*floating*), indicizzata all'Euribor e maggiorata dello spread originario aggiustato di 100bsp.

Figura 8: Timeline di un bond ibrido *singol call* e *double call*



Fonte: Keenan O. e Staszewski R., European Corporate Hybrids: All you ever wanted to know about corporate hybrids, JPMorgan Investment Research, 2010, p. 15

Naturalmente la riluttanza dell'emittente a vincolarsi ad un RCC costituisce un forte incentivo a richiamare il debito prima della data in cui quest'ultimo diventi efficace²¹: esercitando l'opzione *call* alla prima data disponibile, la stipula del RCC può essere evitata dall'emittente, anche se tale accordo è mirato a preservare la qualità del credito, grazie alla sostituzione degli strumenti ibridi con strumenti aventi caratteristiche simili all'*equity*. Per questo motivo S&P, nella revisione della metodologia del 2011, ha riconosciuto la qualità di *intermediate equity credit* ai

²¹ Ibidem p. 19

titoli con *step-up* compreso tra 26-100bsp, solo se il RCC fosse stato in vigore fin dalla data di emissione.

1.2.6 Altre caratteristiche

1. Change of treatment calls

Tipicamente l'emittente esercita l'opzione *call*, nel caso in cui si verifichi un cambio in:

- considerazione dell'ibrido ai fini fiscali;
- metodologia delle Agenzie di Rating (il titolo cessa di beneficiare della componente *equity credit*);
- classificazione dell'ibrido come *equity* o come debito secondo gli IFRS

Normalmente l'opzione *call* viene esercitata alla pari o ad un prezzo sopra la pari di 101²², avendo un impatto negativo sugli investitori, poiché il prezzo di negoziazione del titolo al momento della chiamata potrebbe essere materialmente al di sopra del *call price*.

2. Change of control calls

Le obbligazioni tradizionali spesso contengono delle opzioni *put* a favore dell'investitore nel caso di cambio del controllo (di solito il cambio di controllo è associato ad un peggioramento del rating), ma queste opzioni *put* eliminerebbero le caratteristiche simili all'*equity* proprie dei bond ibridi. Infatti la *put* potrebbe far venir meno la capacità di assorbimento delle perdite nel momento stesso in cui si rende necessaria. D'altra parte, lo stesso patrimonio netto viene rimosso in caso di cambio del controllo (LBO). Un giusto compromesso per gli strumenti ibridi è quindi di avere un'opzione *call* alla pari, con uno *step-up* di 500bsp nel caso in cui non venga esercitata. Ha senso anche dal punto di vista delle Agenzie di Rating, perché il cambio di controllo è generalmente considerato un evento rischioso, che richiede la rivalutazione del rating e non una semplice considerazione nei giudizi correnti.

²² In molti casi l'emittente ha la possibilità di modificare i termini delle obbligazioni per adattare ai cambiamenti nel trattamento.

3. Creation of equity credit calls

Sono state costruite altre opzioni *call*, che rispecchiano le specifiche caratteristiche dell'emittente. Ad esempio, sia Linde che Siemens, al momento dell'emissione dei bond ibridi, avevano obbligazioni convertibili in circolazione, e gli ibridi dovevano essere rimborsati nel momento in cui si venisse a creare nuovo patrimonio netto, grazie alla conversione delle obbligazioni in azioni.

4. Equity offering Linked Call option

Il programma ibrido di KPN²³ prevede una speciale opzione *call* collegata al successo di un piano di aumento del capitale. L'emittente avrà la facoltà di rimborsare se i diritti di emissione proposti non vengono approvati dalla prossima assemblea degli azionisti, o non vengono eseguiti entro un periodo di sei mesi, oppure la cedola aumenta di 500bsp.

1.3 Storia ed Evoluzione del mercato

1.3.1 Le istituzioni finanziarie: da Basilea I a Basilea III

Le prime ad emettere bond ibridi furono le società finanziarie, quali banche e compagnie di assicurazioni, poiché costrette a rispettare stringenti coefficienti patrimoniali, in termini di rapporto tra Tier1 (o Tier2) e attività ponderate per il rischio (RWA). Infatti la loro finalità era quella di emettere strumenti che gli permettessero di reperire risorse finanziarie in maniera meno onerosa rispetto alle azioni ordinarie, ma che fossero comunque contabilizzati come patrimonio, al fine di preservare i requisiti anzidetti.

Nel 1988, Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria pubblicò il primo Accordo di Basilea sul Capitale (*Basel I*), che fissò la strada verso l'armonizzazione delle regole sulla concorrenza per le banche, includendo anche l'applicazione di standard minimi di capitale. Furono infatti introdotti i termini Tier 1 (*Core Capital*) e Tier 2 (*Supplementary Capital*). Secondo Basilea I solo il capitale azionario e le riserve costituivano il *Core Capital* (Tier1), mentre le altre fonti di finanziamento, tra cui gli strumenti ibridi di capitale di debito e il debito subordinato, erano incluse nel

²³ La KPN (Koninklijke PTT Nederland) è una società olandese di telecomunicazioni.

Supplementary Capital (Tier2)²⁴. Il capitale ibrido raggiunse il suo successo negli Stati Uniti, quando la Federal Reserve, nel 1996, approvò l'inclusione delle *preferred share*²⁵, con un limite del 25%, nel capitale Tier1. Affinché fossero riconosciuti come Tier 1, la Federal Reserve richiese che questi strumenti fornissero un periodo minimo di cinque anni consecutivi di differimento dei dividendi e che fossero postergati a tutti gli altri debiti subordinati²⁶. Successivamente, numerose banche cominciarono ad emettere *trust preferred securities*²⁷, per soddisfare i requisiti di capitale Tier1. Nel 1998 la definizione di Tier1 fu modificata dal Comitato di Basilea, che decise di includervi una serie di strumenti innovativi di capitale (caratterizzati principalmente dalle opzioni *call* e di *step-up*), a determinate condizioni e limitatamente ad un massimo del 15% del Tier1²⁸.

All'inizio della crisi finanziaria, gli studiosi notarono che molti titoli ibridi assorbivano perdite significative. Gli investitori erano ormai soliti acquistare questi titoli e considerarli come bond tradizionali, poiché erano convinti che gli emittenti avrebbero esercitato la clausola di rimborso anticipato. In realtà gli emittenti sorpresero il mercato quando decisero di non riscattare gli ibridi in circolazione, poiché il capitale alternativo sarebbe stato più costoso o addirittura non disponibile. Non appena la crisi peggiorò e i governi intervennero nel settore bancario per ripristinarne la fiducia, gli investitori in strumenti ibridi divennero più preoccupati circa le proprie prospettive di guadagno e gli ibridi subirono forti svalutazioni. Le agenzie di rating declassarono numerosi ibridi, notando l'aumento del rischio legato al differimento della cedola e la crescente possibilità che gli investitori subissero delle perdite.

Sulla scia della crisi finanziaria, i leader del G20 si impegnarono a lavorare insieme per l'implementazione di una riforma regolamentare, che includesse l'adozione di requisiti di capitale più stringenti. Il gruppo dei Governatori delle Banche Centrali e i Capi della Vigilanza convennero che il Comitato di Basilea avrebbe dovuto innalzare "la qualità, la coerenza e la trasparenza del capitale Tier1". Questo obiettivo è stato un principio guida nella formulazione del nuovo *framework*.

²⁴ Basel Committee on Banking Supervision 1988

²⁵ Vedi paragrafo 1.1.1

²⁶ Federal Reserve Release 1996

²⁷ Vedi paragrafo 1.1.1

²⁸ Basel Committee on Banking Supervision 1998

Così, nel Dicembre del 2009, il Comitato di Basilea annunciò un progetto di larga portata, indicato come il *framework* di Basilea III. La stesura finale fu pubblicata dal Comitato il 16 Dicembre del 2010, con l'intento di essere efficace nei vari Paesi europei dal 1 Gennaio 2013. Le riforme di Basilea III²⁹ seguono le seguenti linee guida:

- Enfatizzare la qualità, la coerenza e la trasparenza del capitale di base.
- Miglioramento nella copertura del rischio mediante l'implementazioni di requisiti di capitale più stringenti.
- Introduzione di modifiche al *leverage ratio*.
- Riduzione della prociclicità e promozione di buffer anticiclici.
- Introduzione di requisiti di liquidità al livello internazionale.

Sempre secondo Basilea III, il Capitale Tier1 deve consistere prevalentemente di *Common Equity*, che include azioni ordinarie e riserve di utili non distribuiti e la quota residua di patrimonio di base deve possedere le seguenti caratteristiche:

- È subordinato rispetto ai depositi, ai crediti chirografari e al debito subordinato della banca.
- Non è né garantito né assistito da una garanzia dell'emittente o di un'entità collegata e non presenta altre disposizioni che ne accrescano legalmente o economicamente il grado di prelazione nei confronti dei creditori della banca.
- È perpetuo, ossia non presenta una data di scadenza, e non prevede clausole di *step-up* o altri incentivi al rimborso anticipato.
- Qualsiasi restituzione di capitale (ad esempio tramite riacquisto o rimborso) deve ricevere la preventiva approvazione dell'autorità di vigilanza e le banche non devono presumere che tale approvazione sia concessa o creare sul mercato aspettative in tal senso.
- Devono corrispondere dividendi o interessi in modo totalmente discrezionale e non cumulativo.
- Deve permettere il principale assorbimento delle perdite;
- Non può ostacolare la ricapitalizzazione.

²⁹ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Basilea 3 - Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, Banca dei Regolamenti Internazionali, Dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011)

Gli strumenti ibridi innovativi con un incentivo al rimborso del capitale, come la clausola di revisione automatica del tasso di remunerazione (clausole di *step-up*), attualmente computabili, entro un limite del 15%, nel patrimonio di base, devono essere progressivamente esclusi.

I criteri di computabilità del patrimonio supplementare sono i seguenti:

- È subordinato rispetto ai depositi e ai crediti chirografari della banca.
- Non è né garantito né assistito da una garanzia dell'emittente o di un'entità collegata e non presenta altre disposizioni che ne accrescano legalmente o economicamente il grado di prelazione nei confronti dei depositanti e dei creditori chirografari della banca.
- Scadenza:
 - a. la scadenza minima originaria deve essere di almeno cinque anni;
 - b. l'ammontare ammesso nel patrimonio di vigilanza durante i cinque anni precedenti la data di scadenza è ammortizzato a quote costanti;
 - c. non vi sono clausole di *step-up* o altri incentivi al rimborso anticipato.
- Può essere richiamato e rimborsato su iniziativa dell'emittente una volta trascorsi almeno cinque anni dall'emissione: per esercitare l'opzione call la banca deve ottenere la preventiva approvazione dell'autorità di vigilanza.
- Lo strumento non può presentare un dividendo sensibile al merito di credito (credit sensitive), ossia un dividendo/cedola soggetto/a a una ridefinizione periodica basata in tutto o in parte sullo standing creditizio dell'istituto bancario.

Gli strumenti di capitale non più ammessi al Tier1 aggiuntivo o al patrimonio supplementare sono stati progressivamente esclusi a partire dal 1° gennaio 2013. In particolare, prendendo a riferimento il loro valore nominale a quella data, l'importo computabile di tali strumenti sarà pari al 90% al 1° gennaio 2013 con una riduzione di 10 punti percentuali in ciascuno degli anni successivi. Tale riduzione è applicata separatamente al Tier1 aggiuntivo e al patrimonio supplementare ed è riferita all'ammontare totale degli strumenti in circolazione che non soddisfano più i relativi criteri di computabilità. Qualora uno strumento sia rimborsato o il suo computo nel patrimonio sia ammortizzato dopo il 1° gennaio 2013, l'importo nominale che funge da riferimento non sarà ridotto.

1.3.2 Nascita dei Corporate Hybrid Bond

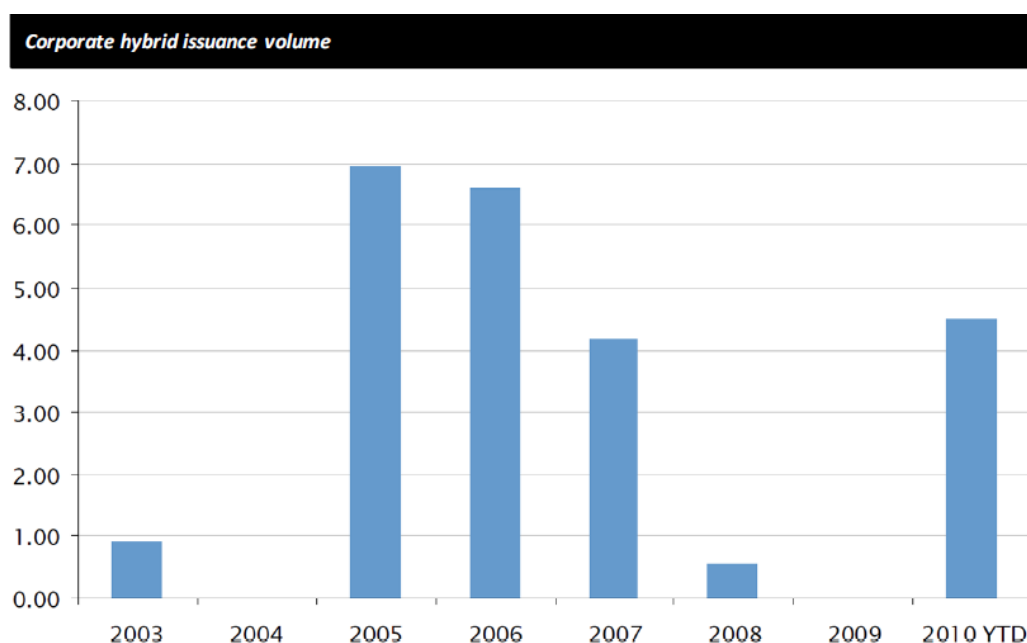
Le Agenzie di Rating per molti anni classificarono le *preferred securities*³⁰ come una forma di debito più costosa e per questo motivo le società non finanziarie non fecero uso del capitale ibrido, non essendo sottoposte ai requisiti patrimoniali imposti dalla regolamentazione. Nel 2005, quando Moody's, seguita da Standard & Poor's, concesse la qualifica di *equity credit* alle *trust preferreds* fiscalmente deducibili, per la prima volta furono disponibili criteri trasparenti per il trattamento del capitale ibrido. Era da quel momento possibile costruire un titolo ibrido deducibile fiscalmente e che guadagnasse la qualifica di *equity credit* da parte delle Agenzie di Rating. La nuova metodologia di Moody's aumentò al 75% il limite massimo della componente *equity* che poteva essere attribuita e spianò la strada di accesso al mercato ibrido per i soggetti non finanziari. Dopo l'introduzione della nuova metodologia di rating da parte di Moody's nel 2005, l'attività di emissione raggiunse il picco e rimase relativamente elevata fino al 2007, quando, allo scoppio della crisi finanziaria segnato dal fallimento di Lehman Brothers, tale attività si interruppe.

Come si è già spiegato in precedenza, durante la crisi finanziaria, i bond ibridi erano in difficoltà non soltanto a causa del generale deterioramento delle condizioni economiche e del mercato dei capitali, ma anche a causa di un cambio di paradigma in relazione al pagamento della cedola e alla *call-date*. Gli operatori di mercato erano diventati in parte abituati a trattare le obbligazioni ibride come obbligazioni ordinarie, ignorando alcuni dei rischi strutturali inerenti a tale *asset class*, cioè il differimento e la subordinazione. Era stato dato per scontato che gli emittenti avrebbero rimborsato il debito alla prima *call-date* disponibile e gli investitori furono colti di sorpresa quando un certo numero di emittenti finanziari esercitarono il loro diritto di differimento della cedola. Nel Dicembre del 2008, Deutsche Bank decise di non richiamare il suo bond LT2 alla prima *call-date* programmata, gettando ombra sul mercato dei titoli ibridi nel suo complesso. Il motivo di questa mossa fu che per Deutsche Bank era più conveniente pagare la sanzione prevista contrattualmente (*step-up*), piuttosto che rimpiazzare l'emissioni a costi di rifinanziamento più alti. Sebbene questo caso abbia inviato segnali negativi e ridotto la fiducia dei consumatori nel mercato finanziario ibrido, nel mercato dei corporate bond ibridi

³⁰ Vedi paragrafo 1.1.1

soltanto in pochi casi il rischio di differimento, di subordinazione e di proroga si trasformò in realtà durante la crisi.

Figura 9: Volume di emissioni dei Corporate Hybrid Bond in Europa



Fonte: Ryll M., Emancipation of Corporate Hybrids, Investment Research, LBBW, 2010. pp. 2 ss.

Come illustrato nella figura 9, il mercato primario dei corporate bond ibridi rimase fermo per tutto il 2009 fino a quando la società tedesca Tennet³¹ sfruttò il momento positivo per emettere, nel febbraio 2010, 500mln di obbligazioni ibride investment grade, seguita dalle *utility* Scottish & Southern Energy, Suez Environment, Santos (oil and gas) e RWE nel Settembre 2010³². La riapertura del mercato fu dovuta principalmente alla pubblicazione nel 2010, da parte di Moody's, di un'ulteriore nuova metodologia di rating³³, supportata anche dai bassi tassi d'interesse e dalla normalizzazione dello spread³⁴. Grazie allo spostamento verso il basso della curva dei tassi d'interesse (dei rendimenti) in seguito all'implementazione della politica di stimolo all'economia da parte delle Banche Centrali, le società erano in grado di ottenere finanziamenti a lungo termine a condizioni molto favorevoli, mentre gli investitori erano attratti dal rendimento offerto in relazione al rischio di credito.

³¹ <http://www.tennet.eu/nl/en/news/article/tennet-successfully-issues-EUR15-billion-of-bonds.html>

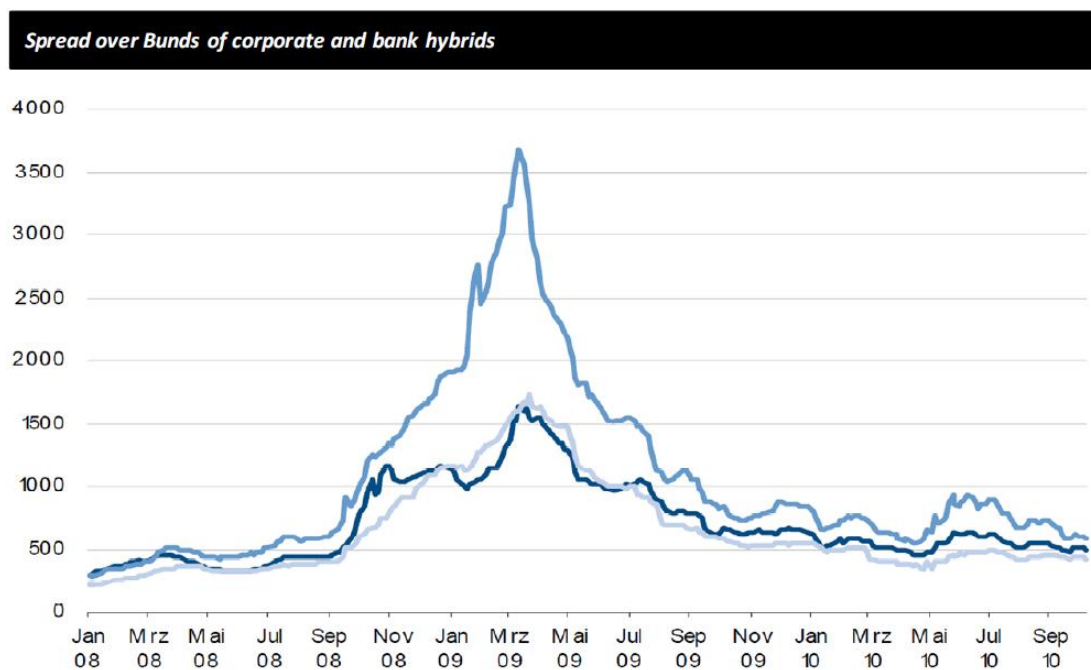
³² <http://www.marketwatch.com/story/record-hybrid-bond-issuance-set-to-slow-2010-09-24>

³³ Vedi paragrafo 2.1 sul Trattamento delle Agenzie di rating

³⁴ Il credit spread rappresenta il differenziale di rendimento richiesto dall'investitore per sopportare il rischio di credito associato ai titoli rischiosi detenuti (come obbligazioni o prestiti) rispetto a quello associato ad investimenti privi di rischio, come ad esempio i titoli di stato tedeschi.

Rispetto al periodo di culmine della crisi (Marzo 2009), lo spread tra i bond ibridi e i Bunds³⁵ si era ristretto in modo significativo, a dimostrazione della condizione più sana del mercato del credito (Figura 10).

Figura 10: Spread fra Bund e bond ibridi bancari e corporate



Fonte: Ryll M., Are Corporate Hybrids set for a revival?, Investment Research, LBBW, 2010. p. 7

Se, quindi, l'emissione di bond ibridi da parte delle istituzioni finanziarie e compagnie di assicurazione è assai frequente e diffusa già da tempo, i *Corporate Hybrid Bond* sono ancora rari a confronto.

1.4 Vantaggi dei Corporate Hybrid Bond

1.4.1 Vantaggi per l'emittente

Un'impresa può decidere di emettere bond ibridi per una serie di motivazioni³⁶:

- Non diluizione degli utili: spesso gli azionisti non sono favorevoli a diluire la propria partecipazione mediante l'emissione di capitale aggiuntivo,

³⁵ Titoli di Stato a medio e lungo termine emessi dal governo tedesco

³⁶ Winnerdy I., Corporate Hybrids, Guide to Hybrid Securities in association with Fitch Ratings, 18 Luglio 2006, pp. 7 ss

specialmente se si tratta di società a proprietà familiare, come Porsche, Claas KGAA, Otto Group³⁷.

- Finanziare operazioni di Merger and Acquisition: gli ibridi costituiscono una valida integrazione, in caso di acquisizioni finanziarie, alle risorse provenienti dall'*equity*, dal debito o dalla cessione di *asset*. Gli ibridi permettono di finanziare le acquisizioni senza che l'emissione influenzi negativamente il profilo di credito dell'acquirente (*leverage*). Così, per esempio, l'emissione di un miliardo di euro da parte di Vattenfall, nel giugno del 2005, permise all'azienda di prepararsi alla futura acquisizione di Elsam e, poiché una parte di essa venne contabilizzata come *equity*, gli permise anche di aumentare la propria capacità di indebitamento, senza mettere in pericolo il rating³⁸.
- Finanziare altre attività aziendali: l'emissione di ibridi può essere dedicata a scopi diversi dall'acquisizione. Henkel emise 1,3 miliardi di euro di ibridi per finanziare obbligazioni pensionistiche³⁹. Lo strumento può anche essere utilizzato per finanziare il riacquisto di azioni proprie o aumentare i dividendi senza incidere sulla leva finanziaria. Citi Group e BNSF hanno infatti eseguito programmi di riacquisto azioni grazie alle risorse provenienti dagli ibridi⁴⁰.
- Gestione dello Stato Patrimoniale: la sostituzione del costoso *equity* con una più economica emissione di strumenti ibridi può rafforzare lo stato patrimoniale e proteggere l'impresa da scalate.
- Riduzione del Costo Medio Ponderato del Capitale (*Weighted Average Cost of Capital*): gli interessi pagati ai detentori di strumenti ibridi possono essere fiscalmente deducibili, mentre non lo sono i dividendi corrisposti agli azionisti. Naturalmente l'interesse pagato sui bond ibridi è maggiore rispetto a quello riconosciuto al debito senior, ma il differenziale è più che compensato da quello, di entità maggiore, tra costo attuale dell'*equity* e il

³⁷ Winnerdy I., Corporate Hybrids, Guide to Hybrid Securities in association with Fitch Ratings, 18 Luglio 2006, p. 7

³⁸ Ibid.

³⁹ <http://www.henkel.com/investor-relations/bonds-29499.htm>

⁴⁰ Ibid.

costo dell'ibrido *after-tax*. La formula del WACC⁴¹ illustra l'impatto del capitale ibrido nel calcolo del costo del capitale complessivo in un'azienda.

$$WACC = (1 - \tau_c) \cdot r_d \cdot \frac{\text{debt}}{\text{total capital}} + (1 - \tau_c) \cdot r_h \cdot \frac{\text{hybrid}}{\text{total capital}} + r_e \cdot \frac{\text{equity}}{\text{total capital}}$$

r: Cost of capital

t: Tax rate

$r_{debt} < r_{hybrid} < r_{equity}$

I bond ibridi quindi offrono il vantaggio di ridurre il rischio di insolvenza associato al debito tradizionale: al pari di un aumento di capitale, la società crea un ulteriore *risk cushion*⁴², che gli permette di migliorare il proprio profilo di rischio, mantenendo gli interessi fiscalmente deducibili.

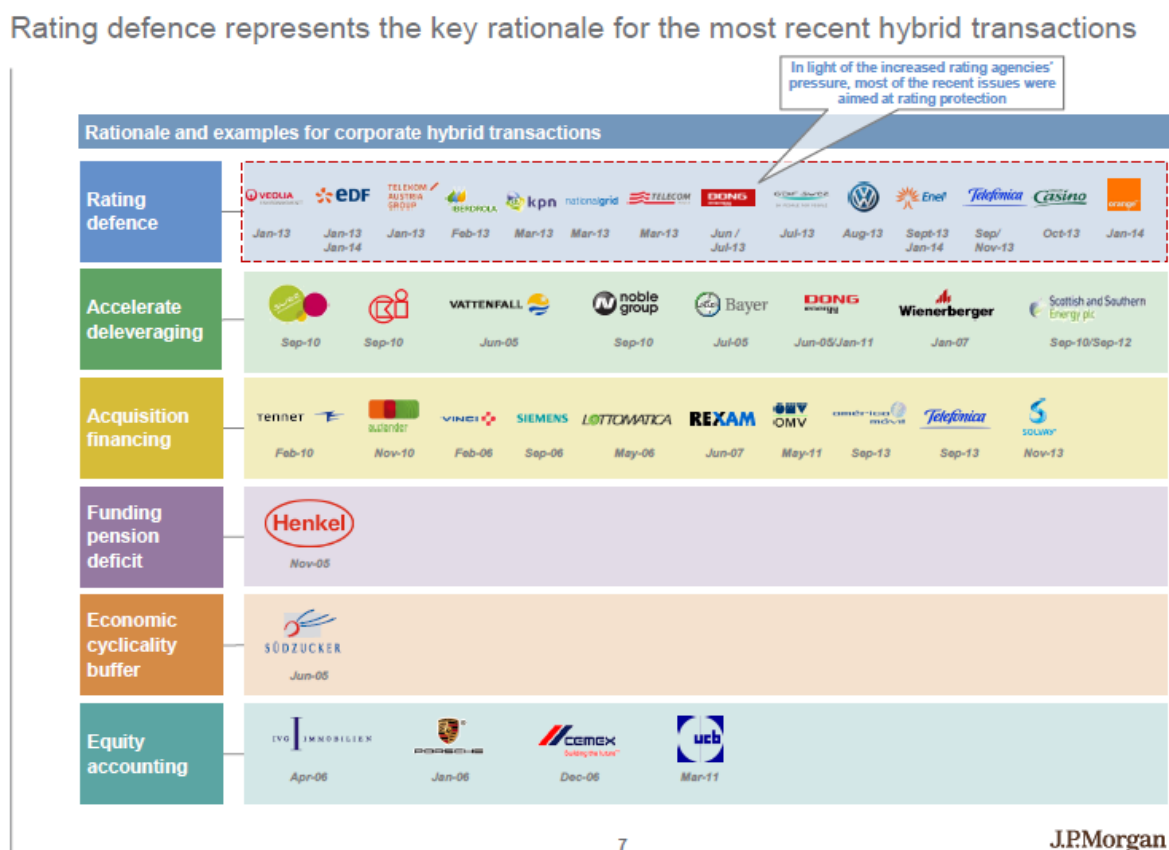
- Difesa del rating: l'emissione di titoli ibridi permette di reperire risorse finanziarie senza incrementare in modo significativo l'indebitamento all'occhio delle Agenzie di Rating, poiché queste ultime considerano parte dei titoli come componente di patrimonio netto. Ciò permette di difendere il merito creditizio dell'emittente e riduce la necessità di incrementare il patrimonio netto. Come mostra la figura 11, il riconoscimento della componente *equity credit*⁴³ da parte delle Agenzie di Rating rappresenta la motivazione più importante per le società non finanziarie che emettono bond ibridi, poiché impatta direttamente sul costo di un futuro rifinanziamento.

⁴¹ Kreitmair S., Kleindienst C., Corporate Hybrid Bonds, UniCredit Credit Research Sector Report, 2010. p.12

⁴² Ryan K., Ross J., Yen J., The New Wave of Hybrids-Rethinking the Optimal Capital Structure, in Journal of Applied Corporate Finance 19, 2010. p. 58

⁴³ Per equity credit si intende la qualificazione di parte o tutto il valore nominale del bond ibrido come componente di patrimonio netto

Figura 11: Motivazioni dell'emissione di bond ibridi



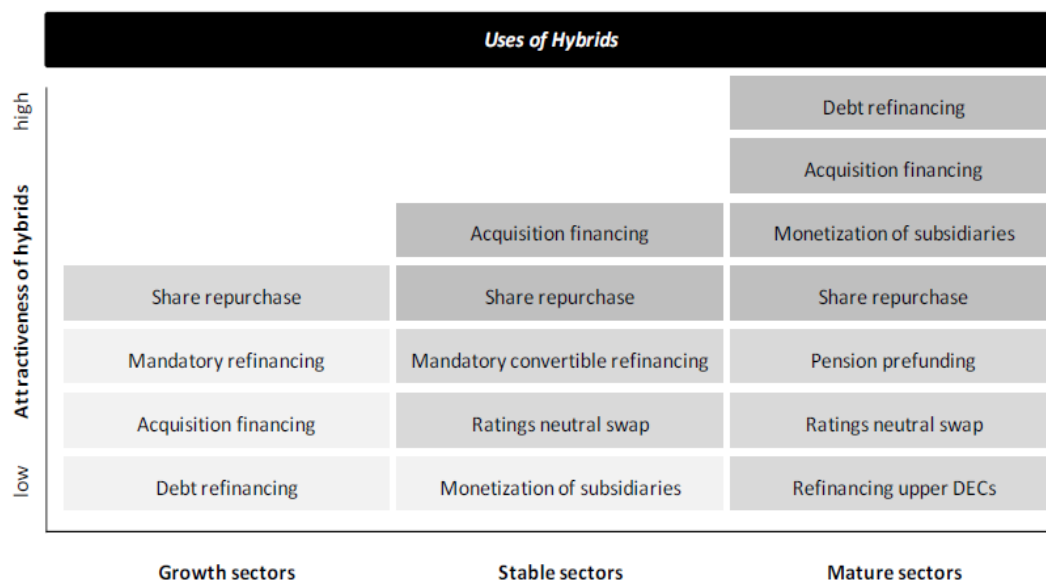
Fonte: J.P Morgan, Corporate Hybrid Teach-in, Febbraio 2014. p.7

- Diversificazione delle fonti di finanziamento: l'emissione di obbligazioni ibride migliora la flessibilità finanziaria dell'emittente e costituisce una valida alternativa alle tipiche strategie di *funding*.

La figura 12 mostra i potenziali utilizzi di bond ibridi in base al ciclo di vita del settore a cui la società appartiene: in crescita, stabile o maturo. Una società, presente in un settore in crescita, che ha flussi di cassa limitati e l'esigenza di ingenti investimenti, preferisce finanziarsi sottoforma di *equity*, mentre una società operante in settori maturi (come quello delle *utility*) ottiene maggiori benefici da un finanziamento mediante capitale ibrido. Nonostante quest'ultima società produca cash flow stabili, spesso deve affrontare bassi tassi di crescita e la pressione delle Agenzie di Rating. Infatti il rifinanziamento mediante debito e un'acquisizione finanziata solo da debito spesso comportano un deterioramento del merito creditizio

dell'emittente e una forte pressione sul rating. Tali aspetti negativi, come si è evidenziato in precedenza, possono essere attenuati mediante gli ibridi.

Figura 12: Utilizzo degli ibridi nei vari settori



Fonte: Zenner M. *et al.*, Rethinking Your Capital Structure With Hybrids, Investment Research Citigroup, 2006. p. 11

1.4.2 Vantaggi per l'investitore

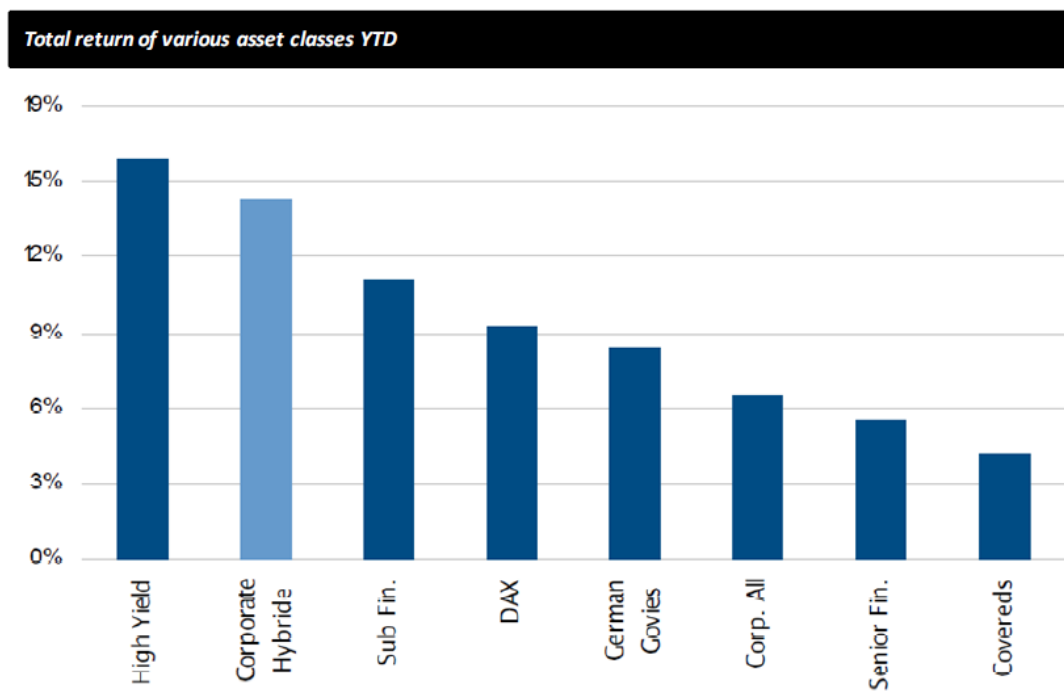
Negli anni recenti, i bond ibridi sono diventati un consolidato *asset class* tra gli investitori istituzionali⁴⁴. Dal punto di vista dell'investitore, i corporate bond ibridi offrono un profilo di rischio e di rendimento maggiormente attrattivo rispetto al debito senior. Come afferma la teoria dei mercati dei capitali, alti rendimenti sono sempre associati ad un elevato rischio. Scegliendo bond ibridi, l'investitore incorre nei rischi impliciti delle loro caratteristiche strutturali⁴⁵, quali subordinazione (*subordination*), differimento cedolare (*deferral*) ed estensione temporale (*maturity*), di conseguenza deve essere compensato da un elevato rendimento rispetto al creditore senior (Figura 13). L'elevato rischio richiede un'analisi approfondita circa la qualità creditizia e il profilo di business dell'emittente, al fine di minimizzare la probabilità di default⁴⁶.

⁴⁴ Kreitmair S. e Kleindienst C., Corporate Hybrid Bonds, UniCredit Credit Research Sector Report, 2010, p. 4

⁴⁵ Vedi paragrafo 1.3 sulle Caratteristiche di Corporate Hybrid Bond

⁴⁶ Ryll, M., Are Corporate Hybrids set for a revival?, Investment Research, LBBW, 2010. p. 9

Figura 13: Rendimento complessivo (Total Return)⁴⁷ associato a vari asset class



Fonte: Ryll, M., Emancipation of Corporate Hybrids. Investment Research, LBBW, 2010. p.7

⁴⁷ Il rendimento complessivo, o total return, è la somma della rivalutazione del capitale e dell'incasso dei dividendi divisa per l'investimento iniziale.

2.Trattamento e Pricing dei Corporate Hybrid Bond

2.1 Trattamento delle Agenzie di rating

Diversamente dal mondo bancario e assicurativo, dove la finalità più importante dei bond ibridi è soddisfare i requisiti di capitale, nel contesto aziendale gli ibridi sono nati dal desiderio di ottenere lo stesso trattamento dell'*equity* da parte delle Agenzie di Rating nel calcolo dei coefficienti di qualità creditizia. Quindi le caratteristiche dei Corporate Hybrid Bond devono essere considerati nella prospettiva di come le Agenzie di Rating valutano ed assegnano la qualità di *equity credit*.

2.1.1 Moody's

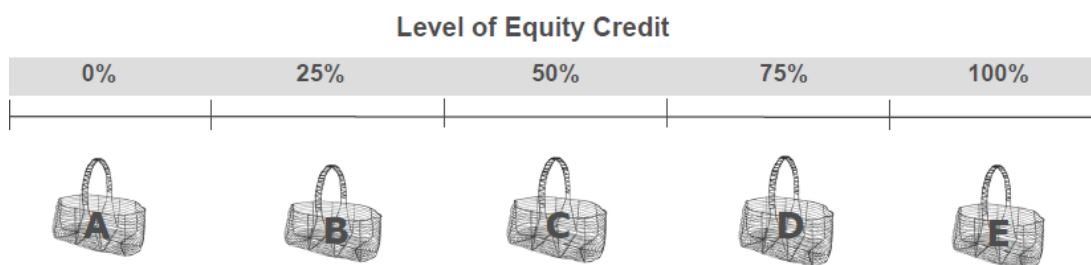
Moody's pubblicò nel luglio del 2010 un nuovo *framework* per la valutazione dei titoli ibridi, intitolato "Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit", che andò a sostituire quelli precedenti del 1999 ("Moody's Hybrid Tool Kit: A Framework for Assessing Hybrid Securities") e del 2005 ("Refinements to Moody's Hybrid Tool Kit: Evolutionary, not Revolutionary!"). Il catalizzatore che spinse questa modifica fu la crisi finanziaria, che permise di testare l'effettiva validità delle assunzioni teoriche circa il comportamento degli ibridi. Tale revisione fu volta ad una semplificazione della metodologia, mediante un approccio basato sui principi piuttosto che sulle regole⁴⁸.

Come mostra la figura 14, gli ibridi continuano ad essere classificati in basket che vanno da A ad E, a cui viene associata una specifica percentuale di *equity*: A è il basket più vicino al debito (0% *equity*) mentre E è quello più vicino al patrimonio netto (100% *equity*)⁴⁹.

⁴⁸ Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit, Luglio 2010. p.1

⁴⁹ Hybrid Security Analysis: New Criteria for Adjustment of Financial Ratios to Reflect the Issuance of Hybrid Securities. Novembre 2003

Figura 14: Percentuale di *equity* assegnata ad ogni basket



Fonte: Ogg M., Havlicek B., Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure, Marzo 2008. p.2

Se da una parte il numero di basket rimane lo stesso del *framework* precedente, dall'altra il processo di assegnazione degli strumenti cambia notevolmente. Infatti viene usata la distinzione tra *going concern* e *gone concern*, come linea di demarcazione per la classificazione. Gli ibridi che sono in grado di assorbire le perdite nella prospettiva della continuità aziendale (*going concern*⁵⁰) sono generalmente assegnati al basket D, mentre gli ibridi che sono in grado di assorbire le perdite nella fase di imminente default o liquidazione (*gone concern*⁵¹) sono assegnati nel migliore dei casi al basket C, in base alla loro scadenza.

Moody's utilizza quindi tre domande per classificare gli ibridi:

1. Does the hybrid absorb losses for a “going” concern?
2. Does the hybrid absorb losses for a “gone” concern?
3. Is the loss absorbing hybrid there when needed?

La nuova metodologia dà quindi priorità alla capacità di conservare cassa (*coupon deferral*) al fine di evitare un potenziale default, rispetto alla capacità di assorbire le perdite in caso di default imminente.

1. Does the hybrid absorb losses for a “going” concern?

In un contesto di continuità aziendale, un emittente ha l'abilità di imporre le perdite sugli ibridi, attraverso il meccanismo del differimento delle cedole e/o la loro

⁵⁰ Gli ibridi "going concern" sono quelli che tendono ad assorbire le perdite in anticipo rispetto ad un potenziale default aziendale. In molti casi aiutano l'emittente ad essere finanziariamente più stabile e a prevenire eventuali difficoltà future. Tali ibridi hanno un meccanismo di differimento non-cumulativo e sono soggette a svalutazione nel caso in cui siano violati alcuni trigger.

⁵¹ Gli ibridi "gone concern" sono quelli che tendono ad assorbire le perdite quando il default è imminente. Il loro beneficio si limita alla subordinazione (cushion) e alla lunga scadenza.

svalutazione (*Principal write-down mechanisms*⁵²), così in molti casi la possibilità di intraprendere queste azioni può impedire il default. Lo standard minimo richiesto, per tali ibridi *going concern*, è che siano *non-cumulative*⁵³ *preferred security*. Secondo la definizione di Moody's le *preferred securities*, affinché siano tali e si distinguano dal debito subordinato, devono rispettare tre condizioni:

- a) titoli subordinati e appartenenti solitamente allo scalino più basso (junior) nella struttura del capitale dell'emittente.
- b) non possono risultare inadempite se non alla data di scadenza.
- c) hanno una limitata capacità di influenzare l'esito di una procedura di fallimento o di ristrutturazione.

Se l'ibrido non riesce a soddisfare queste condizioni, viene considerato alla stregua del debito subordinato e coinvolto nell'assegnazione di una certa percentuale di *equity credit*.

2. *Does the hybrid absorb losses for a "gone" concern?*

In caso di difficoltà economiche e finanziarie (*gone concern*), gli ibridi generalmente non assorbono le perdite finché l'emittente non sia vicino al default e garantiscono solo una temporanea flessibilità nei pagamenti. Ciò significa che il "cuscinetto" (*cushion*) a garanzia dei creditori senior non è molto più grande rispetto a quello dei titoli subordinati. Gli ibridi *gone concern* sono cumulativi⁵⁴ oppure ripagati mediante l'*Alternative Coupon Settlement Mechanism*⁵⁵, con sospensione della cedola a discrezione dell'emittente o legata alla violazione di *trigger* deboli. Il pagamento delle cedole mediante l'ACSM è trattato come cumulativo: in caso di stress finanziario, l'ACSM permette di conservare cassa e ottenere liquidità, ma non rende gli ibridi capaci di assorbire le perdite, poiché le cedole dovranno essere regolate in futuro mediante l'utilizzo delle risorse dell'emittente. Quindi tale meccanismo è

⁵² *Principal write-down mechanisms* consiste nella svalutazione del capitale se non vengono soddisfatti alcuni trigger. La svalutazione può essere permanente o temporanea e il capitale viene riportato al valore iniziale se l'emittente torna a rispettare i parametri di redditività.

⁵³ Gli ibridi non-cumulativi sono quelli le cui cedole possono essere definitivamente annullate e mai rimborsate.

⁵⁴ Gli ibridi cumulativi sono quelli le cui cedole maturano cumulativamente per essere pagate ad una data futura.

⁵⁵ *Alternative Coupon Settlement Mechanism (ACSM)* consiste nel pagamento delle cedole sospese mediante l'emissione di azioni ordinarie o altri strumenti ibridi.

totalmente diverso dal differimento non cumulativo, che prevede l'annullamento definitivo delle cedole. Si attribuisce, infine, maggiore contenuto di *equity* ai titoli legalmente non cumulativi, ma che forniscano all'emittente la possibilità di ripagare le cedole, attraverso l'emissione di azioni ordinarie dopo che i *trigger* siano stati ristabiliti.

3. Is the loss absorbing hybrid there when needed?

La considerazione finale riguarda la capacità degli ibridi di essere disponibili quando l'emittente ne ha bisogno. Il *Replacement Language* dei titoli ibridi non è un fattore preso in considerazione nell'analisi, infatti la tempistica del probabile rimborso, le caratteristiche dei titoli sostitutivi e la disponibilità di un *equity cushion* verranno considerati nell'analisi della qualità creditizia complessiva dell'emittente.

La figura 15 mostra le caratteristiche minime che gli ibridi devono possedere per essere assegnati ai vari basket. Per ogni categoria - *Coupon skip*, *Settlement*, *Ranking* e *Maturity* - le caratteristiche sono elencate da quelle *debt-like* a quelle *equity-like*.

Figura 15: Alcuni esempi generici di ibridi per illustrare l'applicazione della metodologia rivisitata

Some Numbered Generic Hybrid Examples to Illustrate the Application of the Revised Guidance															
COLUMN NUMBERS		#1	#2	#3	#4	#5	#6	#7	#8	#9	#10	#11	#12	#13	#14
Coupon skip	Mandatory Weak ¹		X												
	Restricted Optional ²			X							X				
	Mandatory Moderate ³											X			
	Optional	X			X	X		X	X				X		
	Optional & Mandatory Strong ⁴						X			X				X ⁵	X
Settlement	Cumulative	X	X	X	X	X	X	X		X					
	Non-cumulative								X		X	X	X	X	X
Ranking	Subordinated	X	X	X	X	X	X								
	Preferred							X	X	X	X	X	X	X	
	Equity														X
Maturity	< 30 years	X													
	30 - 59 years				X				X						
	>= 60 years		X	X		X	X	X		X	X	X	X	X	
	Irredeemable														X
	Basket for Banks	A	B	B	B	B	B	C	C	C	C	C	D	D	E
	Basket for Non-Banks	A	B	B	B	B	B	C	C	C	C	C	C	D	E

Key:

- 1 Mandatory Weak Triggers include minimum regulatory capital ratios set at low levels.
- 2 Restricted Optional is when the issuer either has to breach certain triggers or stop payment on parity or junior securities for more than 6 months before being able to skip hybrid coupons.
- 3 Mandatory Moderate Triggers include a balance sheet loss trigger for banks.
- 4 Optional and Mandatory Strong Triggers includes both optional skip mechanisms and strong or "meaningful" triggers such as net loss triggers for banks.
- 5 The mandatory coupon suspension is non-cumulative; the optional coupon suspension can either be cumulative or non-cumulative.

Fonte: Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit, Luglio 2010. p. 5

Come illustrato, il debito subordinato cumulativo a 30 anni con differimento opzionale (*cumulative coupon deferral mechanism*) è collocato nel basket B, tuttavia se la durata è inferiore ai 30 anni l'ibrido appartiene al basket A. Azioni privilegiate (*preferred stock*) cumulative, perpetue o con scadenza superiore a 60 anni sono assegnate al basket C, ma possono appartenere a D se il titolo non è cumulativo ed è emesso da una banca. Quindi, a primo sguardo, per determinare l'ammontare di *equity credit* da assegnare ad un titolo, si deve considerare se si tratta di un *preferred security* o di debito subordinato, cumulativo o non-cumulativo, di lunga durata.

Per quanto riguarda la scadenza, tutti gli ibridi, eccetto quelli convertibili e quelli sottoposti al *principal write-down mechanism*, devono avere almeno una durata di 30 anni affinché venga assegnato loro l'*equity credit*. Un titolo con scadenza a 60 anni è considerato come perpetuo, mentre per gli ibridi non perpetui, l'*equity credit* viene eliminato quando mancano 10 anni alla scadenza. La tempistica della prima *call-date* non viene presa in considerazione nell'assegnazione del basket. Tuttavia, se un emittente ha pubblicamente espresso la sua intenzione di rimborsare il debito entro un breve periodo di tempo, verrà considerato nella valutazione del merito creditizio globale.

Una volta analizzati tali fattori, l'ibrido viene posizionato in un basket, in base alla presenza o meno di altre caratteristiche *equity-like*, tra cui la clausola di *step-up*, il *dividend pusher*, e la tipologia e severità dei vari *trigger* utilizzati.

La tempistica di sospensione della cedola varia tra soggetti bancari e non bancari. Per le banche, l'esperienza ha dimostrato che le autorità possono intervenire per obbligare la sospensione delle cedole in anticipo rispetto ad un potenziale default aziendale. Di conseguenza, gli ibridi bancari non cumulativi con differimento opzionale riceveranno un contenuto di *equity credit* maggiore rispetto alle loro controparti non bancarie. In contrasto, i soggetti non bancari sono generalmente riluttanti a sospendere le cedole a meno che non siano vicinissimi al default⁵⁶. Il risultato è che non c'è molta differenza in termini di capacità di assorbimento delle perdite tra gli ibridi cumulativi e non cumulativi. L'aggiunta della sospensione

⁵⁶ Ozgur B. Kan e Praveen Varma, Preferred Stock Impairments and Recovery Rates 1983-2008, Moody's Analytics Risk Management Services, Novembre 2009. p. 5. Questa ricerca mostra che tra il 1983 e il 2008 gli emittenti che sospesero i pagamenti erano, per il 50%, in condizioni di default. Dei rimanenti, il 50% fu seguito dal default.

cedolare obbligatoria, legata alla violazione di significativi e stringenti *trigger*, porterebbe all'attribuzione della qualità di *equity credit* anche agli ibridi non cumulativi, sempre in base alla significatività e forza dei trigger stessi. La figura 16 mostra i vari trigger utilizzati e la loro capacità di essere effettivamente segnali di uno stato di difficoltà finanziaria dell'emittente.

Figura 16: Panoramica sulle diverse tipologia di trigger e sulla loro significatività

TRIGGER TYPE	Industry	trigger strength
Net loss	Banking and Insurance	Strong
"Meaningful"	As defined for Insurers and corporates	Strong
Balance sheet loss	Banking	Moderate
Minimum regulatory capital	Banking and Insurance	Weak
Solvency	Banking and Insurance	Very weak

Fonte: Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit, Luglio 2010. p. 7

Per le assicurazioni e le corporate, i *trigger meaningful* sono quelli che, se non rispettati, comportano una sospensione obbligatoria delle cedole e un risparmio di cassa, indispensabile in caso di condizioni finanziarie deteriorate.

Oltre a clausole di *step-up* molto elevate, qualsiasi forte incentivo a rimborsare l'ibrido incide negativamente sull'attribuzione della percentuale di *equity*. Ogni ibrido che preveda una *step-up* superiore ai 100bsp rispetto allo spread iniziale viene considerato come se avesse una scadenza effettiva a quella data, tranne l'unica eccezione costituita dal cambio di controllo in cui è ammesso una *step-up* fino a 500bsp. L'*equity credit* viene inoltre ridotto se lo *step-up* di 100bsp si verifica entro 10 anni dall'emissione dell'ibrido.

Nel 2008 Moody's ha fissato un limite all'ammontare di *equity credit* nella struttura del capitale, che deriva dalle emissioni di titoli ibridi⁵⁷. Il rapporto utilizzato è il seguente:

$$\frac{\text{Hybrid Equity Credit}}{\text{Equity} + \text{Hybrid Equity Credit}} \leq 25\%$$

Tale limitazione riflette il fatto che il *common equity* è una migliore fonte di sostegno del credito in presenza di circostanze difficili e quindi dovrebbe essere l'elemento

⁵⁷ Ogg M. e Havlicek B., Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure, Marzo 2008. p. 1

dominante nella struttura del capitale. Tuttavia, Moody's continua a considerare gli ibridi come un'ottima fonte di finanziamento, che può offrire una garanzia aggiuntiva (*cushion*) ai creditori senior. La figura 17 riassume le formule utilizzate in ogni settore.

Figura 17: Formule per la limitazione dell'*equity credit* nella struttura del capitale

Sector	Calculation of the 25% Limit
<i>Corporate Finance</i>	$\text{Hybrid Equity Credit} / \text{Adjusted Equity} \leq 25\%$ $\text{Adjusted Equity} = \text{Reported Equity}$ <ul style="list-style-type: none"> +/- Moody's FM standard adjustments (including hybrid equity credit) +/- analyst adjustments
<i>Banking</i>	$\text{Hybrid Equity Credit} / \text{Adjusted Tangible Common Equity} \leq 25\%$ $\text{Adjusted TCE} = \text{Total Shareholder's Equity}$ <ul style="list-style-type: none"> - preferred stock (or any other hybrids reported in equity) - minority interest - fair value reserves and unrealized gains (losses) on AFS securities - asset (re)valuation reserves, hedging reserves, adjustment for CF hedges - goodwill and other intangible assets, excluding mortgage servicing assets + hybrid equity credit
<i>Insurance</i>	$\text{Hybrid Equity Credit} / (\text{Reported Equity} - \text{Hybrids Reported in Equity} + \text{Hybrid Equity Credit}) \leq 25\%$
<i>Real Estate Finance</i>	$\text{Hybrid Equity Credit} / \text{Adjusted Equity} \leq 25\%$ $\text{Adjusted Equity} = \text{Total Shareholder's Equity}$ <ul style="list-style-type: none"> - minority interest - preferred stock (or any other hybrids reported in equity) - preferred stock units + hybrid equity credit

Fonte: Ogg M. e Havlicek B., Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Structure, Marzo 2008. p. 5

Uno degli obiettivi più importanti del *framework* rivisitato è il raggiungimento di un migliore allineamento tra l'assegnazione dell'*equity credit* e la pratica di *notching*. Si applica un modello di valutazione molto simile, sia per le banche che per le società non finanziarie⁵⁸. In breve Moody's assegna un *notch* inferiore al rating corrente per la subordinazione, per il differimento facoltativo e per il differimento obbligatorio non cumulativo (quando l'ibrido è compatibile con il basket D). Di conseguenza, strumenti con un meccanismo di differimento obbligatorio non cumulativo sono degradati di tre *notch* rispetto al rating senior.

⁵⁸ Moody's Guidelines for Rating Bank Hybrid Securities and Subordinated Debt, Novembre 2009. Moody's Guidelines for Rating Insurance Hybrid Securities and Subordinated Debt, Gennaio 2010

2.1.2 Standard & Poor's

L'approccio di S&P è molto simile a quello di Moody's, con una maggiore enfasi sulla durata degli strumenti. S&P classifica gli strumenti ibridi in tre categorie (*High Equity Content*, *Intermediate Equity Content*, *Minimal Equity Content*), in base alla presenza o meno delle caratteristiche proprie dell'*equity* (essere privi di scadenza o dell'obbligo di rimborso, fornire una garanzia ulteriore per i creditori in caso di fallimento, non richiedere pagamenti che potrebbero portare al default)⁵⁹.

Figura 18: Trattamento degli ibridi secondo la metodologia di S&P

Basket	Minimal	Intermediate	High
Debt	100%	50%	0%
Equity	0%	50%	100%

Fonte: Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 12

1. *High Equity Content*⁶⁰

Gli ibridi ad elevato contenuto di *equity* sono quelli con forti caratteristiche proprie del patrimonio netto, tra cui la capacità di proteggere la qualità creditizia e di migliorare la capitalizzazione dell'emittente. Gli investitori di tali strumenti generalmente sopportano un rischio simile a quello del patrimonio netto, e ci si aspetta che il valore delle due fonti di finanziamento sia correlato.

S&P ha individuato 3 possibili tipologie di strumenti ad elevato contenuto di *equity*:

- Titoli convertibili obbligatoriamente in azioni entro un breve orizzonte temporale (3 anni).
- Titoli con cedole o dividendi che variano direttamente in base ai cambiamenti nei dividendi delle azioni ordinarie, negli utili o nei cash flow.
- Titoli con differimento delle cedole obbligatorio in caso di violazione dei *trigger* finanziari o di rating che sono impostati vicino al livello di performance atteso/rating attuale.

⁵⁹ Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition. Standard&Poor's. pp. 7-12

⁶⁰ Ibidem. 12-16

2. *Intermediate equity content*⁶¹

Questa categoria comprende una vasta gamma di strumenti e rappresenta la maggioranza degli ibridi emessi. Tali ibridi hanno consistenti caratteristiche proprie dell'*equity*, che permettono di tutelare la qualità creditizia in caso di difficoltà finanziarie, ma allo stesso tempo possiedono anche aspetti propri del debito, a causa della natura relativamente fissa dei dividendi/interessi. Le azioni privilegiate perpetue non cumulative (*Noncumulative perpetual preferred stock*) rappresentano lo strumento più simile all'*equity* tra quelli a contenuto intermedio. Come suggerisce il nome, tale strumento non ha né scadenza né obbligo di rimborso ed è subordinato a tutti i debiti ed alle altre passività della società. L'azienda può decidere di non distribuire i dividendi a sua discrezione, senza alcun obbligo di regolare i pagamenti mancanti e senza alcuna limitazione sulla lunghezza del tempo in cui può farlo⁶², tranne il fatto che non può corrispondere i dividendi alle azioni ordinarie se i pagamenti nei confronti delle azioni privilegiate sono stati sospesi.

Le *conventional trust-preferred stock*, emesse negli USA a partire dal 1993, risultano meno simili all'*equity* rispetto alle azioni privilegiate, pur mantengono comunque un contenuto di *equity* intermedio. Prevedono infatti una scadenza che va dai 30 ai 40 anni, una profonda subordinazione anche se sono antergate alle *perpetual preferred stock* non cumulative, un differimento facoltativo dei dividendi per un massimo di cinque anni e il pagamento obbligatorio di ogni dividendo sospeso, al fine di non incorrere in problemi legali.

Un'altra categoria sono le *enanced trust-preferred stock*, emesse negli USA a partire dal 2005 che prevedono un termine che va dai 40 ai 60 anni, una profonda subordinazione, un differimento facoltativo dei dividendi per un massimo di dieci anni e non comportano alcun default legale se il mancato pagamento continua oltre i dieci anni.

Così come per quelli ad alto contenuto di *equity*, gli strumenti devono avere una vita residua di almeno 20 anni per continuare a ricevere il contenuto intermedio. Inoltre,

⁶¹ Ibidem pp. 16-19

⁶² In alcuni casi, dopo un certo periodo di tempo, normalmente di 6 trimestri, durante il quale i dividendi non vengono corrisposti, gli azionisti privilegiati hanno diritto di nominare un piccolo numero di amministratori nel consiglio di amministrazione della società.

nel caso in cui l'emissione preveda *call-date* combinate a clausole di *step-up*, affinché essa possa beneficiare del contenuto intermedio di *equity*, la sua *call-date* deve essere successiva di almeno 5 anni rispetto alla data di emissione, l'aumento del costo deve essere moderato, e devono esserci adeguate disposizioni di segno opposto (come RCC giuridicamente vincolante).

3. *Minimal Equity Content*⁶³

La categoria *minimal* include quegli strumenti che, pur avendo rilevanti caratteristiche proprie dell'*equity*, comunque non rispettano gli standard previsti per il contenuto intermedio. Si tratta quindi di strumenti subordinati con pagamenti differibili e con meno di 20 anni di vita residua, oppure di strumenti subordinati di lunga vita con pagamenti differibili, la cui possibilità di differire è limitata a meno di 5 anni. Tali strumenti a contenuto minimo vengono considerati come debito nel calcolo dei rapporti finanziari.

In conclusione, la Figura 19 riassume le caratteristiche essenziali che gli strumenti ibridi devono possedere affinché gli venga assegnato l'Equity Content.

Figura 19: Caratteristiche per l'assegnazione dell'Equity Content in S&P

	Intermediate-Adequate	Intermediate-Strong	High	High
Interest deferral	Optional – Five years unfettered with default no earlier than five years	Optional – Five years unfettered with default at no earlier than 10 years Or - Mandatory deferral with moderately tight triggers	Mandatory deferral with tight triggers	
Term - capital permanence	20 years or more remaining to the "effective maturity"			
Term - refinance risk	Where an incentive to redeem early exists, there must be both (1) a replacement provision or equivalent regulatory oversight, and (2) any incentive (or penalty if not redeemed) must not be excessive.			
Subordination	Subordinated			
Mandatory conversion				Mandatory conversion to common stock within three years, with the conversion price not lower than initial share price.

Fonte: Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition. Standard&Poor's. pp. 19-20

⁶³ Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition. Standard&Poor's. pp. 19-20

S&P applica una metodologia di *notching* molto simile a quella di Moody's: entrambi le agenzie assegnano un *notch* al di sotto del ICR (*Issuer Credit Rating*) per la subordinazione e uno per il meccanismo facoltativo di differimento della cedola. Così come Moody's anche S&P prevede un ulteriore *notch* in caso di differimento obbligatorio non cumulativo (Figura 20).

Figura 20: Numero di Notch al di sotto del ICR

Assigning Issue Ratings: Number of Notches Below the Issuer Credit Rating (ICR)				
	Investment-grade rating		Speculative-grade rating	
	Optional deferral	Mandatory deferral	Optional deferral	Mandatory deferral
Subordination	1	1	2	2
Deferral	1	Typically 2**	1	Typically 2**
Total notches	2 *	3	3	4

* The overwhelming majority of hybrid issues are investment grade with optional deferral and are rated two notches below the ICR.

**Where there is a mandatory trigger the notching for DEFERRAL would typically be 2 (or more if there is a greater-than-usual likelihood of the trigger being breached). Where there is a mandatory trigger and (a) the company credibly says it will make its best efforts to settle with common shares and (b) the risk of the trigger being breached is relatively remote, the notching for DEFERRAL would typically be 1.

Notching of mandatory convertibles and equity units: Notching of the issue rating mirrors our approach to notching of preferred stock (even if the coupons are not deferrable and the debt host is senior). Our rating on the issue does not opine on the totality of the equity risk to investors.

Fonte: Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition. Standard&Poor's. p. 64

La figura 21 mostra un utile riassunto dei criteri utilizzati dalle due agenzie di rating per la classificazione delle principali categorie di strumenti ibridi.

Figura 21: Criteri per l'assegnazione dei basket ed del contenuto di equity

	Moody's – Basket C	Moody's – Basket D	S&P - Intermediate
Minimum original maturity	60 years. Moody's requires 30 years for equity credit to be assigned at all, and 60 years to be treated as perpetual, and therefore eligible for higher equity treat-	60 years. Moody's requires 30 years for equity credit to be assigned at all, and 60 years to be treated as perpetual and therefore eligible for higher equity treatment	No specific requirement but effectively 25 years due to criteria on remaining maturity and minimum period to first call.

	ment than basket B.	than basket B.	
Minimum remaining term	10 years	10 years	20 years
Minimum period to first call	10 years to call and step	10 years to call and step	5 years
Step up	100 bps	100 bps	25 bps, or 100 bps with RCC in place.
Discrete calls	No specific requirement	No specific requirement	After any call date, it must be no more than 5 years to the next call unless there is an RCC in place.
Replacement Language	No specific requirement	No specific requirement	RCC in place for at least 5 years prior to a 100 bps step-up. RCC should be in a separate document covenanting with a significant amount of senior debt that the hybrid will be redeemed only with an equivalent amount of hybrid or 50% of the equivalent amount in common equity. However, the RCC need not apply if all covered debt has been redeemed, there is a change of control, tax laws change, credit quality improves or equity credit is lost.
Coupon Deferral trigger	Optional	Optional and a strong mandatory trigger. A strong trigger causes deferral when the issuer is rated Ba1/Ba2.	Optional
Link to dividend	Can be a capital payments stopper, or a dividend pusher with no more than six month look back period.	Can be a capital payments stopper, or a dividend pusher with no more than six month look back period.	Can be a capital payments stopper, or a dividend pusher with no more than a twelve month look back period.
Settlement of arrears	Cash cumulative with all ACSM settled-coupons regarded as cumulative.	Optionally deferred coupons may be cash cumulative with all ACSM settled-coupons regarded as cumulative. Mandatorily deferred coupons must be non-cumulative, but the issuer may have an option (but not the obligation) to settle coupon arrears via the issuance of common equity after the trigger is cured.	Cash cumulative

Maximum deferral period	Must be unlimited, although permissible to state an intention to clear after 5 years.	Must be unlimited, although permissible to state an intention to clear after 5 years.	5 years
Status of the issue	Preferred. Senior only to common equity, with no default or cross-default provisions and a limited ability to alter the outcome of a restructuring.	Preferred. Senior only to common equity, with no default or cross-default provisions and a limited ability to alter the outcome of a restructuring.	Subordinate to senior debt
Maximum hybrid in capital structure	Less than 25% of equity credit (common equity + equity credit from hybrids).	Less than 25% of equity credit (common equity + equity credit from hybrids).	Less than 15% of capitalization (adjusted debt + hybrids + book equity).
Notching	1 notch for subordination 1 notch for optional coupon deferral	1 notch for subordination 1 notch for optional coupon deferral 1 notch for non-cumulative mandatory coupon deferral	1 notch for subordination 1 notch for optional coupon deferral (+1 additional notch for mandatory coupon deferral)

Fonte: Keenan O. e Staszewski R., European Corporate Hybrids: All you ever wanted to know about corporate hybrids, Investment Research, JPMorgan, 2010. p 22

2.1.3 Fitch Ratings

Fitch colloca i titoli ibridi nelle seguenti tre categorie: 100% equity, 50% equity e 50% debito, 100% debito. Nella visione di Fitch, l'*equity credit* di un titolo deriva dalla flessibilità finanziaria offerta dalle seguenti caratteristiche principali:

- Conservazione di liquidità, cioè clausole che prevedano l'omissione o il differimento delle cedole e assenza di pagamenti obbligatori di capitale entro l'orizzonte di rating.
- *Covenant* assenti o limitati.
- Assenza di *Events of Default* che potrebbero un default aziendale
- Nessuna scadenza, diritti *put* per gli investitori, o altre caratteristiche che forzino il rimborso del capitale entro 5 anni.
- Assorbimento delle perdite in seguito ad un default aziendale sia per mezzo della profonda subordinazione che della svalutazione (*principal write-down*).

L'assorbimento delle perdite in un contesto di continuità aziendale (mediante la svalutazione o la conversione in una forma di capitale più junior) può esaltare le caratteristiche *equity-like* di un ibrido, ma non è un aspetto essenziale per l'attribuzione dell'*equity credit*.

Le precedenti caratteristiche possono essere presenti sia nelle azioni privilegiate (*Preferred share*), sia nei titoli di debito ibridi subordinati con cedole differibili, sia negli strumenti che prevedono la conversione obbligatoria in azioni. Sono invece esclusi gli strumenti a conversione facoltativa, a meno che non siano completati da altre caratteristiche. La Figura 22 offre un'utile panoramica sulla percentuale di *equity* assegnata da Fich, rispetto alla presenza o meno di determinate caratteristiche.

Figura 22: Allocazione degli ibridi tra *equity* e debito in Fich

(% Equity)	Corporates FLR	REITs FLR
Preferred and Preference Shares		
With an Effective Maturity Greater Than Five Years:		
Noncumulative	100	100
Cumulative	50	100
Subordinated Deferrable Debt		
With an Effective Maturity Greater Than Five Years		
High Equity, Noncumulative Hybrid	100	100
Mandatory Convertible, Deferrable		
Subordinated, Less than Three Years to Exercise	100	100
Subordinated, 3–5 Years to Exercise	50	50
Senior, Less Than One Year to Exercise	50	50
Mandatory Convertible (Synthetic)		
Underlying Debt	Based on the underlying hybrid features of debt.	
Forward Contract Before Exercise	0	0
Forward Contract in Projections, as of Exercise Date	100	100
Optional Convertible ^a	0	0

^aUnless the underlying security would otherwise qualify for higher equity allocation. FLR – Financial leverage ratio; for REITs, FLR also includes loan-to-value (LTV) ratio. Note: This is an illustrative summary only, based on typical hybrid features. Please read the full text for further details.
Source: Fitch Ratings.

Fonte: Treatment and Notching of Hybrids in Nonfinancial Corporate and Reit Credit Analysis, Sector-Specific Criteria, Fitch Ratings, Dicembre 2012. p. 5

Per ottenere il 100% di *equity*, i titoli devono essere senior solo rispetto al *common equity* e avere un meccanismo di differimento delle cedole non cumulativo. Un *equity credit* del 50% è raggiunto dai bond subordinati al debito senior, i quali hanno un meccanismo di differimento facoltativo e cumulativo per almeno 5 anni e non prevedono la regola del *dividend pusher*.

Per quanto riguarda la metodologia di *notching*, gli strumenti ibridi con capacità di assorbimento delle perdite in un contesto di continuità aziendale sono in genere profondamente subordinati e in caso di liquidazione o fallimento hanno prospettive di recupero molto basse. Tali strumenti sono considerati ad elevato assorbimento di perdite e quindi viene assegnato loro un rating di almeno due *notch* inferiore rispetto al IDR (*Issuer Default Rating*). Fich abbassa il rating di un ulteriore *notch* per gli

strumenti con caratteristiche che aumentano significativamente la probabilità di attivazione del meccanismo di assorbimento delle perdite, come la predisposizione di *trigger* facilmente violabili. Lo schema di *notching*, mostrato nella figura 23, indica il trattamento di tutte le obbligazione presenti nella gerarchia del capitale, incluse le forme tipiche di strumenti ibridi capaci di assorbire le perdite in un contesto di continuità aziendale e a cui viene assegnato normalmente un rating più basso di 2-3 *notch* rispetto l'IDR.

Figura 23: Meccanismo di Notching

Typical Notching Relative to IDR — Performing Instruments	
Recovery Prospects	Investment Grade and High Speculative Grade
Outstanding	2
Superior	1
Good	1
Average	0
Below Average	-1
Poor (Including All Instruments with Going-Concern Loss Absorption)	-2 or -3
Hybrid Instruments with Easily Activated Going-Concern Loss Absorption	-3 or More
Hybrid Instruments with Aggressive Loss-Absorption, Including Permanent Writedown	-3 or More

IDR – Issuer default rating.

Fonte: Treatment and Notching of Hybrids in Nonfinancial Corporate and Reit Credit Analysis, Sector-Specific Criteria, Fitch Ratings, Dicembre 2012. p. 17

Fitch, diversamente dalle precedenti agenzie di rating, non afferma esplicitamente che i 2 *notch* di differenza tra il debito senior e gli strumenti ibridi sono dovuti alla subordinazione e al differimento facoltativo. Allo stesso modo di Moody's e S&P però assegna almeno un *notch* aggiuntivo quando vi è un significativo aumento nella probabilità di attivazione di meccanismi di assorbimento delle perdite⁶⁴.

Per concludere la parte relativa alle agenzie di rating è utile presentare una tabella di riepilogo (Figura 24), che metta a confronto le tre metodologie applicate.

⁶⁴Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 27

Figura 24: Framework a confronto

	Moody's	S&P	Fitch	Moody's, S&P and Fitch
Equity credit	Basket C (50%)	Intermediate (50%)	Subordinated debt (50%)	Basket C (50%) / Intermediate (50%) / Subordinated debt (50%)
Indicative Ratings ¹	2 notches from senior	2 notches from senior	2 notches from senior	2 notches from senior
Subordination	Preferred, senior only to equity	Subordinated to all senior creditors	Subordinated to all senior creditors	Preferred, senior only to equity
Maturity	At least 60 years	20 years (IG)	10 years (remaining effective maturity greater than 5 years)	Perpetual ² or long dated (minimum 60 years)
Non-call period	No published restriction	5 years	5 years	5 years
Step-up timing	Not prior to year 10	Not prior to year 5	Not prior to year 5	In year 10 and in year 25
Coupon step-up	No greater than 100 bps	No greater than 100bps (IG)	No greater than 100bps	25bps in year 10 and 75 bps in year 25
Coupon deferral	Optional, subject to dividend pusher	Optional, subject to dividend pusher	Optional, no dividend pusher, for at least 5 years	Optional, no dividend pusher
Dividend pusher for coupon deferral	Maximum six month look-back Will require for payment of deferred coupons	Maximum twelve month look-back (IG) Not required for payment of deferred coupons	Not allowed	None
Deferred interest	Cash cumulative No published objection to compounding	Cash cumulative No published objection to compounding	Cash cumulative No published objection to compounding	Cash cumulative and compounding ³
Settlement of deferred interest	At any time; must settle following a mandatory payment event (dividend pusher)	At any time	At any time	At any time; must settle following a mandatory payment event (dividend pusher)
Early redemption features	No restrictions	No restrictions	No restrictions	Tax calls (gross-up, loss of deductibility), rating agency call and accounting
Replacement language	Not required any more	Replacement Capital Covenant (RCC) effective from issue date if effective maturity is to be avoided at the higher step-up date (>25bps). Otherwise intentional replacement language	Intentional replacement language required (with any step-up), otherwise effective maturity is at step-up date	Intentional replacement language
Equity credit amortization	Equity credit reduced to zero 10 years prior to maturity	Equity credit reduced to zero 20 years prior to effective maturity	Equity credit reduced to zero 5 years prior to effective maturity	Equity credit reduced to zero in year 5 (20 years prior to S&P effective maturity)

¹ Perpetual required to achieve equity accounting classification, subject to tax analysis

² Subject to applicable law

³ Notching (2 notches) may be wider if senior rating reflects govt. support/uplift from standalone ratings

Fonte: J.P Morgan, Corporate Hybrid Teach-in, Febbraio 2014. p. 15

2.2 Trattamento contabile e fiscale

2.2.1 Trattamento contabile secondo i principi IFRS

Sebbene gli emittenti strutturino gli strumenti ibridi principalmente al fine di ottenere l'*equity credit* da parte delle agenzie di rating, spesso risultano interessati ad ottenere il riconoscimento della qualità di *equity* anche da parte dei principi contabili IFRS, proprio per aumentare la presenza del patrimonio netto nel bilancio consolidato. L'aspetto chiave che distingue se un bond debba essere trattato come *equity* o come debito, secondo i principi IFRS, è la possibilità o meno dell'emittente di annullare incondizionatamente e definitivamente i pagamenti. La norma rilevante per la contabilizzazione del capitale ibrido è lo IAS 32. Secondo tale principio, lo strumento è classificato come passività finanziaria o come strumento rappresentativo di capitale in base al contenuto degli accordi contrattuali: se c'è un obbligo contrattuale a consegnare denaro o altre attività finanziarie, oppure a scambiare attività o passività finanziarie a condizioni potenzialmente sfavorevoli, allora lo

strumento rappresenta una passività finanziaria. Le cedole pagate sulle passività finanziarie risultano essere interessi per il conto economico e il rendiconto finanziario, mentre le cedole pagate su strumenti di patrimonio risultano essere dividendi⁶⁵.

Ciò significa che il titolo, per ottenere la qualifica di *equity*, deve avere le seguenti caratteristiche⁶⁶:

- Non datato, vale a dire perpetuo, anche se non ci sono disposizioni relative alla scadenza effettiva come nel caso delle agenzie di rating. Inoltre sono ammessi forti incentivi a rimborsare lo strumento prima della scadenza (come ad esempio un elevato *step-up*), ma finché tali incentivi rimangono volontari non vengono presi in considerazione.
- Le cedole devono essere differibili a totale discrezione dell'emittente: sono consentiti *Dividend Pusher*, poiché l'emittente non è contrattualmente obbligato a distribuire dividendi.

I criteri previsti dai principi IFRS sono meno stringenti rispetto a quelli richiesti dalle agenzie di rating e non prendono in considerazione la dimensione della clausola di *step-up* o di qualsiasi altro incentivo a rimborsare, a patto che l'emittente non sia costretto ad effettuare tale pagamento (Figura 25). Ciò significa che gli ibridi, strutturati esclusivamente per ottenere la classificazione a patrimonio netto da parte degli IFRS, possono essere emessi ad un costo molto più basso per l'emittente di quelli che vogliono ottenere l'*equity credit* anche dalle agenzie di rating. Tali emittenti infatti hanno la possibilità di essere più vicini all'investitore, al fine di ridurre la sua percezione della probabilità di differimento, offrendo *step-up* significativi.

⁶⁵ Dulake S. e Keenan O., All you ever wanted to know about corporate hybrids but were too afraid to ask, European Credit Research JPMorgan, Luglio 2005. pp. 6-7

⁶⁶ Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 28

Figura 25: Classificazione secondo i principi contabili IFRS

Equity Classification	
<ul style="list-style-type: none"> Classification as equity is achieved by ensuring an instrument does not satisfy the definition of a financial liability A financial liability is defined in IAS 32 paragraph 11 as any liability that is a <i>contractual obligation</i> to deliver cash or another financial asset to another entity that is outside the control of management 	
Instrument classification hinges on an analysis of legal obligations to pay coupons and principal	
Principal	Coupons
<ul style="list-style-type: none"> IAS32.AG25 illustrates: <ul style="list-style-type: none"> In the event that there is no contractual obligation to deliver cash or its financial equivalent (e.g., an investor put), a financial liability does not exist Structural considerations: <ul style="list-style-type: none"> Perpetual or very long dated instrument (bifurcated NPV approach) Issuer Call options can be included Coupon step ups can be included. This de facto creates a synthetic maturity which, however, economic compulsion redeem (e.g. inclusion of a step-up) does not in itself cause an instrument to be classified as a financial liability. There is, in principle, no IFRS limitation on how large such step ups can be 	<ul style="list-style-type: none"> IAS32. 16 and 17 illustrates: <ul style="list-style-type: none"> If there is a contractual obligation, whether explicit or implicit, to pay the coupons and/or redemption amount in cash or another financial asset, the financial instrument will be considered a financial liability/debt Structural considerations: <ul style="list-style-type: none"> All coupon payments must be discretionary but nevertheless can be made obligatory upon payment of dividends (due to payment of dividends themselves being discretionary) Deferred coupon payments can be made cumulative and even compounding to accommodate investors

Figura: J.P Morgan, Corporate Hybrid Teach-in, Febbraio 2014. p. 17

2.2.2 Trattamento fiscale

Un altro forte incentivo ad emettere bond ibridi è la possibilità di dedurre fiscalmente le cedole pagate. Mentre le aziende devono calcolare le tasse sul reddito comprensivo dei dividendi che intendono distribuire, le cedole pagate sulle obbligazioni sono pienamente riconosciute come costi nel conto economico e creano uno scudo fiscale (*tax shield*), riducono cioè il reddito imponibile e aiutano ad ottimizzare il costo del capitale.

2.3 Pricing e Valutazione dei Corporate Hybrid Bond

2.3.1 Modello di Regressione di JP Morgan

Affinché si possa costruire un *framework* di valutazione adeguato per la determinazione del *fair value* dei bond ibridi, è necessario tener conto di vari parametri e delle caratteristiche distintive di tali strumenti (subordinazione, differimento cedolare, estensione temporale)⁶⁷. Durante la fase di forte emissione dei bond ibridi, tra il 2005 e il 2007, sono state testate e alla fine scartate varie

⁶⁷ Keenan O. e Staszewski R., European Corporate Hybrids: All you ever wanted to know about corporate hybrids, Investment Research, JPMorgan, 2010. p. 23

metodologie di *pricing*, tanto che fino ad oggi non esiste un metodo di valutazione universalmente adottato⁶⁸. Infatti gli operatori di mercato si limitano frequentemente ad osservare, sul mercato secondario, il prezzo di strumenti simili.

Il punto di partenza per valutare gli ibridi è costituito dalla qualità creditizia e dalle condizioni finanziarie dell'emittente, rappresentate dal suo rating. Infatti tutti i rischi associati ai bond ibridi sono di natura creditizia: la probabilità di estensione nel tempo e di differimento aumenta al peggiorare della qualità creditizia dell'emittente. Il prezzo che l'emittente paga per un bond ibrido riflette il compenso riconosciuto all'investitore per aver accettato un rischio aggiuntivo rispetto al debito senior ed è giusto quindi partire dal *senior spread* (rating) dell'emittente e poi utilizzare un approccio *block-building*. Il più importante elemento addizionale di rischio per i detentori di bond ibridi proviene dalla subordinazione di tale strumento, di conseguenza un adeguato spread è ottenuto dalla seguente formula, che tenga conto del *loss given default*:

$$\text{Hybrid spread} = \text{Senior Spread} \times \frac{(100\% - \text{Recovery rate on Hybrid})}{(100\% - \text{Recovery rate on Senior})}$$

Se presumiamo genericamente che il tasso di recupero sul debito senior sia del 40% e che quello sull'ibrido sia 0%, lo spread sull'ibrido dovrebbe essere 1.67x più alto rispetto allo spread sul debito senior. Il *subordination multiple* che considera i tassi di recupero può essere utilizzato principalmente per gli ibridi, come quelli emessi da Pennon e Voestalpine, strutturati unicamente per ottenere il riconoscimento di *equity* da parte dei principi IFRS. Infatti anche se queste obbligazioni prevedono il differimento cedolare facoltativo e possono essere estese oltre la prima *call-date*, le condizioni circostanti (*dividend pusher* con un *lookback* di 12 mesi e 500bsp di *step-up*) rendono le possibilità di differimento e di estensione *out of the money* per l'emittente.

⁶⁸ Goulden J. e Keenan O., A Framework for Pricing Corporate Hybrids: Introducing a Rock-Bottom Spread Framework for Finding the 'Fair Value' Price of Corporate Hybrids, Investment Research, JP Morgan, 2005, p. 4

Secondo JP Morgan, il differimento cedolare costituisce un rischio remoto per l'investitore di bond ibridi, specialmente per quelli che prevedono solamente un differimento facoltativo e cedole cumulative. Questo perché:

- i dividendi tendono ad essere annullati molto tardi rispetto al ciclo di deterioramento della qualità creditizia, per non diffondere un segnale negativo sul mercato;
- le società sono ancora più riluttanti a tagliare le cedole dei bond ibridi perché, sospendendo le stesse, l'emittente invierebbe segnali negativi al mercato esclusivamente per risparmiare un ammontare limitato di liquidità;
- le società differiscono i pagamenti cedolari solo quando sono in prossimità del default, quindi la perdita di valore dovuta al meccanismo di differimento sarebbe limitata probabilmente solo a una o due cedole

S&P ha condotto un importante studio nel 2006 su 90 emissioni di capitale ibrido, in cui non ha riscontrato casi di emittenti con rating *investment grade* che abbiano deciso di sospendere i pagamenti e ha evidenziato solo sette casi di differimento per gli emittenti con rating BB. Ciò dimostra che il differimento avviene tardi rispetto al ciclo di vita creditizio di una società e nel 78% dei casi non è stato mai utilizzato oppure utilizzato quando ormai il default era imminente. Tale risultato costituisce una notizia positiva per i detentori di bond ibridi, poiché il rischio di perdere valore a causa del differimento cedolare risulta essere molto basso. Naturalmente tale rischio è potenzialmente più elevato in caso di differimento obbligatorio e dipende da come i *trigger* vengono impostati: il capitale ibrido potrebbe assumere la capacità di assorbire le perdite prima dell'evento di default e quindi lo spread su tali strumenti dovrebbe riflettere questo aspetto.

Come già evidenziato in precedenza, il *Replacement Capital Covenant* e la perdita dell'*equity credit* in seguito alla prima *call-date* costituiscono il più forte incentivo a rimborsare, mentre strumenti che prevedono *step-up* di 100bsp possono essere potenzialmente estesi oltre la *call-date*. La decisione di estendere l'ibrido oltre tale data, se non è dovuta a cattive notizie relative alla capacità di credito, non comporta necessariamente un forte calo nel prezzo di negoziazione degli ibridi. Nel periodo precedente la *call-date*, probabilmente il titolo è già negoziato quasi alla pari ed il

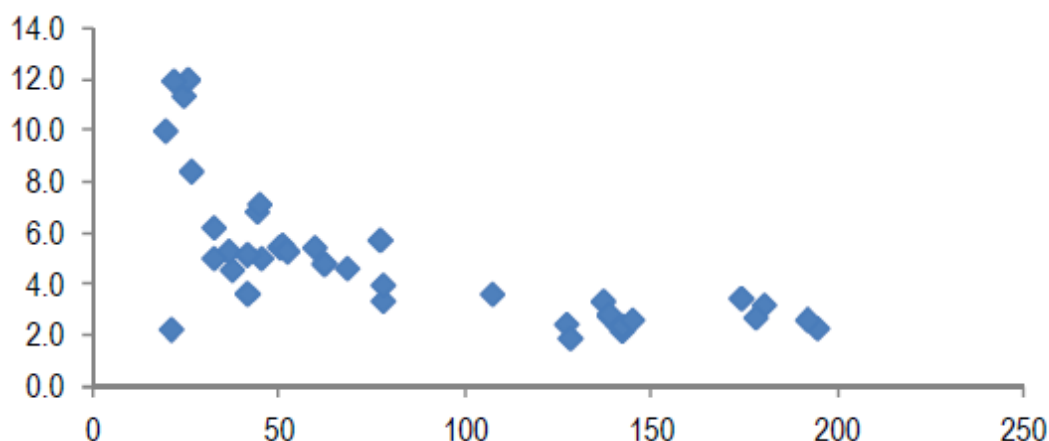
fatto che non venga rimborsato subito non vuol dire che rimarrà sospeso in perpetuo: se in futuro le condizioni di mercato dovessero migliorare, la società può decidere di richiamare i vecchi titoli ed emettere nuovi ibridi per ragioni economiche. Il bond quindi rimarrà probabilmente quotato vicino alla pari, a meno che non vi siano reali preoccupazioni circa la condizione finanziaria dell'emittente.

Nel complesso, il *fair value* di un ibrido è quindi composto da:

- un dato (input) di partenza che tiene conto delle condizioni fondamentali dell'emittente;
- un aggiustamento per tener conto della subordinazione, che si ottiene moltiplicando il *senior spread* e il rapporto tra i diversi *loss-given default*;
- un aggiustamento per il rischio, piuttosto remoto, di differimento della cedola, che è probabilmente irrilevante rispetto allo spread aggiuntivo richiesto dalla minore liquidità e trasparenza di questi strumenti.
- un aggiustamento in caso di scadenza incerta e di presenza di forti incentivi a rimborsare.

Prendendo in considerazione gli strumenti ibridi che sono stati emessi nella prima metà del 2013, tutti sembrano essere prezzati entro una fascia molto ristretta di multipli (tra 2,5x e 3,0x), testimoniando che questo è il parametro su cui gli investitori sono focalizzati, mentre vi è molta più varianza nei multipli degli ibridi più anziani. Come mostra la figura seguente, è possibile riscontrare una relazione a forma di "L" tra il *senior spread* e i multipli a cui sono scambiati gli ibridi (Figura 26). Questa relazione può essere spiegata dal fatto che, in caso di *senior spread* bassi, gli investitori hanno bisogno di un importo minimo per compensare il rischio di aver investito in uno strumento ibrido.

Figura 26: Multipli (asse y) rispetto al *senior spread* (asse x)



Fonte: Zhang T., Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013. p. 31

Naturalmente l'utilizzo dei multipli per confrontare gli strumenti ibridi assume maggior senso per le emissioni più recenti, caratterizzate da una struttura abbastanza uniforme.

JP Morgan preferisce utilizzare un modello di regressione trasversale, che analizzi come lo spread sui titoli ibridi risulti collegato ad una serie di input (Figura 27). Tale modello permette di valutare come i prezzi di mercato si avvicinino ai coefficienti teorici e di confrontare obbligazioni con caratteristiche differenti. Inoltre grazie alle numerose emissioni avute di recente, si dispone di dati sufficienti per trarre risultati significativi. I fattori di input esaminati in varie combinazioni sono i seguenti:

Figura 27: Variabili usate nel modello di regressione

Fundamental factors	Deferral risks	Incentives to Call
Issuer Senior Rating	Dummy Variable for presence of ACSM	Dummy Variable for presence of a Step up
Senior Spread (maturity matched to hybrid's first call date)	Dummy Variable for presence of Mandatory Cumulative deferral	Dummy Variable for presence of an RCC
	Dummy Variable for presence of Mandatory Non-Cumulative deferral	Dummy Variable for use of Loss on Equity Credit as incentive

Variabile Dummy (binaria) = 1 quando la caratteristica specifica è presente, 0 in caso contrario. Ciò permette di calcolare la media.

Il senior rating utilizzato è una media aritmetica di quelli implementati dalle varie agenzie di rating, calcolata assegnando un punteggio ad ogni valutazione (Figura 28).

Figura 28: Punteggio assegnato ai vari rating

Moody's	S&P / Fitch	Score
Aaa	AAA	1
Aa1	AA+	2
Aa2	AA	3
Aa3	AA-	4
A1	A+	5
A2	A	6
A3	A-	7
Baa1	BBB+	8
Baa2	BBB	9
Baa3	BBB-	10

Per quanto riguarda il *senior spread*, si utilizza lo spread sui CDS con scadenza corrispondente alla prima *call-date* del titolo ibrido, se non disponibile si fa riferimento all'obbligazione senior con scadenza più vicina. Le variabili *Dummy* (binarie) permettono di catturare l'*extra spread* aggiuntivo che il mercato attribuisce in media ad una particolare caratteristica, ferme restando le altre condizioni. L'equazione di regressione è la seguente:

$$\text{Hybrid spread, bp} = 186 + 1.66 * \text{Senior Spread} + 64 * \text{Mandatory Deferral Dummy} - 44 * \text{Step up at first call date Dummy}$$

(8.18)
(9.08)
(2.56)
(1.95)

La regressione ha un R-quadro del 75% e mostra che lo spread senior è di gran lunga la più significativa variabile indipendente del modello. Il valore dell'intercetta di 186bp può essere interpretato intuitivamente come un tasso di rendimento minimo (*hurdle rate*) che gli investitori dovrebbero ricevere affinché vengano ricompensati per aver investito in strumenti ibridi. Esso potrebbe includere anche un premio di liquidità, nel caso di emittente con rischio di credito trascurabile che non abbia inserito nell'ibrido né il meccanismo di differimento obbligatorio né clausole di *step-up* alla prima *call-date*. Il coefficiente davanti al *senior spread* risulta essere molto simile al multiplo teorico di 1,67x, previsto per compensare la subordinazione, ipotizzando un tasso di recupero del 40% per i bond senior. In realtà le *utility* possono registrare tassi di recupero più alti rispetto a quelli assunti per le altre tipologie di imprese, quindi è naturale aspettarsi che il loro coefficiente risulti maggiore.

Come ci si aspettava, la presenza del ACSM ha un effetto trascurabile sul pricing degli ibridi (questo è in linea con quanto sostenuto dalle agenzie di rating), che non

distingue tra ACSM e differimento cumulativo, caratteristica propria di quasi tutti gli ibridi. La presenza del differimento obbligatorio ha invece un forte effetto: la regressione ha evidenziato che in media gli ibridi con differimento obbligatorio sono caratterizzati da 64bp aggiuntivi, tenendo costanti tutti gli altri fattori. Sorprendentemente, la presenza di RCC e la perdita di *equity credit* come incentivo a rimborsare hanno ben poco potere esplicativo nella regressione, mentre risulta più significativa la presenza della clausola di *step-up* alla prima *call-date*. Allo stato attuale, si può osservare che il mercato prezza i bond con clausole di *step-up* 44bp in meno rispetto ai titoli che ne sono privi, poiché considera tale clausola come un incentivo più convincente per l'emittente a rimborsare alla prima data disponibile rispetto alla perdita di *equity credit* e al *Replacement Capital Covenant*.

Naturalmente questo modello, come afferma JP Morgan, presenta dei limiti:

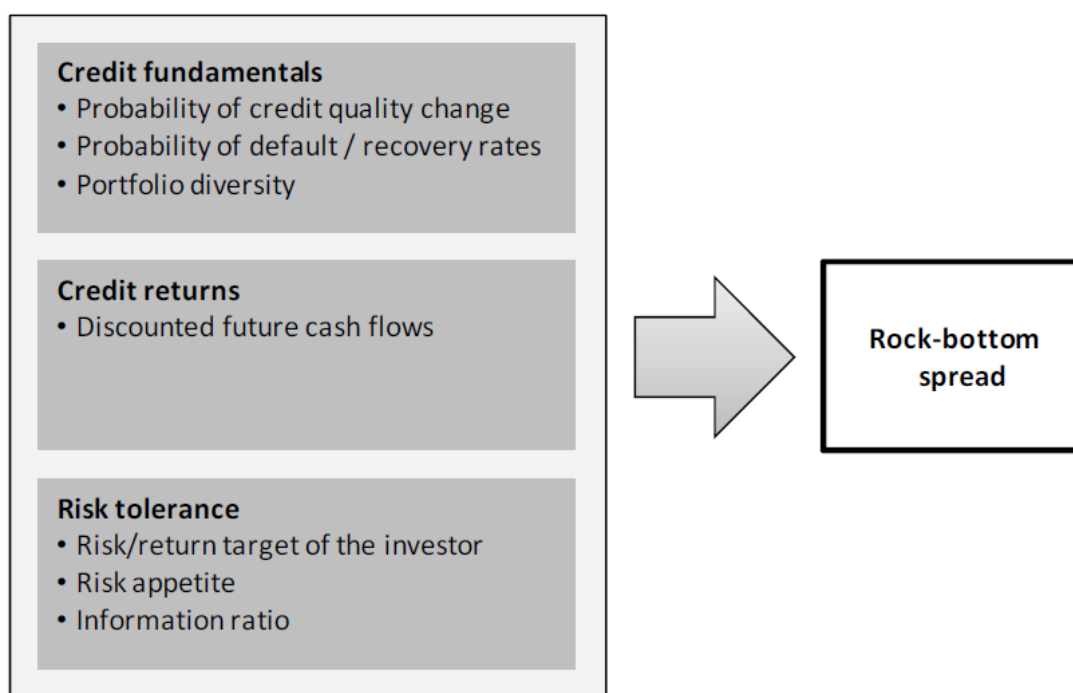
- è un approccio abbastanza semplicistico, che non tiene conto delle caratteristiche peculiari di ciascuna emissione (per esempio in caso di differimento obbligatorio, non distingue i diversi trigger);
- anche se la regressione permette di stimare in modo oggettivo il valore di ogni caratteristica, essa assume che il mercato sia in grado di fissarne il prezzo in modo efficiente;
- i coefficienti potrebbero variare nel corso del tempo, nel caso in cui le condizioni finanziarie e i futuri comportamenti dell'emittente portino il mercato a rivalutare quanto le singole caratteristiche abbiano peso.

2.3.2 Rock Bottom Spread Methodology

Il Rock Bottom Spread è una metodologia di valutazione del *fair value* di bond ibridi, utilizzata prevalentemente per le emissioni precedenti il 2010. Tale metodo, come mostra la figura 29, si basa unicamente sui fondamentali creditizi (*credit fundamentals*), come la probabilità di default, il tasso di recupero, i flussi di cassa futuri del titolo (*credit returns*) e il livello di rischio/rendimento richiesto dall'investitore (*risk tolerance*). Il Rock Bottom Spread rappresenta lo spread più basso richiesto dall'investitore per esporsi ai rischi di natura creditizia associati alla detenzione dei titoli di credito. La metodologia si basa sul presupposto che gli

investitori richiedano un premio, che li ripaghi del rischio di default da essi subito. Di conseguenza la differenza tra lo spread di mercato e il Rock Bottom Spread di un'obbligazione rappresenta il massimo che può essere offerto per la minore liquidità del titolo di credito rispetto ai titoli di Stato. Se lo spread di mercato scende al di sotto del RBS significa che gli investitori non sono adeguatamente compensati, se invece lo spread di mercato supera il RBS il bond risulta adeguatamente valutato solo nel caso in cui *l'excess spread* compensi la mancanza di liquidità in modo soddisfacente. Quindi, comparando gli spread osservati sul mercato con il RBS, è possibile giudicare se un bond sia ben valutato o meno.

Figura 29: Rock Bottom Spread



Fonte: Rock-Bottom Spread Mechanics, JP Morgan Investment Research, 2001. p.1

Nel 2005 JP Morgan ha proposto una versione aggiornata di tale metodologia per adeguarla alle specifiche caratteristiche degli ibridi (subordinazione, differimento cedolare, e rischio estensione temporale) e che è stata utilizzata per le emissioni avvenute fino al 2010. La base di partenza prevede sempre la descrizione quantitativa dei fondamentali creditizi, dei cash flow prospettici e del livello di rischio/rendimento richiesto dall'investitore. L'assunzione di base del modello è che la condizione finanziaria di un'impresa può essere rappresentata dal rating creditizio

assegnato. Poiché la probabilità di generare futuri flussi di cassa è direttamente legata alla condizione finanziaria della società, lo spread richiesto dagli investitori per compensare il rischio di default viene calcolato usando le matrici di transizione del rating e un certo tasso di recupero (*recovery rate*). Se si applica questa assunzione ai bond ibridi allora il differimento cedolare e il rimborso del debito alla *call-date* sono strettamente legati al rating dell'emittente, di conseguenza le matrici di transizione possono essere utilizzate per calcolare la probabilità che l'emittente differisca i pagamenti cedolari o che estenda temporalmente il rimborso del debito. Sebbene questo framework abbia concettualmente senso, risulta meno adatto per le emissioni successive al 2010, in cui gli incentivi a rimborsare sono meno collegati alla condizione di rating dell'emittente.

3. Emissioni di Bond Ibridi da parte delle utility: la gestione dinamica del debito

3.1 Panoramica sulle emissioni avvenute nel 2013

3.1.1 Tipologia e caratteristiche degli emittenti attuali




Come già anticipato nel paragrafo 1.4.1, i benefici derivanti dall'emissione di bond ibridi dipendono dalle caratteristiche dell'emittente, dal settore in cui opera e dalla fase del suo ciclo di vita. Infatti tali strumenti sono poco adatti ad imprese giovani operanti in settori in forte crescita, perché hanno bisogno di ingenti investimenti ma il cui ritorno sul capitale è ancora molto basso. Sono invece più idonei ad imprese consolidate, competitivamente forti, operanti in settori maturi e non ciclici, con flussi di cassa stabili e rating abbastanza elevato. Inoltre il loro utilizzo si addice prevalentemente ad imprese pubbliche ed a quelle con limitato accesso al mercato del capitale proprio⁶⁹, perché caratterizzate dalla presenza di azionisti di maggioranza e quindi quasi totale assenza di flottante.

Come si può ben notare dalla figura 30, il mercato attuale dei titoli ibridi è stato dominato dalle emissioni delle società di telecomunicazioni e dalle *utility*. Le *utility* europee hanno emesso circa €13 miliardi di strumenti ibridi durante i primi sei mesi del 2013⁷⁰, al fine di proteggere il rating e di finanziare futuri programmi di investimento. EDF ha emesso €6,3 miliardi a Gennaio 2013, circa la metà del volume totale, creando una delle più ampie emissioni di ibridi non bancari realizzate finora.

⁶⁹ Whitehead V., The Return of the Corporate Hybrid, BNP Paribas Investment Research, Marzo 2013. p. 2

⁷⁰ Bisset N., European utilities: Hybrid Issuance is credit positive, but cannot alone remedy underlying credit weakness, Moody's Research, Settembre 2013. p.1

Figura 30: Corporate Hybrid Bond emessi nel 2013

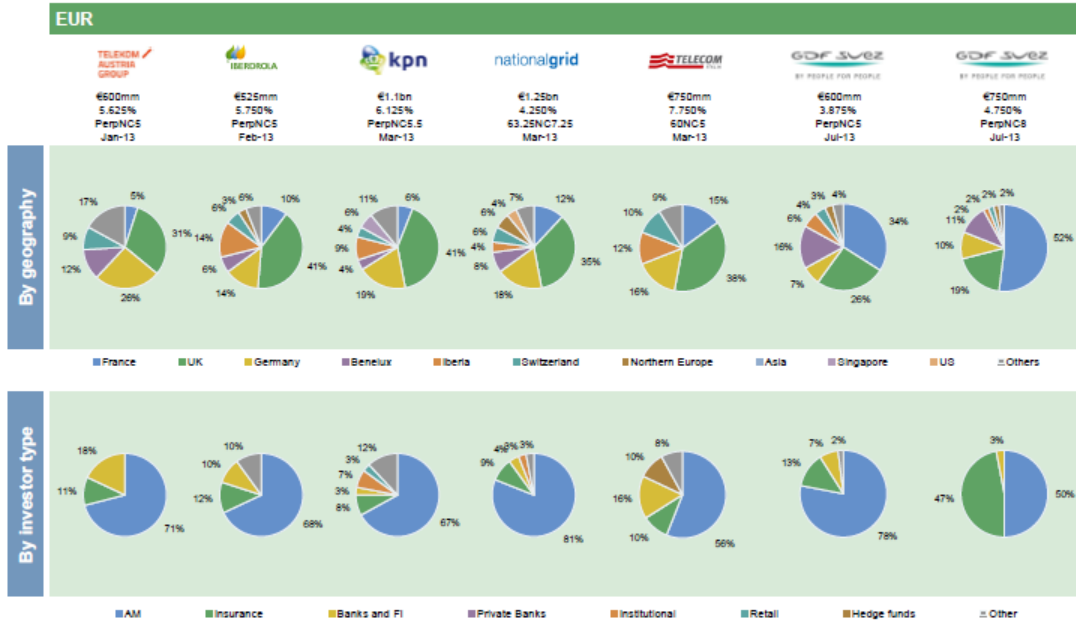
	<ul style="list-style-type: none"> Orange placed a 3-tranche hybrid in January 2014: €1bn PerpNC6, €1bn PerpNC10 and €850mm PerpNC8 at ms+307.9bps, ms+341.8bps and ms+345.4bps respectively
	<ul style="list-style-type: none"> EDF announced a multi-currency hybrid transaction in January 2014 and raised: <ul style="list-style-type: none"> €1bn PerpNC8 at ms+244.1bps, €1bn PerpNC12 at ms+279.3bps and €750mm PerpNC15 at ms+279.8bps in the European markets \$1.5bn PerpNC10 in the USD market at ms+279.1bps
	<ul style="list-style-type: none"> Hybrid issuance programme of up to €5bn covering 2013/2015 announced in March 2013 Enel completed investor meetings in Europe and US during the first week of June and tapped the market in 2013 and 2014 <ul style="list-style-type: none"> On 3 September 2013, Enel priced €1.25bn 60NC5 notes at ms+524.2bps and €400mm 62NC7 notes at ms+566.2bps On 18 September 2013, Enel raised \$1.25bn 60NC10 notes at ms+563bps In January 2014, Enel took advantage of the strong market backdrop and priced €1bn 61NC8 and €500mm 62.7NC7.7 at ms+364.8bps and ms+408.9bps respectively
	<ul style="list-style-type: none"> Solvay priced a dual hybrid tranche in October 2013: <ul style="list-style-type: none"> €700mm PerpNC5.5 at MS+300bps €500mm PerpNC10 at MS+345bps
	<ul style="list-style-type: none"> On 18 October 2013, Casino launched a €750mm PerpNC5.25 hybrid at a yield of 4.875% / MS+356.9bps
	<ul style="list-style-type: none"> In September 2013, Telefonica priced €1.75bn a dual hybrid tranche following its 2-day roadshow: <ul style="list-style-type: none"> €1.125bn PerpNC5 at MS+503.8bps with a coupon of 6.500% €625mm PerpNC8 at MS+558.8bps with a coupon of 7.625% In November 2013, Telefonica issued €800mm PerpNC7 notes at a yield of 6.750%
	<ul style="list-style-type: none"> Alliander launched a €500mm 3.250% PerpNC5 hybrid The new issue was launched together with a tender offer targeting their existing PerpNC5 4.875% notes which has been subject to a ratings event call
	<ul style="list-style-type: none"> Volkswagen announced a dual hybrid tranche at the end of August 2013 <ul style="list-style-type: none"> €1.125bn PerpNC5 was priced at MS+270bps (4.502% yield) €750mm PerpNC10 was priced at MS+310bps (5.272% yield)
	<ul style="list-style-type: none"> In July 2013, GDF Suez priced a 3-tranche hybrid deal <ul style="list-style-type: none"> €800mm PerpNC5 at 4.250% yield (MS+306bps) €750mm PerpNC8 at 5.125% yield (MS+342bps) €300mm PerpNC5.5 at 5.000% yield
	<ul style="list-style-type: none"> Dong exchanged existing hybrid into a new instrument following S&P criteria changes and issued €500mm of 100NC5 <ul style="list-style-type: none"> Exchange offer of outstanding €700mm 7.75% 3010-no-2021 notes into new 1000NC10 notes Following recent exchange, new €500mm 1000NC5 issued at MS+380bps (coupon of 4.875%)
	<ul style="list-style-type: none"> Asian conglomerate Hutchinson Whampoa priced a €1,750mm PerpNC5 hybrid notes at a coupon of 3.750% in May 2013
	<ul style="list-style-type: none"> Hybrid issuance programme of up to €3bn within 24 months announced in February 2013 On 13 March 2013, Telecom Italia priced €750mm 60NC5 notes at a coupon of 7.750%
	<ul style="list-style-type: none"> National Grid issued €1.25bn PerpNC7 at a yield of 4.250% and €1bn PerpNC12 at a yield of 5.625%
	<ul style="list-style-type: none"> On 5 February 2013, KPN announced its intention to raise €4bn in equity capital As a part of the capital raising exercise, KPN indicated it will look at EUR, GBP and/or USD denominated hybrids KPN priced €1.5bn eq. in Euro and GBP hybrid after completing the 4-day European roadshow <ul style="list-style-type: none"> €1.1bn at a coupon of 6.125% (yield 6.25%) and €400mm at a coupon of 6.875% (yield 7%) KPN priced \$600mm PerpNC10 at 7.000% on 21 March 2013
	<ul style="list-style-type: none"> Iberdrola launched a €525mm PerpNC5 hybrid in February 2013, at a coupon of 5.750%
	<ul style="list-style-type: none"> Telekom Austria launched a €600mm PerpNC5 hybrid, at a coupon of 5.625% in January 2013
	<ul style="list-style-type: none"> EDF announced a EUR, GBP and USD debut hybrid transaction in January 2013 <ul style="list-style-type: none"> €2.5bn and €1.25bn raised in the European market \$3bn raised in the Yankee market
	<ul style="list-style-type: none"> Veolia raised ~€1.5bn eq. in January 2013 <ul style="list-style-type: none"> €1,000mm at a coupon of 4.450% and €400mm at a coupon of 4.850%

Fonte: J.P Morgan, Corporate Hybrid Teach-in, Febbraio 2014. pp. 4-5

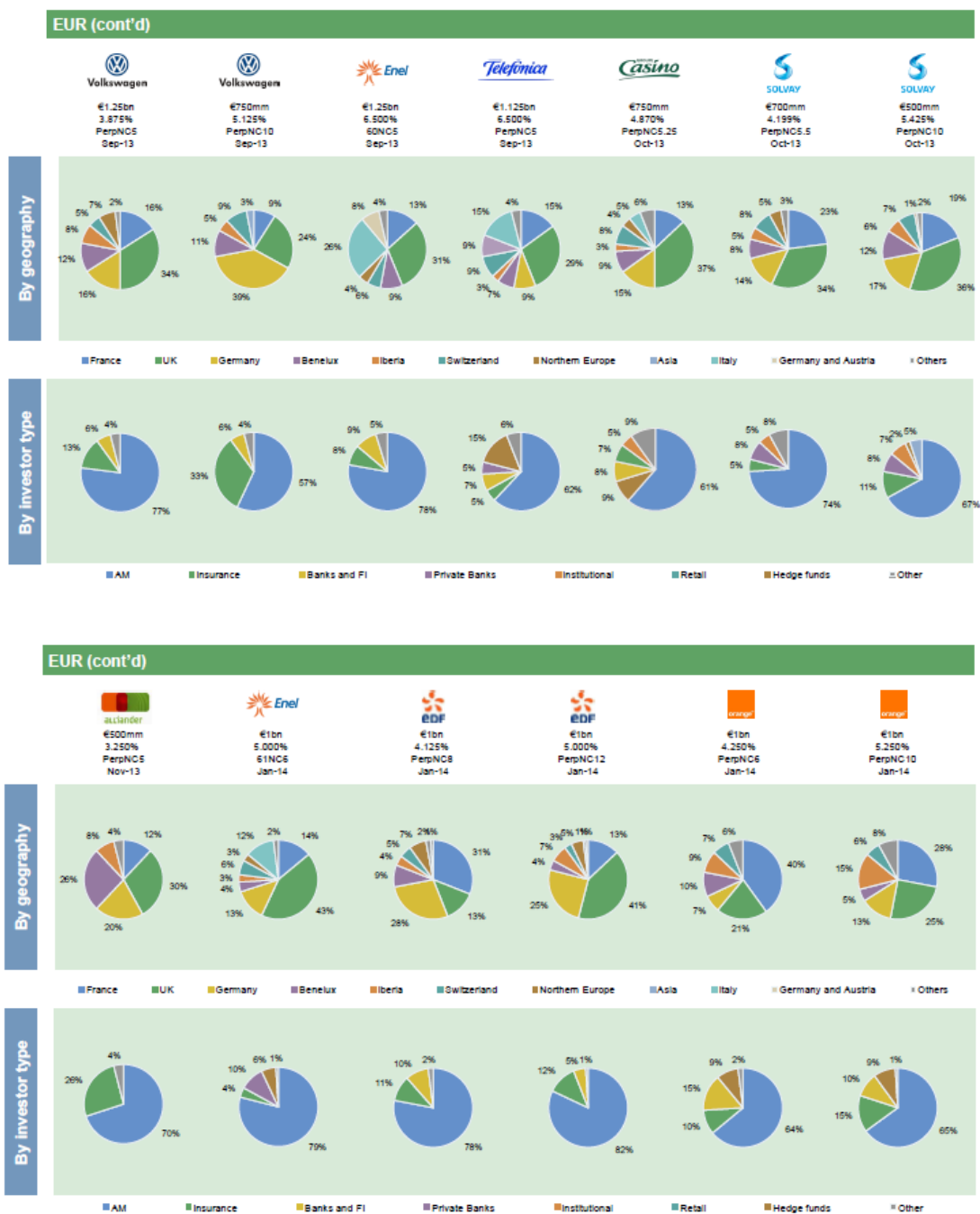
3.1.2 Tipologia e caratteristiche degli investitori attuali

Per quanto riguarda gli investitori, le obbligazioni ibridi attraggono quei soggetti, specialmente investitori istituzionali, che sono alla ricerca di un rendimento elevato. Naturalmente un soggetto che decide di intraprendere tale investimento deve essere in grado di capire e sostenere i rischi ad esso associati: deve avere una buona condizione finanziaria, conoscenza ed esperienza in campo aziendale e finanziario, che gli permettano di comprendere i vantaggi e gli svantaggi di qualsiasi decisione. Inoltre è consigliato che l'investitore persegua una precisa strategia di *asset-allocation*, in modo da diversificare il proprio portafoglio e non concentrarsi unicamente su una classe specifica di strumenti finanziari, al fine di ridurre (non eliminare) il rischio legato alla variazione dei prezzi e l'incertezza dei rendimenti⁷¹. Nel mercato europeo gli investitori (Figura 31), per quanto riguarda la provenienza, sono principalmente tedeschi, inglesi e francesi e, per quanto riguarda la tipologia, sono *asset manager*, compagnie di assicurazioni, banche ed istituzioni finanziarie.

Figura 31: Tipologia e provenienza degli investitori nelle recenti transazioni



⁷¹ A Guide to Investing in Hybrid Securities, Wells Fargo Advisors, 2013. pp. 5-6
www.saf.wellsfargoadvisors.com/emx/dctm/Marketing/Marketing_Materials/Fixed_Income_Bonds/e6728.pdf



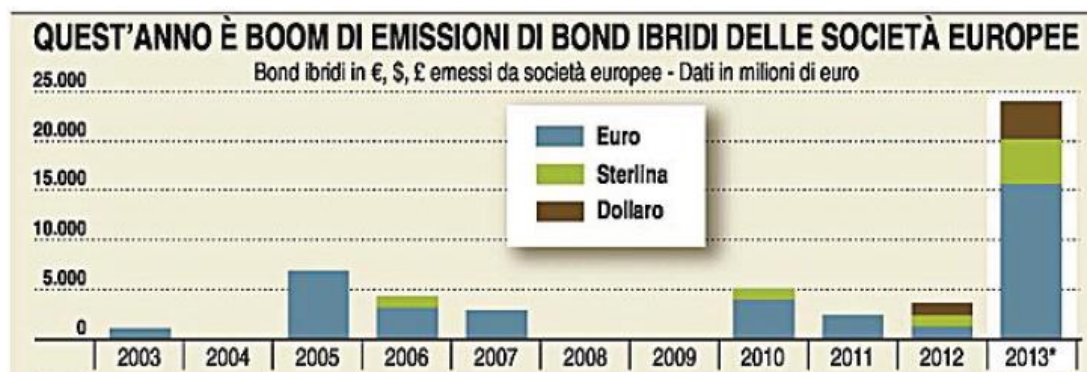
Fonte: J.P Morgan, Corporate Hybrid Teach-in, Febbraio 2014. pp. 27-30

3.1.3 Cause della rinascita dei Corporate Hybrid Bond

Il 2013, come mostra la Figura 32, è stato un anno di svolta per il mercato del capitale ibrido con €30 miliardi di nuove emissioni, un vero record⁷².

⁷² Maxwell J., Fourcade A., Maurer B., Kumar A., Corporate Hybrids Guide: European Credit Trading Strategy, Deutsche Bank Investment Research, Gennaio 2014. p. 2

Figura 32: Emissioni di bond ibridi da parte delle società europee nel 2013



Fonte: Castellarin R. e Valentini P., Affari con i Bond OGM, Milano Finanza, 28 Settembre 2013. p. 2

L'aumento del volume di emissione riflette la combinazione di condizioni favorevoli:

1. i bassi tassi di interesse a cui le società possono prendere a prestito⁷³;
2. una maggiore propensione al rischio degli investitori, interessati ad ottenere un rendimento più alto in un ambiente caratterizzato da tassi bassi⁷⁴;
3. la terza ondata di *credit crunch*, che ha spinto le imprese a trovare un'alternativa al credito bancario e quindi a rivolgersi al mercato dei capitali⁷⁵;
4. la necessità delle imprese di un rafforzamento patrimoniale interrotto dalla crisi, affinché possano perseguire il cammino verso la ripresa⁷⁶;
5. la chiarificazione degli approcci utilizzati dalle agenzie di rating per classificare gli strumenti ibridi⁷⁷;
6. una maggiore liquidità sul mercato⁷⁸;
7. la necessità degli emittenti di contrastare le pressioni negative provenienti dalle agenzie di rating in alcuni segmenti del settore europeo delle *utility*. Infatti, come mostra la Figura 33, molte delle *utility* che hanno emesso bond ibridi nella prima parte dell'anno 2013 sono condizionate da *outlook* negativi, come GDF SUEZ, Iberdrola e la stessa EDF⁷⁹. Non che le altre abbiano una

⁷³ Milne R. e Hughes J., Hybrid Bond set for resurgence, Financial Times, 15 Settembre 2010. p. 1

⁷⁴ Stothard M., Hybrid bond issues hit record level, Financial Times, 6 Febbraio 2013. p. 1

⁷⁵ Peveraro S., Se il bond paga bene, Milano Finanza, 25 Maggio 2013. p. 10

⁷⁶ Ibid.

⁷⁷ Bolger A., Europe's 'hybrid' debt enjoys renaissance, Financial Times, 12 Settembre 2013. p. 1

⁷⁸ Bocconi S., Bond la carica di inizio anno, Corriere della Sera, 9 Gennaio 2014. p. 35

⁷⁹ Bisset N., European utilities: Hybrid Issuance is credit positive, but cannot alone remedy underlying credit weakness, Moody's Research, Settembre 2013. p. 2

situazione migliore. National Grid, Veolia Environment, pur fregiandosi di *outlook* stabili, devono vedersela con il peso crescente degli investimenti in conto capitale o con imponenti piani di ristrutturazione⁸⁰.

Figura 33: Emissioni di bond ibridi da parte delle *utility*

	GDF SUEZ	DONG	National Grid	Iberdrola	EDF	Veolia
Issuance date	Jul-2013	Jun-13	Mar-2013	Feb-13	Jan-2013	Jan-2013
Amount (EUR mn)	1,698	700	2,411	525	6,199	1,465
Number of tranches	3	1	2	1	4	2
Total adjusted debt end 2012 (EUR mn)	57,209	7,264	33,188	33,361	59,932	17,002
Hybrid as a proportion of debt	3%	10%	7%	2%	10%	9%
Maturity	Perpetual	3013	2073/76	Perpetual	Perpetual	Perpetual
Coupon	3.875%-4.75%	6.25%	4.25%, 5.625%	5.75%	4.25% to 6.0%	4.45% and 4.85%
Issuer rating and outlook	A1, negative	Baa1, stable	Baa1, stable	Baa1, negative	Aa3, negative	Baa1, stable
Hybrid rating	A3	Baa3	Baa3	Baa3	A3	Baa3
Moody's basket allocation	C	C	C	C	C	C

Fonte: Bisset N., European utilities: Hybrid Issuance is credit positive, but cannot alone remedy underlying credit weakness, Moody's Research, Settembre 2013. p. 2

3.2 Caratteristiche economiche ed evoluzione storica del settore delle utility

Come si è evidenziato nel paragrafo precedente, le *utility* rappresentano i principali emittenti di bond ibridi. Risulta quindi necessario indagare le cause che hanno condotto queste imprese, negli anni passati, ad intraprendere costose operazioni di M&A gravandosi di un debito molto elevato, che ha bisogno di essere adeguatamente gestito e riqualificato.

3.2.1 Evoluzione storica del settore delle utility: Liberalizzazione

Le istituzioni comunitarie hanno sempre prestato molta attenzione al tema dell'energia, basta accennare al ruolo svolto dalla Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio (Ceca) e dalla Comunità Europea dell'Energia Atomica (Euratom), nate per creare un mercato unico europeo delle materie prime e delle infrastrutture. Sulla scia di questo obiettivo, nel 1996 con la Direttiva 96/92 CE⁸¹ si avvia il processo di costituzione del mercato interno dell'energia, al fine di ridurre i monopoli pubblici

⁸⁰ Zoppo A., La rincorsa degli ibridi, Milano Finanza, 14 Settembre 2013. p. 25

⁸¹ Direttiva 96/92/CEE del Parlamento Europeo del Consiglio del 19 dicembre 1996 concernente norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica, in GUCE L 27 del 30 gennaio 1997.

(Figura 34). E' con tale normativa che il legislatore comunitario stabilisce regole comuni relativamente a produzione, trasporto e distribuzione di energia elettrica, per migliorarne l'efficienza e aumentare l'interconnessione delle varie reti⁸². Per ottenere un Mercato Elettrico Comune Europeo, è stato necessario un lungo processo di regolarizzazione ed armonizzazione normativa in un mercato caratterizzato, di per sé, da forti squilibri e tensioni. Alla base di questo cambiamento sta l'idea che l'energia elettrica sia assimilabile a qualsiasi altra merce o *commodity*, ed in quanto tale deve poter circolare nel contesto comunitario in modo libero. La Direttiva 96/92 CE ha come obiettivo l'introduzione della concorrenza nei segmenti di filiera dove era possibile (produzione e vendita) e la regolamentazione nei segmenti in cui la concorrenza non si sarebbe potuta introdurre (i servizi di rete detti monopoli naturali)⁸³. La direttiva è stata recepita in modo differente dai diversi Stati Membri, dando luogo spesso a strutture di mercato disomogenee dovute alle precedenti caratteristiche del sistema nazionale. Infatti i Paesi che hanno avuto maggior ritardo e difficoltà nell'apertura al mercato comune sono stati Italia e Francia, in cui l'ente ex-monopolista, Enel ed Edf, aveva raggiunto dimensioni tali da rendere difficoltosa l'applicazione della Direttiva.

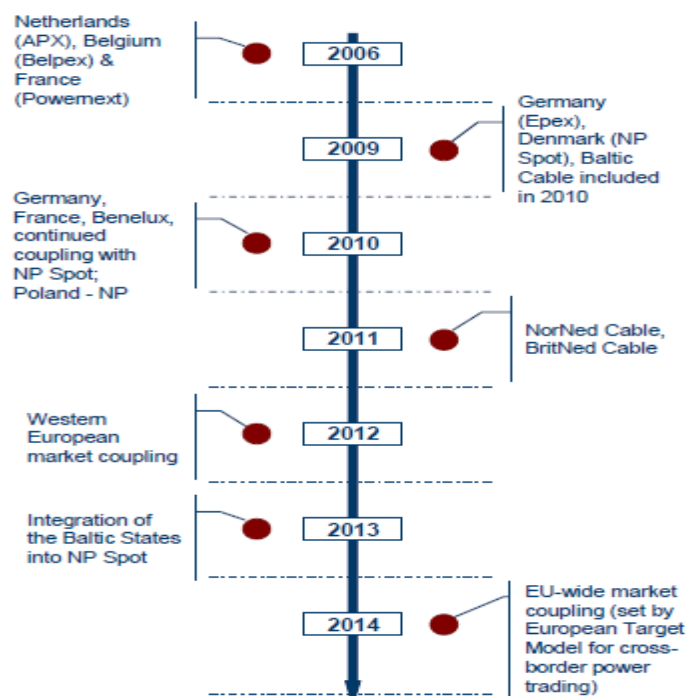
Un secondo pacchetto di norme è stato approvato nel 2003 (direttive 2003/54/EC per l'elettricità e 2003/55/EC per il gas), che impose ulteriori misure per la liberalizzazione e l'integrazione del mercato energetico europeo. Un terzo pacchetto fu adottato nei primi mesi del 2009 ed è entrato in vigore nel Marzo 2011⁸⁴.

⁸² Colavecchio A., I mercati interni dell'energia elettrica e del gas naturale: profili comunitari, in Rassegna giuridica dell'energia elettrica, fasc. 3-4/2001. p. 545.

⁸³ Carta M., La liberalizzazione dei servizi di interesse economico generale nell'Unione: il mercato interno dell'energia elettrica, in Il diritto dell'Unione Europea, n. 4/2003. pp. 788-789

⁸⁴ Due Direttive (2009/72/EC per l'elettricità e 2009/73/EC per il gas) e tre Regolamenti (713/2009, 714/2009, 715/2009)

Figura 34: Linea temporale del processo di liberalizzazione in Europa



Fonte: Utilities Big Book, Q4/2012 Edition, Credit Suisse European Utilities Group, Ottobre 2012. p. 32

In breve, le riforme imposte da questi pacchetti legislativi mirano a creare o ad aumentare la concorrenza in quelle parti della catena del valore dove ciò è possibile (generazione di energia, la fornitura di energia elettrica, produzione, importazione e fornitura di gas) e a realizzare un mercato dell'elettricità e del gas integrato a livello europeo. Tali cambiamenti hanno avuto un forte impatto sulle imprese operanti nel settore, poiché si trovarono esposte alla concorrenza internazionale e cominciarono ad investire all'estero, velocizzando il processo di europeizzazione. La capacità della maggior parte delle *utility* ad adattarsi in breve tempo alle nuove condizioni di mercato ha costituito una sorpresa per molti studiosi, i quali hanno evidenziato che circa venti anni fa non esisteva alcuna concorrenza diretta tra le *utility* europee: i clienti potevano acquistare elettricità e gas da un unico fornitore, che nella maggior parte dei casi era una società pubblica, la quale godeva di una posizione di monopolio nel mercato nazionale. Per capire meglio lo sviluppo del settore energetico europeo è utile citare un'espressione di Per Högselius, che parla appunto

di "institutional revolution"⁸⁵. Dal punto di vista aziendale la rivoluzione istituzionale ha preso la forma di nuove strategie, nuovi rapporti di concorrenza e di cooperazione tra gli attori coinvolti e soprattutto ha causato un'ondata di fusione ed acquisizioni senza precedenti. Il panorama proprietario del mercato energetico europeo è stato radicalmente modificato, sia all'interno dei singoli paesi sia attraverso un'internazionalizzazione di vasta portata⁸⁶.

3.2.2 Operazione di M&A nel mercato energetico europeo

Prima che venne avviato il processo di liberalizzazione, esistevano consistenti differenze, tra gli Stati membri, nelle strutture aziendali del mercato energetico e del gas. Alcuni Paesi avevano società monopolistiche di proprietà dello Stato (come Electricité de France [EDF] e Gaz de France [GDF] in Francia, o Central Electricity Generating Board in Gran Bretagna [UK]), mentre altri avevano un insieme di società pubbliche e private che operavano nelle rispettive regioni (come in Germania). Il contesto dell'Europa centrale ed orientale risultava ancora diverso, poiché questi Paesi erano stati caratterizzati da economie di impronta comunista fino al 1990. Infatti la struttura nel mercato energetico è il risultato sia dell'organizzazione economica globale del Paese stesso, che può essere caratterizzata dal ruolo predominante dello Stato oppure del Privato, sia della sua dotazione di risorse energetiche e delle scelte politiche (per esempio, a favore o contro l'energia nucleare). Questi aspetti peculiari posso spiegare perché le Direttive e i Regolamenti europei non sono ancora riusciti a creare mercati dell'energia e del gas effettivamente simili in tutta Europa.

Negli anni '90, le società elettriche e i governi nazionali hanno affrontato la liberalizzazione del mercato in modo globalmente simile. Molti studiosi sostennero che solo le imprese più grandi e finanziariamente forti sarebbero riuscite a competere nel mercato liberalizzato. Molte aziende quindi cercarono di ampliare la propria dimensione, nella prima fase di cambiamento, mediante acquisizioni e fusioni con

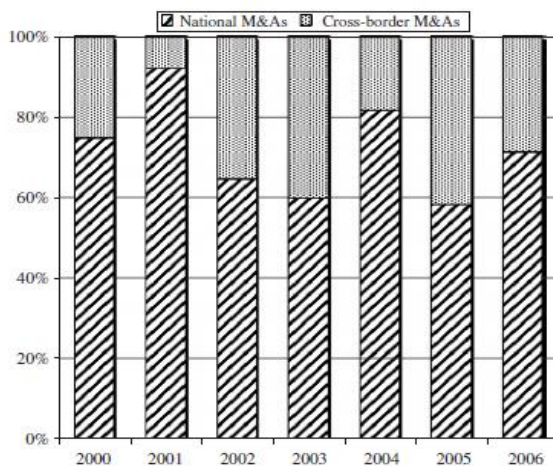
⁸⁵ "During the past two decades the European electricity industry – defined in terms of the production, transmission, distribution and sale of electricity – has gone through what may be called an 'institutional revolution.' Politically, this revolution has centered around the issue of liberalization and cross-border integration of electricity markets, with – failed and successful – attempts to create new legal frameworks, new regulatory mechanisms and new marketplaces (...)"

⁸⁶ Högselius P., "The Internationalization of the European Electricity Industry: The Case of Vattenfall," *Utilities Policy*, vol. 17, no. 3-4, September-December, 2009. p. 258

altre società all'interno del proprio Paese⁸⁷. Un'altra strategia adottata fu quella di entrate in nuovi business-settori, come quelli dell'acqua e delle telecomunicazioni. Molti Governi, soprattutto quelli di paesi con settori frammentati, promossero la creazione di forti *national champions*⁸⁸ (per esempio, E.ON e RWE in Germania, Endesa e Iberdrola in Spagna, Electrabel in Belgio), mentre altri cercarono di mantenere intatti i *national champions* già esistenti (EDF e GDF in Francia, Vattenfall in Svezia). La Gran Bretagna è stato l'unico grande paese europeo a frazionare i monopoli nazionali (Central Electricity Generating Board e British Gas), in modo da creare un mercato realmente competitivo. In Italia, Enel (Ente Nazionale per l'Energia Elettrica) è stata costretta a vendere una parte importate delle sue attività produttive, mentre si è cercato di mantenere inalterata la posizione predominante di Eni nel mercato italiano del gas.

In una seconda fase, che ha raggiunto il suo apice alla fine degli anni '90, la maggior parte delle *utility* ha cominciato ad orientarsi all'estero per realizzare acquisizioni di *player* stranieri (Figura 35): tutte le società più importanti entrarono negli altri paesi europei.

Figura 35: M&A nazionali vs. M&A cross-border



Fonte: Verde S., Everybody mergers with somebody-The wave of M&As in the energy industry and the UE merger policy, Energy Policy 36, ELSEVIER, Bologna, 2008. p. 1126

⁸⁷ Testarmata S., The Strategies of Local Utilities After the Liberalization of the European Energy Sector: Which Is the Emerging Business Model? The Case Study of Italy, Milano, McGraw-Hill, DSI Essays Series, 2009. pp. 12-30

⁸⁸ Schülke C., The EU's Major Electricity and Gas Utilities since Market Liberalization, Gouvernance Européenne et Géopolitique de l'énergie, tomo 10, Ifri, 2010. p. 16

La Figura 36 mostra una panoramica sulle principali operazioni di M&A avvenute nei primi anni 2000 e sul relativo importo. Nel 2007, per esempio, Enel ha acquisito Endesa, esercitando la più grande offerta pubblica di acquisto nella storia del mercato europeo. Nel 2009 Gas Natural ha acquisito Union Fenosa, Vattenfall ha acquisito Nuon e RWE ha acquisito Essent.

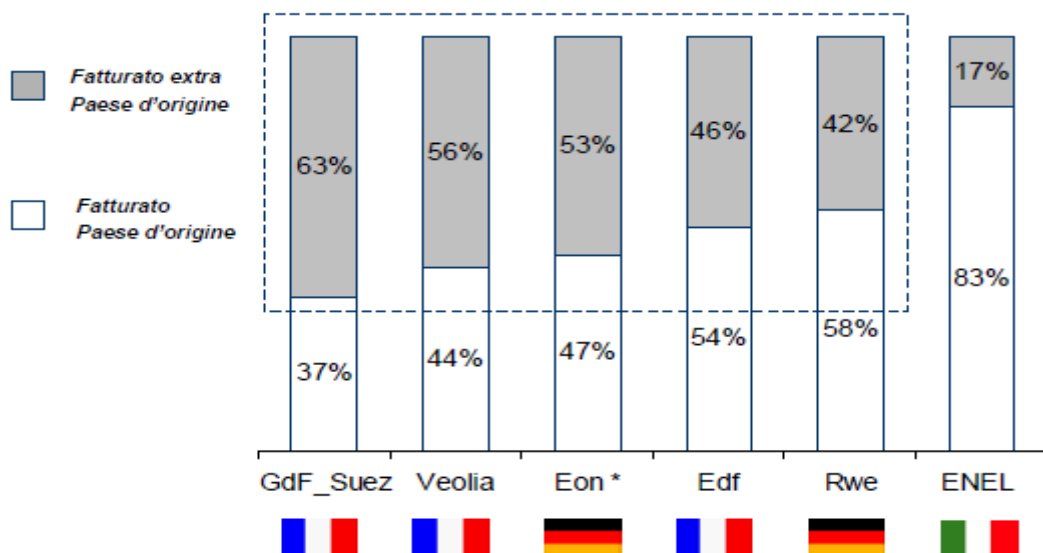
Figura 36: Principale operazioni di Merger and Acquisition nel mercato europeo dell'energia e del gas (1998-2009)

Year	Deal	Value (€bn)
2007	Enel + Acciona / Endesa	43.4
2000	Veba / Viag (E.ON)	38.0
2008	GDF / Suez	29.2
2002	National Grid / Lattice	19.2
2007	Iberdrola / Scottish Power	18.3
2009	Gas Natural / Union Fenosa	16.7
2001	E.ON / Powergen	15.3
2008	EDF / British Energy	13.5
2008	E.ON / Endesa and Enel assets	11.8
2003	E.ON / Ruhrgas	11.2
2003	Suez / Electrabel	11.2
2005	EDF + AEM / Edison	11.0
2009	Vattenfall / Nuon*	10.3
2002	RWE / Innogy	8.5
1999	Suez / Tractebel	7.5
2009	RWE / Essent	7.3

Fonte: Lévêque F. e R. Monturus, *Mergers & Acquisitions within the European Power and Gas Sectors. Cases and Patterns*, CERNA/Ecole des Mines de Paris, 2008. p. 297

Quindi molte società che precedentemente avevano solo presenza nazionale sono diventate degli importati *player* anche all'estero e ora realizzano gran parte delle loro attività al di fuori del proprio mercato nazionale tradizionale (Figura 37).

Figura 37: Ripartizione del fatturato delle principali utility per area geografica (grado di internazionalizzazione) nel 2010



Fonte: Troncatti P., Il settore delle Utilities in Italia nel contesto europeo, Axteria Research, Roma, 26 Ottobre 2010. p. 9

Le motivazioni di questa scelta strategica sono molteplici:

1. la crescita nel mercato domestico era quasi impossibile per la maggior parte di loro;
2. emersero nuove opportunità di business nei paesi vicini, grazie alla liberalizzazione;
3. molti grandi operatori storici disponevano di cospicua liquidità in quel momento, avendo generato ingenti surplus nel mercato nazionale regolamentato, avendo facile accesso al mercato dei capitali e disponendo del denaro proveniente dai disinvestimenti;
4. la cultura interna di tali società era fortemente orientata alla crescita, come unico modo per sopravvivere a lungo termine, e non potendolo fare nel mercato nazionale si sono orientate all'esterno⁸⁹;
5. avevano timore di non essere più annoverate tra le principale società elettriche europee, a meno che non fossero diventate attive a livello internazionale⁹⁰.

⁸⁹Högselius P., "The Internationalization of the European Electricity Industry: The Case of Vattenfall," *Utilities Policy*, vol. 17, no. 3-4, September-December, 2009. p. 259

Le società più grandi ed importanti sono ormai presenti in quasi tutti gli Stati membri dell'Unione Europea, procedendo in maniera più veloce rispetto alla reale integrazione di mercato: in assenza di un livello sufficiente di interconnessioni, i mercati energetici dell'Unione Europea sono ancora in gran parte a carattere nazionale.

Come si è già spiegato in precedenza le *utility* europee erano desiderose di effettuare operazioni di M&A, poiché invase dall'idea che solo le grandi dimensioni avrebbero permesso di sopravvivere in un mercato liberalizzato e maggiormente competitivo. In realtà questa supposizione è altamente discutibile, dato che raramente si riesce a godere di proficui effetti sinergici, a causa dell'incompatibilità tra le due culture imprenditoriali: solo una fusione su dieci crea valore per l'acquirente⁹¹. Nella scelta, infatti, gioca un ruolo fondamentale l'interesse dei manager, che riescono a guadagnare di più utilizzando i profitti in operazioni di M&A, piuttosto che restituendoli agli azionisti. Nonostante questi punti negativi, comunque operazioni di fusione tra società di produzione e loro fornitori permettono una rilevante riduzione del rischio, e quindi il raggiungimento di sinergie strategiche⁹².

L'ondata delle grandi fusioni e acquisizioni sembra ormai terminata e la concentrazione del mercato è più probabile che venga perseguita con operazioni di piccole e medie dimensioni. Il mercato europeo dell'energia è attualmente costituito da pochi *player* principali (GDF Suez, EDF, Iberdrola, E.ON, ENEL, RWE Group), che insieme producono circa il 60% di energia in Europa, quindi è lecito chiedersi se ci stiamo muovendo verso un oligopolio europeo con un piccolo numero di imprese che dominano il mercato. E' ancora troppo presto per analizzare chiaramente l'effetto dell'espansione europea delle principali *utility* per mezzo di acquisizione e fusioni: potrebbe infatti emergere un oligopolio europeo caratterizzato da una concorrenza limitata oppure le *utility* potrebbero elaborare strategie votate alla competitività. Non bisogna dimenticare comunque che i settori dell'elettricità e del gas sono molto

⁹⁰ Ibidem. p. 260

⁹¹ Godet M. *Creating Futures. Scenario Planning as a Strategic Management Tool*, London: Economica, 2006. p. 57

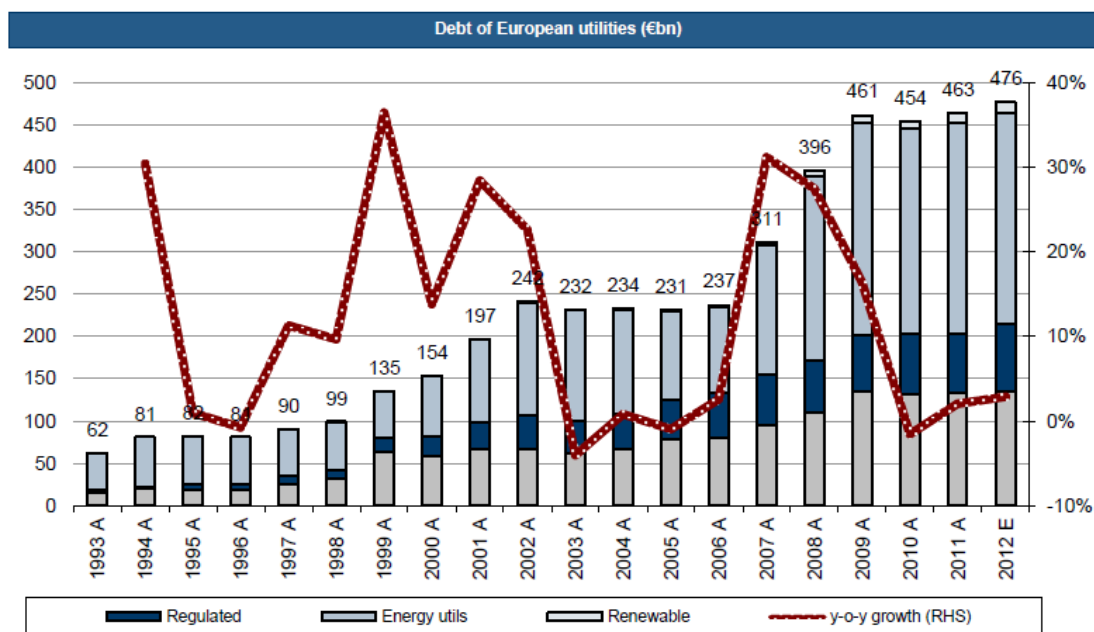
⁹² Newbery D., *What Are the Issues in Mergers and Acquisitions Arising from Electricity Market Restructuring?*, EUI Working Paper, RSCAS 2007/01, Florence School of Regulation, 2007. p. 1

specifici, poiché caratterizzati da elevati costi fissi e dalla necessità di ingenti investimenti, tutti aspetti che limitano necessariamente la concorrenza⁹³.

3.2.3 Effetti delle operazioni di M&A sul debito delle utility

Se da una parte le operazioni di M&A risultano essere una ragionevole scelta strategica delle grandi utility europee, poiché, attraverso di esse, hanno potuto aumentare le quote di mercato, raggiungere una maggiore estensione geografica e ottenere risparmi di costi grazie all'integrazione verticale, dall'altra alcune di queste operazioni risultano avere numerosi aspetti critici, poiché spinte unicamente dalla paura di perdere la propria reputazione se non si fosse seguita la "moda" di settore. In entrambi i casi, comunque operazioni di M&A di importo molto elevato, come quelle che hanno caratterizzato il mercato energetico europeo tra il 2000 e il 2010, lasciano dietro di sé un consistente indebitamento (Figura 38), che non facilmente può essere sanato in un periodo di crisi come questo, caratterizzato da forti flessioni della domanda e dei prezzi⁹⁴ (Figura 39).

Figura 38: Evoluzione del Debito nelle utility europee (mln)

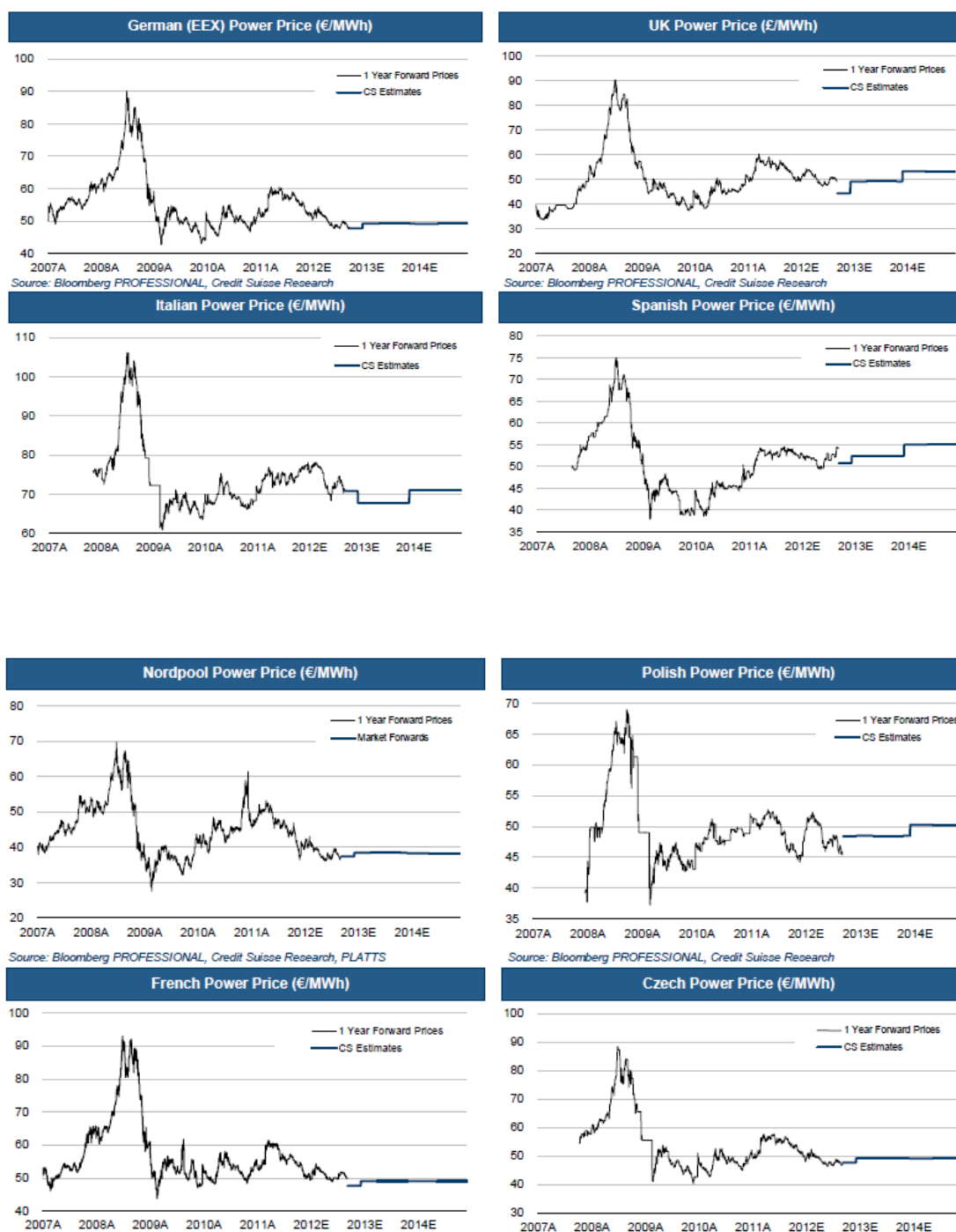


Fonte: Utilities Big Book, Q4/2012 Edition, Credit Suisse European Utilities Group, Ottobre 2012. p. 100

⁹³Schülke C., The EU's Major Electricity and Gas Utilities since Market Liberalization, Gouvernance Européenne et Géopolitique de l'énergie, tomo 10, Ifri, 2010. pp. 21-23

⁹⁴Clercq De G., La fine dei dinosauri dell'elettricità (utilities), Reuters, Parigi, 8 Marzo 2013. p. 1

Figura 39: Prezzi dell'energia in Europa 2007-2014

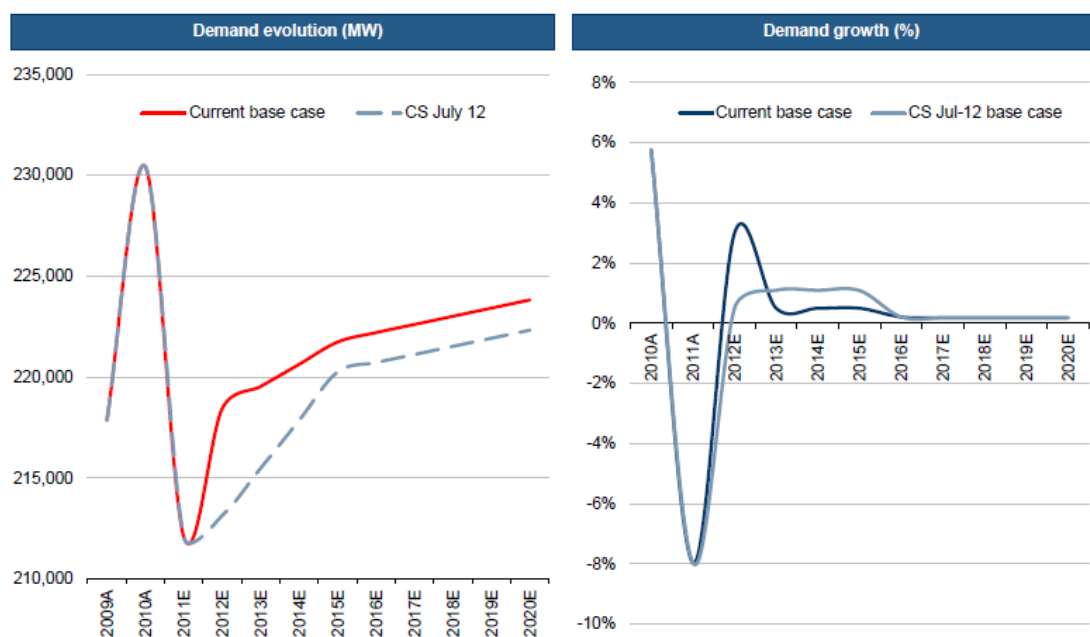


Fonte: Utilities Big Book, Q4/2012 Edition, Credit Suisse European Utilities Group Research, Ottobre 2012. p. 71

Il settore deve inoltre affrontare il cambiamento drastico dovuto all'energia rinnovabile che trasforma i consumatori in produttori e mina il predominio delle utility. Secondo il XIV Osservatorio sulle Alleanze e le Strategie nel Mercato Pan

Europeo delle Utilities di Agici Finanza d'Impresa⁹⁵, i consumi di elettricità e di gas rimarranno bloccati almeno fino al 2020 (Figura 40), mentre la generazione distribuita e le rinnovabili continueranno a crescere in modo sensibile⁹⁶, mettendo in crisi molte *utility* europee che ancora ragionano avendo come riferimento il vecchio modello energetico.

Figura 40: Evoluzione prospettica della domanda di energia nel Centro Europa



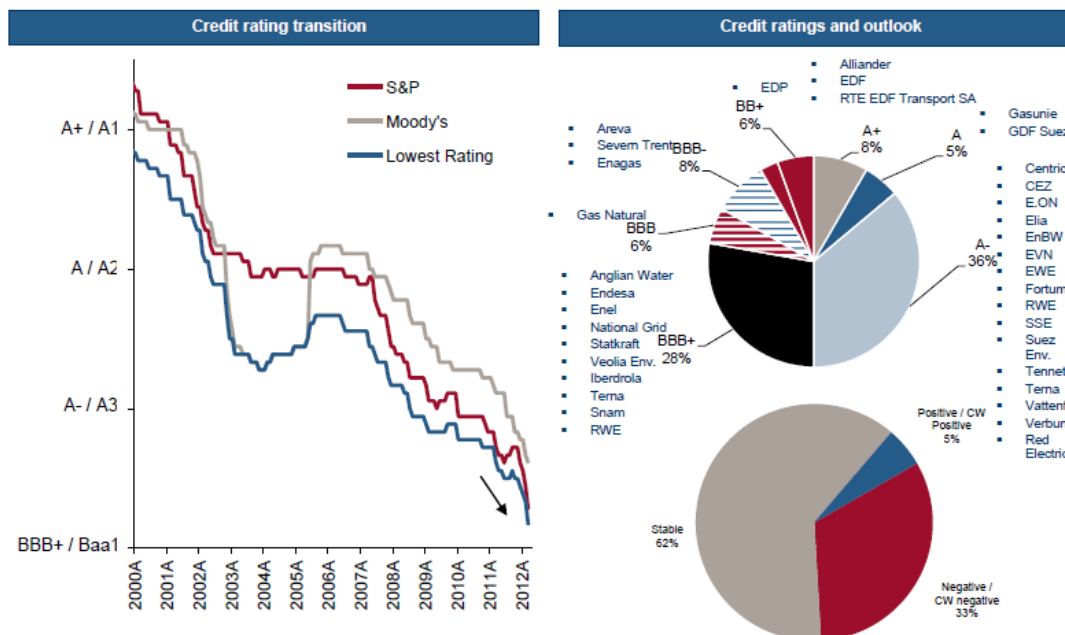
Fonte: Utilities Big Book, Q4/2012 Edition, Credit Suisse European Utilities Group, Ottobre 2012. p. 32

Non va dimenticato che tra il 2011 e il 2013 le imprese hanno già effettuato svalutazioni delle loro centrali alimentate a combustibile fossile per oltre 18 miliardi di euro, registrando un'ulteriore pressione sul bilancio. Questo è il motivo per cui le più grandi *utility* europee, cioè Edf, Enel, E.On, Iberdrola e Rwe, affrontano una pressione verso il basso del rating e hanno limitati margini di manovra in termini finanziari (Figura 41).

⁹⁵ Osservatorio Utilities Agici - Accenture 2014 risultati dal XIV Workshop, 5 marzo 2014 – palazzo Clerici, Milano

⁹⁶ La produzione da Fonti Energetiche Rinnovabili (FER) in Europa aumenterà di oltre 300 TWh nei prossimi 6 anni, cioè l'equivalente del consumo dell'intera Italia.

Figura 41: Evoluzione del rating delle *utility* europee



Fonte: Utilities Big Book, Q4/2012 Edition, Credit Suisse European Utilities Group, Ottobre 2012. p. 168

L'agenzia di rating Fitch mette infatti in evidenza come l'indebitamento netto delle cinque *utility* sia eccessivamente elevato (166 miliardi a fine 2012)⁹⁷ e la loro capacità di produrre flussi di cassa rimarrà sotto pressione nei prossimi anni.

A fronte di questo panorama, non molto positivo, sicuramente le imprese stanno cercando di ridisegnare le proprie strategie industriali verso nuovi modelli di sviluppo più sostenibili, ma allo stesso tempo è evidente la loro continua attenzione al livello di indebitamento, inserendo nei propri piani a lungo termine una vera e propria gestione dinamica del debito, per poter far fronte al doppio obiettivo di riduzione della leva finanziaria e salvaguardia del rating.

3.3 Gestione dinamica del debito

3.3.1 Definizione di gestione dinamica del debito

A fronte dell'elevato indebitamento che caratterizza le *utility* europee, la loro Pianificazione Strategica non può prescindere da una gestione dinamica ed oculata del debito, che gli permetta di superare questo periodo di calo della domanda e dei prezzi. Se in aziende in buone condizioni economiche le scelte di natura finanziaria

⁹⁷ Fitch, poco spazio per grandi utility europee per alzare rating, Il Sole 24 Ore, 26 Marzo 2013. www.archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-1168107/energia-fitch-poco-spazio-grandi/

seguono quelle strategiche ed industriali, al fine di assicurarne la copertura dei fabbisogni finanziari al minimo costo, in caso di aziende con elevato indebitamento, le problematiche legate al *leverage* diventano primarie e i meccanismi aditi a risolverli costituiscono le finalità stesse del piano strategico-industriale. Lo sviluppo della strategia non può prescindere dalla stabilità finanziaria. La finanza assume quindi un ruolo essenziale per la sopravvivenza di queste imprese e il suo impegno deve essere essenzialmente votato a due obiettivi principali: il de-leveraging e la riqualificazione del debito.

3.3.2 Riqualificazione del debito e De-leveraging

Le operazioni di M&A, realizzate tra il 2007 e il 2010, hanno costretto le *utility* a ricorrere in modo intensivo al debito bancario. Quando si concorre per l'acquisizione di una grande impresa è necessario dimostrare agli azionisti della *target* e al mercato che si possiede la capacità finanziaria per portare a termine l'operazione. L'unico modo per reperire ingenti risorse finanziarie in breve termine è quello di coinvolgere nel progetto numerose banche, che abbiano fiducia nel merito creditizio dell'acquirente. Il debito bancario ha però il problema della scadenza a breve termine, comportando un rischio di rifinanziamento⁹⁸, e del pagamento di elevati interessi. Una volta conclusa l'acquisizione e raggiunto l'obiettivo, al fine di ovviare alle due problematiche precedenti, le imprese hanno deciso di rivolgersi direttamente al mercato dei capitali, mediante proprie emissioni obbligazionarie, al fine di rimborsare le banche e quindi riqualificare il proprio debito. La riqualificazione del debito è una procedura che non comporta una riduzione del suo ammontare, ma soltanto una traslazione di importi da una tipologia di fonte di finanziamento all'altra. In questo modo si è ottenuto un ri-bilanciamento tra obbligazioni e prestiti bancari, si sono diversificate le fonti di finanziamento, e vi è stata un'estensione della scadenza media del debito. Quest'ultimo obiettivo è fondamentale per le *utility* normalmente caratterizzate da investimenti a lungo termine, sia produttivi che volti all'innovazione dei servizi, delle modalità di erogazione e delle tecnologie utilizzate. Tale

⁹⁸ Il rischio di rifinanziamento si genera quando la scadenza delle operazioni passive è minore di quella delle operazioni attive. In questo caso l'impresa è esposta al rischio di doversi rifinanziare a tassi passivi maggiori di quelli in base ai quali aveva giudicato convenienti i tassi di impiego, che si aggiustano con ritardo rispetto a quelli passivi.

caratteristica pone un problema di *Asset & Liabilities Management*⁹⁹, poiché se attività a lungo termine vengono finanziate con passività a breve termine, non solo si crea un rischio di tasso di interesse e di liquidità al pari delle banche, ma si rischia di rinunciare a quegli investimenti con ritorni più a lungo termine e più incerti (come quelli in nuove tecnologie o nelle energie rinnovabili), che sono invece vitali per questa tipologia di imprese.

Naturalmente le *utility*, per poter sopravvivere alle pressioni provenienti dalle agenzie di rating è necessario che intraprendano un percorso volto alla riduzione del debito pregresso, non solo alla sua riqualificazione, considerando che il livello di indebitamento di questo settore è fra i più alti in Europa. Tale settore sta quindi vivendo una fase di cospicui disinvestimenti¹⁰⁰, naturalmente in un'ottica di rifocalizzazione sul *core business* ed dismissione di *asset* non strategici. Questa scelta di disinvestimento viene accompagnata da politiche di riduzione dei costi e dei dividendi erogati.

E' proprio in questa ottica di de-leveraging e di controllo sul rating che si colloca la scelta di emettere bond ibridi, i quali appunto non solo migliorano i *ratio* finanziari, ma riescono anche a supportare strategie di crescita organica e a migliorare la flessibilità della struttura del capitale. Non a caso molte *utility*, come Enel, evidenziano nel loro *business plan* come l'ibrido sia fondamentale per il raggiungimento degli obiettivi prefissati.

3.3.3 Gli effetti positivi dei bond ibridi sulle utility

La necessità di rafforzare il bilancio è la motivazione principale dell'emissione di bond ibridi da parte delle *utility*: le emissioni sono infatti precedute da un preliminare aumento della leva finanziaria, dalla previsione di flussi di cassa in uscita o da una riduzione della capacità di generarli. Quindi l'emissione di bond ibridi soddisfa le seguenti motivazioni:

⁹⁹ Asset & Liabilities Management è la politica di gestione integrata delle attività e passività aziendali che permettono di tener conto delle differenze di scadenza, del periodo di ridefinizione delle condizioni del tasso di interesse e del pagamento/incasso dei flussi di cassa originati da attività e passività presenti in bilancio.

¹⁰⁰ Nel 2012 i disinvestimenti hanno toccato la cifra record di 35 miliardi di euro (nel 2011 erano 21 miliardi +67%)

1. Come parte di una più ampia strategia di riduzione della leva finanziaria. Numerose grandi *utility* hanno utilizzato gli ibridi come parte di una serie di misure volte alla riduzione dell'indebitamento netto, in risposta alla contrazione dei flussi di cassa operativi. RWE (Baa1 stabile) ed EnBW (A3 negativo) hanno emesso rispettivamente €3.7 miliardi e €1 miliardi nel 2011 e nel 2012, come risposta alla riduzione strutturale della loro capacità di produrre flussi di cassa a causa della decisione del governo di anticipare la chiusura degli impianti nucleari in Germania. Anche la recente emissione di Enel è parte integrante di una serie di azioni volte a ridurre la leva finanziaria, in risposta alla diminuzione dei flussi di cassa sia dei business italiani che spagnoli.
2. Per ridurre la leva finanziaria a seguito di un'acquisizione finanziata con debito. L'emissione di GDF SUEZ di €1.7 miliardi di Luglio scorso è parte di una serie di misure per ridurre l'indebitamento netto dopo la sua acquisizione nel Giugno 2012 del restante 30% di International Power di €8.8 miliardi.
3. Per far fronte a ingenti investimenti di capitale. Sia EDF che National Grid hanno evidenziato, come principale motivazione per le loro ultime emissioni, la necessità di ricercare fondi per i loro programmi di investimento.

Oltre a ridurre la leva finanziaria, mediante l'aggiunta di patrimonio netto nel bilancio, gli ibridi comportano altri numerosi effetti positivi sulla struttura del capitale dell'emittente:

4. Miglioramento della liquidità. Le emissioni di bond ibridi possono aumentare la liquidità mediante la diversificazione degli investitori al di là del semplice detentore di debito puro e aumentando in tal modo il pool di fondi disponibili.
5. Come strumento di gestione del bilancio. I tassi di interesse relativamente bassi hanno permesso alle società di utilizzare gli ibridi per sostituire altri debiti più costosi. Per esempio, l'emissione di €1.7 miliardi, lanciata a Dicembre del 2010 da parte di GDF SUEZ, fa parte del suo programma di riduzione del costo complessivo del debito. L'ibrido è stato emesso in tre tranche con una cedola media del 4,4% ed è stato seguito da una serie di

transazioni di mercato volte al riacquisto di un equivalente ammontare di debito pregresso, avente una cedola media del 5%.

6. Come sostituto dell'emissione azionaria. L'utilizzo degli ibridi come sostituti delle azioni può essere un'opzione utile nel caso in cui l'impresa (*utility*) abbia limitato o nessun accesso al mercato del capitale proprio. Le preoccupazioni circa la diluizione degli utili e la perdita del controllo possono significare che gli emittenti governativi (GRI¹⁰¹) hanno meno flessibilità di accedere al capitale proprio quando l'economia sta vivendo un periodo di stress finanziario. Questo aspetto è particolarmente rilevante per le "EMEA¹⁰² *utility*", i cui due terzi sono GRI. Per esempio, sia Dong che EDF hanno potuto utilizzare gli ibridi per aumentare la presenza dell'*equity* nella loro struttura del capitale, senza far ricorso al proprio azionista di controllo, cioè lo Stato.
7. Riduzione del costo del capitale. Il costo di uno strumento ibrido per l'emittente è un importo intermedio tra il costo dell'*equity* e quello del debito. La possibile deducibilità fiscale degli interessi rende il costo dell'ibrido più basso rispetto a quello del patrimonio netto, ma allo stesso tempo riconosce agli investitori un rendimento più elevato per compensarli dell'assenza delle garanzie tipiche dei creditori e quindi il suo costo risulta più alto rispetto a quello del debito senior. In pratica, è molto improbabile che l'emissione venga approvata, se non nel caso in cui il costo dell'ibrido sia vicino a quello del debito senior, provocando in questo modo una riduzione del WACC. Secondo calcoli empirici, il costo dell'ibrido *aftertax* può risultare fino al 2% più basso rispetto a quello di un'emissione dello stesso ammontare costituita dal 50% di *equity* e 50% da debito.

Gli ibridi, con un certo contenuto di *equity*, possono anche avere effetti positivi sui *ratio* finanziari se paragonati ad una semplice emissione di debito:

¹⁰¹ Government Related Issuers (GRIs) sono imprese di proprietà totale o parziale dello Stato o che abbiano una concessione dall'amministrazione locale o nazionale.

¹⁰² Europe, Middle East and Africa Utility.

- a. Cash Flow Leverage ratio risulteranno più elevati a causa della riduzione degli interessi passivi e del minor ammontare di debito (ridotto dal contenuto di equity dell'ibrido). Per esempio FFO/Debt e RCF¹⁰³/Debt.
- b. Interest Coverage ratio risulteranno più alti grazie all'allocazione di una parte della cedola da interessi a dividendi. Per esempio FFO/Interest Expense.

L'intensità dell'impatto sui coefficienti finanziari di un'impresa dipenderà dalla dimensione dell'ibrido rispetto alla struttura del capitale dell'emittente e da come viene classificato dalle agenzie di rating. Più è elevato il peso dell'ibrido nella struttura del capitale e maggiore è il suo contenuto di *equity*, maggiori saranno gli effetti positivi sui *ratio* finanziari. La Figura 42 riassume l'effetto che gli ibridi emessi nel 2013 avrebbero avuto sui *ratio* FFO e RCF/Debt di sei *utility*.

Si evidenzia:

- a. In accordo con le emissioni delle *utility* avvenute nel 2010, gli ibridi del 2013 sono stati tutti assegnate al basket C da parte di Moody's. Ciò riflette il fatto che il basket C sia considerato il punto di riferimento sia per gli emittenti che per gli investitori.
- b. Nei casi in cui gli ibridi rimangono una parte modesta della struttura del capitale, il miglioramento dei *ratio* finanziari è modesto. Il rapporto FFO/Debt aumenta di 1.2-1.8 punti percentuali per EDF, Veolia e DONG, in cui gli strumenti ibridi rappresentano circa il 10% del debito totale. Per le emissioni proporzionalmente più basse da parte di GDF SUEZ, Iberdrola e National Grid, il miglioramento si restringe.

¹⁰³ Restained Cash Flow è una misura della variazione netta di cassa o di attività assimilabili alla cassa al termine di un periodo finanziario. E' la differenza tra la cassa in entrata e quella in uscita, rappresenta cioè la cassa rimasta dopo che la società ha pagato i costi e i dividendi, e viene tipicamente utilizzata per investire in progetti a VAN positivo.

Figura 42: Impatto degli ibridi sui *ratio* finanziari

	GDF SUEZ	DONG	National Grid	Iberdrola	EDF	Veolia
Hybrid amount (EUR mn)	1,698	700	2,411	525	6,199	1,465
Total adjusted debt (EUR mn)	57,209	7,264	33,188	33,361	59,932	17,002
Hybrid as a proportion of debt	3%	10%	7%	2%	10%	9%
Moody's equity treatment	50%	50%	50%	50%	50%	50%
FFO/net debt incl hybrid (full year)	22.9%	12.0%	15.2%	18.7%	20.9%	19.6%
FFO/net debt excl hybrid	22.5%	10.2%	14.3%	18.5%	19.6%	18.4%
Ratio uplift from hybrid	0.4%	1.8%	0.9%	0.2%	1.3%	1.2%
RCF/net debt incl hybrid	19.2%	8.1%	11.4%	15.4%	16.8%	15.5%
RCF/net debt excl hybrid	18.9%	7.3%	10.9%	15.3%	16.0%	14.7%
Ratio uplift from hybrid	0.3%	0.8%	0.5%	0.1%	0.8%	0.8%

Figura: Bisset N., European utilities: Hybrid Issuance is credit positive, but cannot alone remedy underlying credit weakness, Moody's Research, Settembre 2013. p. 2

Più in generale, l'analisi empirica conferma un certo miglioramento nei coefficienti finanziari, seppur alquanto modesto, specialmente nel caso di società con elevato rating. Mentre l'impatto sarà maggiore per quelle imprese con basso rating ed elevato indebitamento, come DONG.

Infatti le emissioni di ibridi da sole è improbabile che risultino sufficienti a difendere il rating, nel caso in cui l'impresa sia coinvolta in problematiche finanziarie che minino la sua esistenza. L'effetto positivo dell'ibrido sulla qualità creditizia dell'emittente risulta migliore quando l'emissione fa parte di un più ampio insieme di misure complementari volte a difendere il profilo di rischio dell'emittente. Queste misure, come si è evidenziato in precedenza, includono riduzione di costi (efficientamento), la selezione di pochi investimenti strettamente necessari e a VAN positivo, cessione di *asset* non strategici e talvolta emissioni di azioni. Le strategie adottate da Veolia, RWE e EnBW, che hanno emesso ibridi negli anni trascorsi per ridurre la leva finanziaria a fronte della futura contrazione dei flussi di cassa, includono due o più di queste misure. Inoltre l'emissione di strumenti ibridi, come parte integrante di un piano più ampio di operazioni volte a migliorare la solidità finanziaria può trasmettere al mercato la volontà del management di utilizzare tutte le leve a sua disposizione per difendere il rating.

Le *utility* continueranno ad utilizzare gli strumenti ibridi essenzialmente come fonte difensiva di finanziamento, in grado di rafforzare il bilancio nelle difficili condizioni

di mercato attuali. La maggior parte di tali emissioni proverrà dalle *utility* non regolamentate, come reazione alla debolezza delle condizioni di mercato e alla conseguenziale incertezza dei loro utili. Quindi, condizioni di mercato permettendo, gli ibridi continueranno ad avere valore ed ad apportare benefici come parte integrante di una serie di misure difensive, mentre la loro diffusione potrebbe venire arrestata da un cambio nella propensione al rischio degli investitori e quindi nella loro domanda. La richiesta di ibridi scende notevolmente, come è già successo in passato, nei periodi in cui aumenta la volatilità del mercato.

Sulla base delle considerazioni fatte in questo capitolo, in termini di caratteristiche dell'emittente, settore di appartenenza, cambiamenti strutturali nei prezzi e nella domanda e pressione sul rating, si è cercato di stilare una lista dei nuovi possibili emittenti (Figura 43). Grazie ad un report pubblicato da Unicredit¹⁰⁴, è ragionevole ritenere che tali nuovi candidati continueranno ad appartenere principalmente ai settori *capital intensive*, come quello delle telecomunicazioni e delle *utility*.

Figura 43: Nuovi possibili emittenti di bond ibridi

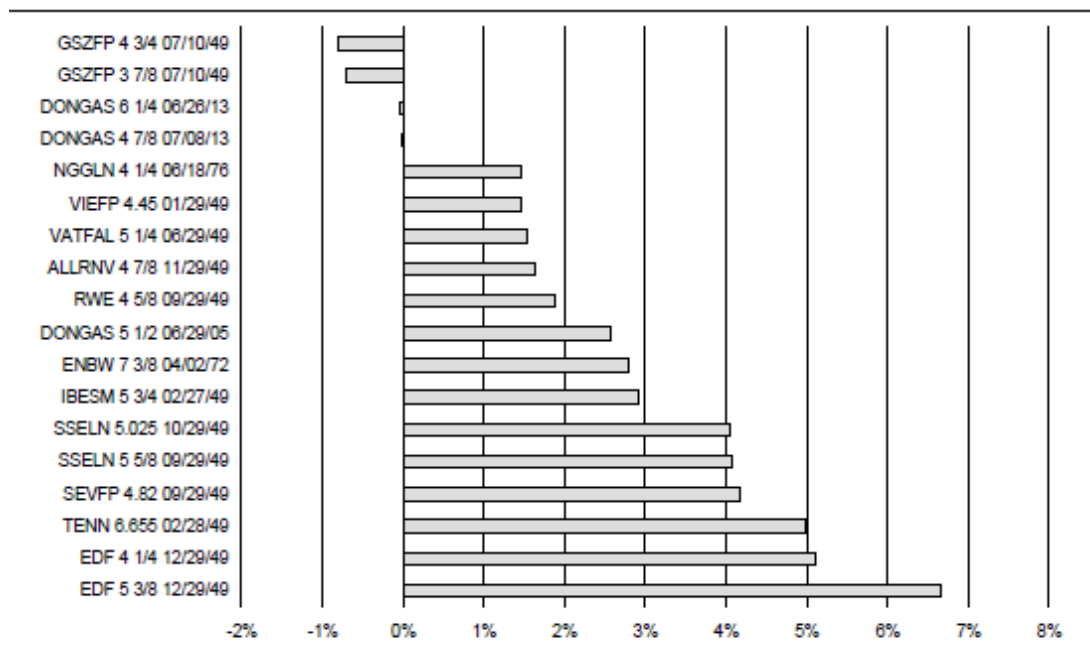
Issuer	Sector	Rating	Why?	Comment
Alstom	IGS	Baa3n/BBBn	Rating pressure	Hybrid issuance could be one of the company's measures to ease rating pressure and stabilize its rating in the investment-grade area. Hence, the probability that Alstom will issue is relatively high
America Movil	TEL	A2s/A-s/As	Acquisition financing	Hybrid issuance could be used to mitigate the potential credit negative impact from additional acquisitions in the future
GDF Suez	UTS	A1n/An/--	Rating pressure	Further hybrid issuance could be used by the company to further optimize its balance sheet structure and stabilize the A range rating
Iberdrola	UTS	Baa1n/BBBs/BBB+wn	Shareholder remuneration	Iberdrola has already announced its intention to issue another hybrid bond
K+S	CHE	Ba1s/BBBn	Rating pressure	K+S faces high capex for a greenfield investment over 2014-2016 at a time when operating cash flows are under pressure due to industry challenges
Lanxess	CHE	Baa2n/BBBn/BBBn	Rating pressure	Hybrid issuance could strengthen rating positioning
Metro	RET	Baa3s/BBB-s/BBBn	Rating pressure	Metro has had some trouble stabilizing its credit profile as divestments are pending. A hybrid might help to mitigate rating pressure
Mondi	BAS	Baa3s/BBB-s	Acquisition financing	While Mondi remains committed to an IG rating, it is looking to further expand via acquisitions in the field of consumer packaging, particularly in emerging markets
Snam	UTS	Baa1s/BBB+n/--	Acquisition financing	Ambitious capex plan, inherent M&A appetite, while it remains committed to its current balance-sheet strength
Südzucker	CON	Baa1s/BBB+p/-	Refinance existing hybrid	Perpetual call 06/30/15, issuance of a new hybrid (replacement language)
Telefonica	TEL	Baa2n/BBBn/BBB+n	Acquisition financing/rating pressure	Hybrid issuance could be used to mitigate the potential credit-negative impact from additional acquisitions in the future or to achieve the target net-debt reduction of the company
Telenor	TEL	A3s/A-p/--	Acquisition financing	Hybrid issuance could be used to mitigate the potential credit-negative impact from potential bigger investments in the future; we note there is no indication of the company moving in this direction for the time being
TeliaSonera	TEL	A3s/A-s/A-s	Acquisition financing	Hybrid issuance could be used to mitigate the potential credit-negative impact from potential bigger investments in the future; we note there is no indication of the company moving in this direction for the time being
ThyssenKrupp	IGS	Ba1n/BBn/BB+n	Rating pressure	The intention to issue a hybrid would be driven by balance-sheet management (improve gearing) rather than to improve/stabilize the rating (already in non-IG at Moody's)
Vattenfall	UTS	A3s/A-s/A-n	Rating pressure	The company has said that it is observing the hybrid market; inherent rating pressure
VW	ATO	A3p/A-p/A-p	Acquisition financing	The funding of VW's public offer for the remaining Scania shares (acceptance period expires on or about 25 April 2014) will be from VW's net liquidity and partially refinanced with up to EUR 2.0bn from the issuance of new VW preference shares plus the issuance of new hybrid capital

¹⁰⁴ Reichuber S., Corporate Hybrid Update, UniCredit Research, Marzo 2014.

3.3.4 Performance finanziaria

Il rendimento complessivo dei titoli subordinati emessi da società non finanziarie (iBoxx Non-Financials Subordinated) è risultato pari al 2,8% YTD nel 2013, rispetto allo 0,4% registrato dai bond senior emessi da società finanziarie (iBoxx Non-Financials) e allo 0,9% registrato sui bond senior emessi dalle *utility*. Tale performance è inferiore rispetto ai livelli del 2012, ma conferma comunque la relativa appetibilità di tali strumenti. Il maggior rendimento è giustificato dal fatto che i bond ibridi continuano a mantenere una volatilità maggiore rispetto alle obbligazioni senior, dovuta alla presenza di caratteristiche assimilabili al patrimonio netto, e tale volatilità aumenta all'aumentare del rischio (rating inferiore). Infatti si osserva che i titoli subordinati hanno registrato prestazioni significativamente superiori ai bond senior fino a Maggio, ma poi a giugno gli ibridi hanno subito un'inflessione pronunciata: il rendimento è stato negativamente influenzato dalla volatilità che ha caratterizzato il mercato a causa all'intenzione della FED di concludere con il programma a sostegno dell'economia. Già a partire da luglio, gli ibridi hanno ricominciato ad avere una performance elevata, registrando livelli leggermente inferiori rispetto a quelli precedenti all'inflessione.

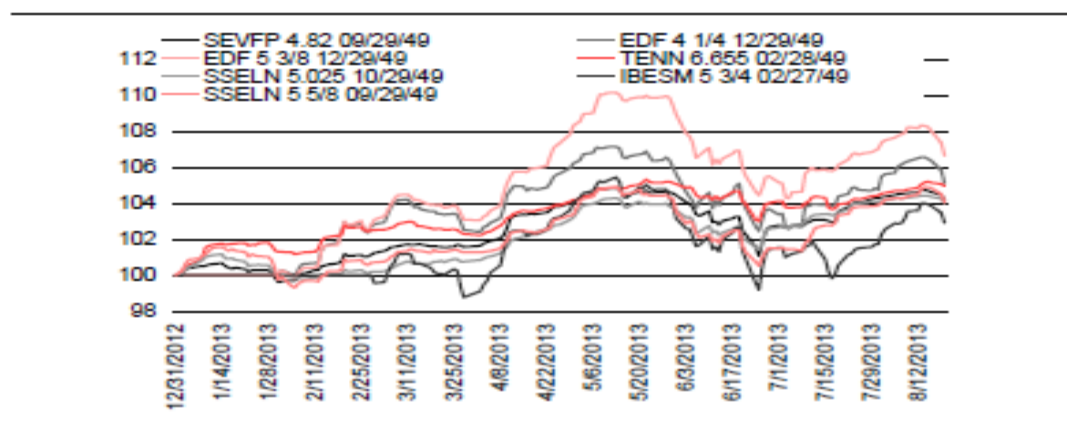
Figura 44: Rendimento (Total Return) degli ibridi emessi dalle *utility*



Reichuber S., Utility hybrids - spoiled for choice, UniCredit Credit Research, agosto 2013.

Sulla base del rendimento complessivo, gli ibridi emessi da EDF (Figura 45) risultano quelli che hanno performato meglio nel 2013: emessi a gennaio, tali bond hanno attratto l'interesse di quegli investitori desiderosi di esporsi nei confronti di una società forte finanziariamente (EDF ha rating A). I bond ibridi hanno sottoperformato durante maggio e giugno, per poi mostrare una forte ripresa, sostenuta dai risultati positivi avuti nella prima metà del 2013.

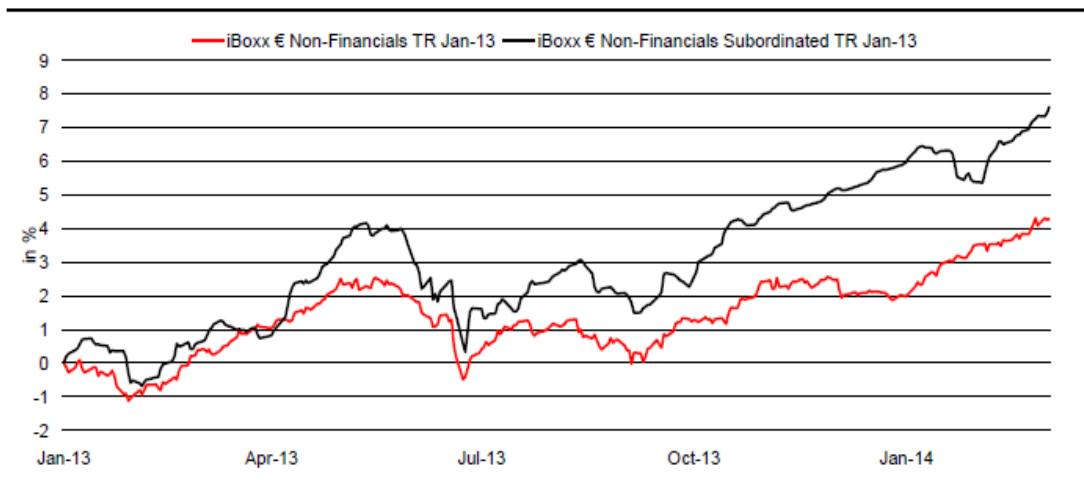
Figura 45: Le utility che hanno performato meglio nel 2013



Fonte: Bloomberg

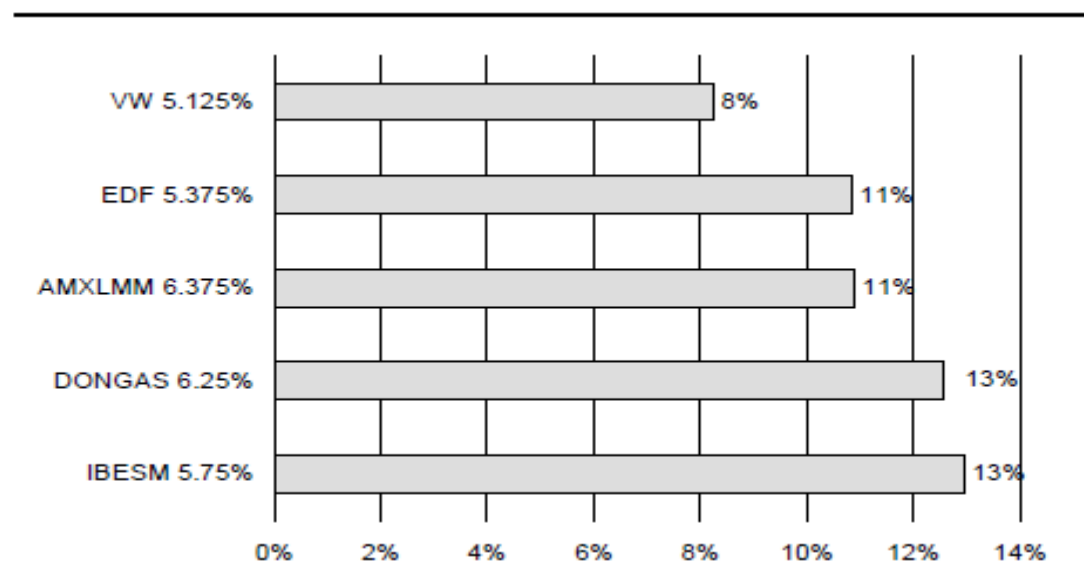
Il rendimento complessivo dei titoli subordinati emessi da società non finanziarie (iBoxx Non-Financials Subordinated) è risultato pari al 6,8% negli ultimi 12 mesi (fino a marzo 2014), significativamente superiore rispetto a quello dei bond senior (rendimento del 3,9% nello stesso periodo). Tale rendimento è inferiore ancora una volta a quello registrato nel 2012 (16% per i subordinati e 11% per i senior), ma rappresenta comunque un livello interessante nell'odierno contesto di bassi tassi d'interesse. Dall'inizio del 2014 gli ibridi hanno registrato una performance inferiore rispetto ai bond senior nei mesi di gennaio febbraio, a causa delle preoccupazione dei mercati emergenti che colpiscono i rendimenti degli ibridi più fortemente di quelli dei senior (Figura 46). Infatti il rendimento totale degli ibridi si aggira intorno al 1,5%, rispetto al 2,3 % dei senior. Sulla base del rendimento complessivo, gli ibridi emessi da Iberdola e Dong Energy sono stati quelli che hanno performato meglio (Figura 47).

Figura 46: Rendimento dei bond ibridi dall'inizio del 2013



Fonte: Fonte: Reichuber S., Corporate Hybrid Update, UniCredit Research, Marzo 2014, p. 5

Figura 47: Le *utility* che hanno performato meglio fino a marzo 2014



Fonte: Bloomberg

4. Caso ENEL

4.1 Enel: multinazionale dell'energia

4.1.1 Evoluzione storica di Enel

L'Ente Nazionale per l'Energia Elettrica nasce con il compito di esercitare le attività di produzione, importazione ed esportazione, trasporto, trasformazione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica. L'Enel inizia la sua attività nel 1963, con il graduale assorbimento delle imprese elettriche allora esistenti: un processo di acquisizione, terminato nel 1995, di ben 1.270 aziende. Fino al 1962, il 70% dell'energia elettrica viene prodotta dagli impianti idroelettrici. In seguito, il Boom economico richiede l'aumento della capacità produttiva, attraverso investimenti prevalentemente sul settore termoelettrico. Negli anni Sessanta prende avvio il progetto di ampliamento e razionalizzazione della rete di trasmissione e interconnessione a 380 kV, con l'obiettivo della gestione coordinata dei diversi centri di produzione esistenti e la connessione con i centri di consumo. La crisi petrolifera degli anni '70 impone infine una ridefinizione delle strategie, in chiave di risparmio energetico e diversificazione delle fonti, attraverso la realizzazione di impianti nucleari e idroelettrici a pompaggio.

Alla fine degli anni Settanta le misure adottate per rispondere alla prima crisi petrolifera, gli alti costi di gestione degli impianti tradizionali e la necessità di una maggiore efficienza, orientano Enel verso la diversificazione delle fonti energetiche e una maggiore attenzione al risparmio energetico. Dalla metà degli anni Ottanta, l'azienda introduce una serie di misure atte a ridurre l'inquinamento e ridefinire l'identità del sistema di produzione: il piano energetico del 1986 presenta, per la prima volta, un paragrafo su ambiente e sicurezza. Nel 1985 entra in funzione un nuovo sistema di controllo della produzione e trasmissione, uno dei più avanzati al mondo, con sede a Roma, presso la quale giungono le telemisure e le telesegnalazioni dai nodi della rete e dalle centrali: l'analisi in tempo reale di questi dati consente la massima sicurezza e continuità del servizio e il minimo costo. Negli stessi anni Enel avvia un programma di sperimentazione ed intensificazione dell'uso di fonti rinnovabili che prevede:

- lo sfruttamento delle residue risorse idroelettriche;

- il potenziamento della capacità geo-termoelettrica;
- l'avvio nel 1984 della sperimentazione nel settore eolico, con il progetto Vele, nell'Alta Nurra in Sardegna e lo sviluppo di centrali fotovoltaiche da utilizzare in rete o per alimentazione di utenze isolate come nei progetti a Vulcano e Adrano in Sicilia.

Nel 1987 il referendum abrogativo sul nucleare interrompe il piano di crescita programmato sul settore. Il Governo sospende i lavori di costruzione del nuovo impianto a Montalto di Castro e avvia la chiusura e riconversione dei 4 impianti già esistenti.

All'inizio del '91 il Parlamento dà avvio alla liberalizzazione del settore della produzione di energia elettrica e consente a Enel di promuovere, in Italia e all'estero, la costituzione di Società per Azioni o di assumere partecipazioni per attività riconducibili ai fini dell'Ente. Negli anni '90 Enel muta il proprio volto: l'azienda, seconda compagnia elettrica mondiale dopo Electricité de France, si prepara alla trasformazione da Ente a Società per Azioni. Dal momento della sua costituzione, Enel ha raggiunto tutti i principali obiettivi della sua missione, tranne rendere il Paese autosufficiente dal punto di vista energetico. La rinuncia al nucleare nel 1987 ha costretto a una dipendenza energetica dall'estero pari al 16% del fabbisogno nazionale. Gli investimenti maggiori vengono quindi orientati verso l'utilizzo del gas metano.

La ricerca legata alle fonti rinnovabili rappresenta un'altra prospettiva importante per la generazione di energia elettrica. Nel 1994 e 1995 viene inaugurata una centrale solare fotovoltaica da 3 MW a Serre Persano (Salerno), la più grande in esercizio nel mondo; nell'Alta Nurra, in Sardegna, viene messo in opera l'aerogeneratore Gamma 60 da 1 MW, mentre centrali eoliche entrano in esercizio a Frosolone (Molise) e Collarmele (Abruzzo). Sempre nel 1995 vengono definite in modo organico le norme per la regolamentazione del servizio elettrico. Fra queste, l'uniformità delle tariffe elettriche su tutto il territorio nazionale, il reintegro all'Enel e alle imprese appaltatrici degli oneri connessi all'abbandono del nucleare, la disciplina della concessione delle attività elettriche. Nel 1996 nell'area sperimentale di Suvereto, Enel completa la linea pilota ad altissima tensione a 1.050 kV, importante traguardo che qualifica l'azienda sul mercato internazionale.

Il 1999 è un anno fondamentale nella storia di Enel. Il “Decreto Bersani” stabilisce la liberalizzazione del settore elettrico nazionale, con la separazione societaria delle attività di produzione, trasmissione, distribuzione e vendita, e l’obbligo di una riduzione della capacità produttiva dell’azienda. Il 1999 è anche l’anno della privatizzazione di Enel e del debutto in Borsa, con la collocazione sul mercato di quasi 4 miliardi di azioni (la maggiore offerta pubblica in Europa e la seconda al mondo per valore e per numero di sottoscrittori). Dal 2 novembre le azioni Enel sono quotate alla Borsa Italiana e al New York Stock Exchange.

Nel 2001 Enel inizia il processo di internazionalizzazione, con alcune importanti operazioni in Spagna, Stati Uniti, Canada e Brasile, come l’acquisizione della spagnola Viesgo¹⁰⁵, la realizzazione di una centrale eolica negli Stati Uniti e di una centrale a biomasse in Canada e la costruzione di una linea di trasmissione ad alta tensione lunga 1.095 km in Brasile¹⁰⁶.

Nel 2002 Enel completa le dismissioni di capacità produttiva previste dal decreto Bersani: in questo anno sostanzialmente si conclude il processo di riduzione delle dimensioni di Enel imposto per legge nell’ambito della liberalizzazione del mercato elettrico italiano e viene avviato il processo di rifocalizzazione sul settore preminente di attività, l’energia, con l’obiettivo di crescere e diventare il principale produttore e distributore di elettricità e gas. Il 28 marzo 2002 il Gruppo Enel si dota di un codice etico che esprime gli impegni e le responsabilità nella conduzione degli affari e delle attività aziendali assunti dai collaboratori di Enel, siano essi amministratori o dipendenti.

Nel 2003 Enel viene ammessa nel gruppo delle prime 50 aziende europee, che coniugano il business con piani e principi di sostenibilità sociale e ambientale ed è l’unica impresa di pubblica utilità presente. L’anno seguente fa registrare l’inclusione nel *Dow Jones Sustainability Index*, il prestigioso indice borsistico globale, che annovera le imprese che hanno tenuto comportamenti di eccellenza in ambito economico-finanziario, ma anche nel rispetto per l’ambiente e nell’impegno nella società.

¹⁰⁵ Viesgo operava nella generazione e distribuzione di energia elettrica con una capacità di circa 2.400 MW

¹⁰⁶ Nel marzo 2002 viene inoltre siglato un accordo per la costruzione di un tratto di linea ad alta tensione lungo 1.278 km, che collegherà il nord al sud del Brasile.

Nel febbraio 2005 Enel acquista il 66% della società elettrica Slovenské Elektrárne (SE), il maggior produttore di energia elettrica della Slovacchia e il secondo dell'Europa Centro-orientale. Tra maggio e settembre dello stesso anno, come previsto dalla legge, Enel cede le quote nel capitale di Terna, un atto che garantisce la piena indipendenza della rete nazionale di trasmissione e l'assoluta imparzialità nell'accesso al mercato a tutti gli operatori. Nello stesso anno Enel emette sul mercato obbligazioni per un valore di un miliardo di euro.

Nel 2006 viene finalizzato il *closing* per il 66% di Slovenské Elektrárne e a dicembre viene completata l'uscita dal settore delle telecomunicazioni, con il trasferimento del 26,1% del capitale di Weather, società che a sua volta possiede l'intero capitale di Wind. È l'atto definitivo nella strategia di rifocalizzazione sul *core business*. Nello stesso mese viene presentato un piano a favore dell'ambiente che ha pochi paragoni nel mondo: Enel prevede di investire oltre quattro miliardi di euro in cinque anni per le rinnovabili e per la ricerca e l'applicazione delle migliori tecnologie di abbattimento delle emissioni. L'obiettivo è produrre energia a costi contenuti, nel rispetto dell'ambiente, e contribuire a ridurre i rischi del mutamento climatico: a regime, si eviterà l'emissione in atmosfera di quattro milioni di tonnellate di CO₂ all'anno.

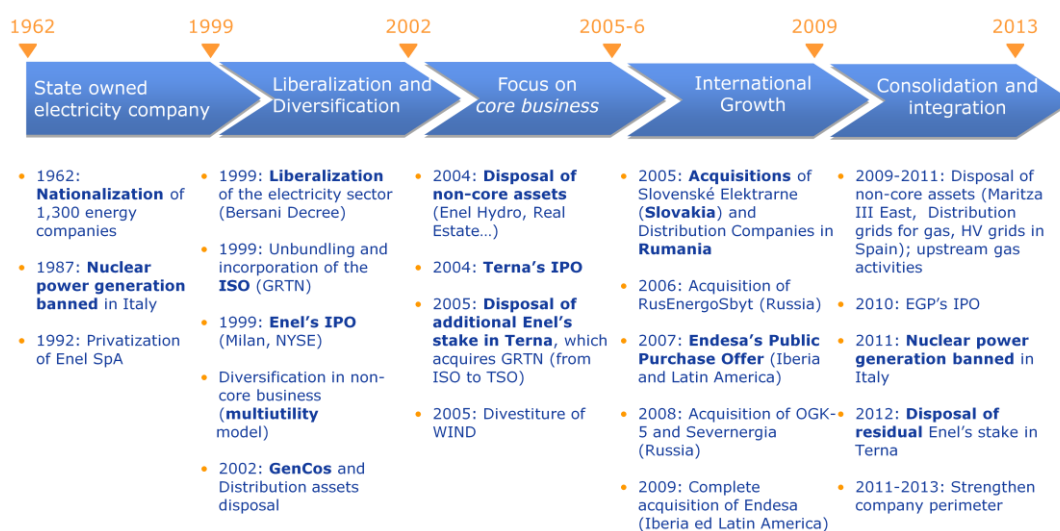
All'inizio di ottobre del 2007, assieme al partner spagnolo Acciona, Enel conclude positivamente un'Offerta Pubblica congiunta sull'intero capitale di Endesa, la principale azienda elettrica spagnola, arrivando a detenere il 92,06% del capitale azionario di Endesa.

Il 2008 ha visto il consolidamento di Enel come multinazionale presente in 22 paesi. L'azienda ha recuperato la propria cultura nucleare in Slovacchia, Spagna e Francia ed ha aumentato l'impegno sul fronte delle fonti rinnovabili (a dicembre è nata Enel Green Power, società leader mondiale nel settore) e del carbone pulito, in Italia e nel mondo. Enel ha dunque intrapreso un percorso fatto di nuove sfide e nuove opportunità di business che le ha permesso di conseguire eccellenti risultati e di impegnarsi nel raggiungimento di traguardi sempre più ambiziosi. Per questo, nel 2008, si è data una nuova *mission*: generare e distribuire valore nel mercato internazionale dell'energia, a vantaggio delle esigenze dei clienti, dell'investimento

degli azionisti, della competitività dei paesi in cui opera e delle aspettative di chi lavora con l'azienda

Il 4 novembre 2010, Enel Green Power comincia la sua avventura in Borsa nei listini di Milano e Madrid. La società del Gruppo Enel interamente dedicata alle rinnovabili è leader mondiale nel settore, con un business integrato a livello internazionale grazie alla presenza in 16 Paesi del mondo, dall'Europa al Nord America e all'America Latina. Proprio negli stessi giorni, il Gruppo festeggia i dieci anni di presenza nel mercato nordamericano, dove opera in venti Stati degli Usa e in due province del Canada.

Figura 48: di Enel - Da società monopolistica a leader internazionale



Fonte: Enel

4.1.2 Enel di oggi

Enel è la più grande azienda elettrica d'Italia e la seconda *utility* quotata d' Europa per capacità installata. È uno dei principali operatori integrati nei settori dell'elettricità e del gas di Europa e America Latina. Il Gruppo è presente in 40 paesi del mondo su 4 continenti, operando nel campo della generazione con una capacità installata netta di oltre 98 GW e distribuendo elettricità e gas a circa 61 milioni di clienti grazie a una rete di circa 1,9 milioni di chilometri (Figura 49).

Figura 49: Enel oggi - Perimetro del Gruppo tra il 2005 e il 2013

	2005	2013	Δ
Paesi di presenza [num]	11	40	3,6 x
Capacità Installata [GW]	46	99	2,1 x
Produzione elettrica [TWh]	126	286	2,3 x
Clienti [num]	~34 mln	~61 mln	1,8 x
Lunghezza Reti [km]	1,1 mln	1,9 mln	1,7 x
Dipendenti [num]	51.778	71.394	1,4 x
Ricavi [Mld€]	34	81	2,3 x
EBITDA ² [Mld€]	8	16	2 x
CAPEX ³ [Mld€] di cui Italia	18 (2006-10) 16,5⁴	26 (2014-18) 8,4	1,4 x

1. Dati al 31 dicembre
 2. EBITDA ordinaria
 3. Al netto dei contributi di allacciamento
 4. Dati di consuntivo

Fonte: Enel

In Italia Enel opera nel campo della generazione di elettricità da impianti termoelettrici e rinnovabili con circa 40 GW di capacità installata. Di questi, più di 3 GW prodotti da impianti rinnovabili sono gestiti attraverso Enel Green Power. Inoltre, Enel gestisce gran parte della rete di distribuzione elettrica del paese e offre soluzioni integrate di prodotti e servizi per l'elettricità e il gas ai suoi 31 milioni di clienti¹⁰⁷.

Nel 2013 Enel ha conseguito ricavi per circa 80,5 miliardi di euro. Il margine operativo lordo si è attestato a circa 17 miliardi di euro mentre l'utile netto ordinario del Gruppo è stato di circa 3,1 miliardi di euro; nel Gruppo, al 31 dicembre 2013, lavorano più di 71.000 persone. Enel gestisce un parco centrali molto diversificato tra idroelettrico, termoelettrico, nucleare, geotermico, eolico, fotovoltaico e altre fonti rinnovabili. Oltre il 42% dell'energia elettrica prodotta da Enel lo scorso anno è priva di emissioni di anidride carbonica. Enel è fortemente impegnata nel settore delle energie rinnovabili, nella ricerca e nello sviluppo di nuove tecnologie amiche dell'ambiente. Enel Green Power (EGP) è la società del Gruppo Enel quotata in borsa dedicata allo sviluppo e alla gestione della produzione elettrica da fonti

¹⁰⁷ <http://www.enel.it/it-IT/azienda/profilo/>

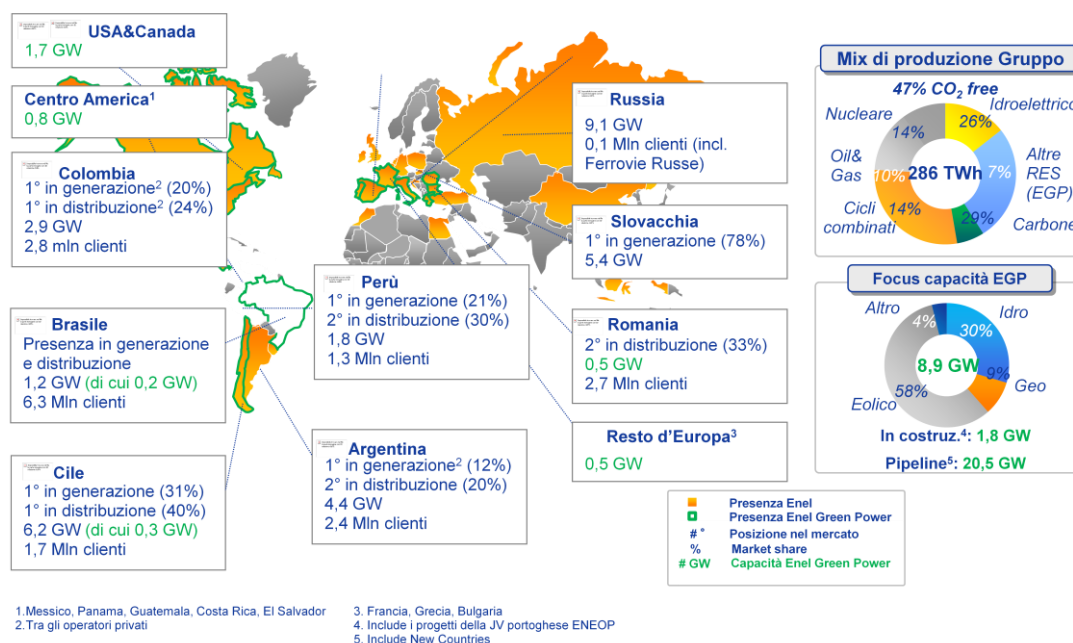
rinnovabili, che gestisce circa 8,9 GW di capacità installata proveniente da impianti idrici, eolici, geotermici, fotovoltaici, biomasse e cogenerazione in Europa e nelle Americhe.

Quotata dal 1999 alla Borsa di Milano, Enel è la società italiana con il più alto numero di azionisti, 1,2 milioni tra retail e istituzionali. Il principale azionista di Enel è il Ministero dell'Economia e delle Finanze con il 31,24% del capitale. Altre 14 società del Gruppo sono quotate sulle Borse di Italia, Spagna, Russia, Argentina, Brasile, Cile e Perù. Grazie al codice etico, al bilancio di sostenibilità, alla politica di rispetto dell'ambiente e di adozione delle migliori pratiche internazionali in materia di trasparenza e di corporate governance, tra gli azionisti di Enel figurano i maggiori fondi di investimento internazionali, compagnie di assicurazione, fondi pensione e fondi etici.

Completata la fase di crescita internazionale, Enel è ora impegnata nel consolidamento delle attività acquisite e nell'ulteriore integrazione del suo business. Nella penisola Iberica, Enel possiede il 92,06% del capitale azionario di Endesa, la principale società elettrica in Spagna e Portogallo con più di 24 GW di capacità installata e una forte presenza nel settore della distribuzione e nella vendita di servizi per elettricità e gas ad oltre 12 milioni di clienti. Nella regione, EGP gestisce impianti di generazione da rinnovabili per 1,9 GW. In Europa, Enel è anche presente in Slovacchia, dove detiene il 66% della società elettrica Slovenské Elektrárne, il primo produttore di energia elettrica della Slovacchia e il secondo dell'Europa centro-orientale con una capacità installata di circa 5,4 GW. In Francia, Enel è attiva nella vendita di elettricità e gas e nella generazione da fonti rinnovabili. In Romania, il Gruppo fornisce energia a 2,7 milioni di clienti grazie alla sua rete di distribuzione. In Romania come in Grecia, EGP detiene e gestisce impianti di generazione da fonti rinnovabili. In Russia, Enel opera nel campo della generazione, settore in cui la controllata Enel OGK-5 detiene oltre 9 GW di capacità termoelettrica. Nel settore della vendita, Enel possiede il 49,5% di RusEnergoSbyt, uno dei più grandi trader privati di energia elettrica del paese. In America Latina, tramite Endesa e le sue filiali in 5 paesi, il Gruppo Enel rappresenta il più grande operatore privato con più di 17 GW di capacità installata da termoelettrico, idroelettrico e altre fonti rinnovabili, contando su 14,4 milioni di clienti. Nel campo della generazione, Endesa possiede e

gestisce 4,4 GW in Argentina, 1 GW in Brasile, 5,9 GW in Cile, 2,9 GW in Colombia e 1,8 GW in Perù. Nel settore della distribuzione, il Gruppo opera nello stato di Cearà in Brasile e in cinque delle più grandi città del Sud America: Rio de Janeiro, Bogotá, Buenos Aires, Santiago del Cile e Lima. Nel campo della trasmissione, Endesa gestisce una linea di interconnessione fra Brasile e Argentina. In Cile e Brasile, oltre che in Costa Rica, Guatemala, Panama, e Messico, EGP Latin America gestisce impianti eolici ed idroelettrici per oltre 1 GW. In America del Nord, EGP North America ha impianti idroelettrici, geotermici, eolici, solari e biomasse per oltre 1,6 GW. In Africa, Enel è presente nel settore del gas upstream grazie alla sua partecipazione nello sviluppo di giacimenti di gas in Algeria ed Egitto. Tramite Endesa, Enel gestisce un impianto termoelettrico anche in Marocco. In Sudafrica, Enel Green Power si è aggiudicata contratti di fornitura di energia fotovoltaica ed eolica per un totale di 513 MW nel quadro di una gara pubblica per le energie rinnovabili promossa dal governo sudafricano¹⁰⁸.

Figura 50: Posizionamento di Enel



Fonte: Enel

¹⁰⁸ http://www.enel.com/it-IT/doc/group/profile/enel_profilo_societario.pdf

4.2 La strategia di Enel dopo la liberalizzazione

4.2.1 La strategia di diversificazione e l'epoca della multi-utility

L'Italia è stato uno dei paesi europei che più ha creduto nella liberalizzazione del mercato energetico e ciò è evidente nel Decreto 79/99 che ha recepito la direttiva europea, il cosiddetto Decreto Bersani. Le decisioni rilevanti per ridurre la posizione dominante di Enel sono state le seguenti¹⁰⁹:

1. L'obbligo di cedere entro il 2003 almeno 15.000mw (tre GENCO) su un totale di 57.000 detenuti (più di un quarto del totale).
2. L'obbligo di cedere, se richiesto, le reti di distribuzione nei comuni dove un altro operatore serviva il 20% degli utenti (ciò ha comportato la cessione di 1,5-2 milioni di clienti vincolati dei 29 milioni serviti).
3. Lo scorporo della funzione di dispacciamento e di gestione del sistema ad un nuovo gestore (GRTN) trasferito sotto il controllo diretto del Ministero del Tesoro.
4. La creazione della società TERNIA a cui è stata affidata la gestione e la proprietà della rete di trasmissione, anche se rimasta nel perimetro Enel (oggi riaccorpata al GRTN e quotata in borsa). L'Italia adottò il modello californiano, cioè ISO (*Independent system operator*) distinto dal proprietario della rete. Soluzione che ha deluso le aspettative, facendo crollare gli investimenti in manutenzione e sviluppo della rete di trasmissione nazionale.
5. La "deverticalizzazione" dell'Enel, attuata tramite la sua trasformazione in S.p.A. e la creazione di una Holding con società separate a livello gestionale per le attività di produzione, trasmissione, distribuzione e vendita ai clienti finali idonei.
6. La fine del monopolio legale di Enel, autorizzando nuovi soggetti a entrare nei mercati della produzione, distribuzione e vendita dell'energia elettrica, limitando al 50% entro il 2003 la quota di mercato detenibile da ciascun operatore. A tal scopo è stata prevista e attuata la dismissione di 15.000 MW di capacità di

¹⁰⁹ Notargiovanni A., Degrassi G., Sanna R., Governare la Riforma. Imprese, sindacato e regole nel mercato dell'energia, IRES, 2006. p. 26

generazione. Tale capacità è stata suddivisa in tre compagnie di generazione (denominate Genco, ovvero Elettrogen, Eurogen e Interpower) e messe sul mercato.

7. Riguardo alla distribuzione, che è esercitata in regime di concessione, il decreto Bersani prevede la razionalizzazione dell'assetto su scala nazionale attraverso l'obbligo di aggregazione fra operatori, al fine di consentire l'operare di un unico distributore per ambito comunale e di aumentare l'efficienza del sistema. In più ha imposto a Enel di costituire una società (Enel Distribuzione) separata da quella di distribuzione per la vendita di energia elettrica ai clienti idonei.

La vera novità che deriva dal processo di liberalizzazione è la trasformazione che subisce la strategia della società: Enel sceglie di diversificare il proprio campo di attività sino ad allora concentrato nell'elettricità, e di allargare il campo di azione verso altri settori contigui ed appetibili (es. Telecomunicazioni). Enel diventa *multiutility*.

Vediamo di ricostruire le motivazioni che portarono a questa scelta e che allora sembrò positiva e l'unica possibile, condivisa dal sindacato. La Legge Bersani, che aveva recepito la direttiva europea, riguardante il settore elettrico, aveva fatto due scelte molto coraggiose ma penalizzanti per Enel, finalizzate alla creazione di nuovi operatori nella generazione di energia elettrica, indispensabili se si voleva creare una vera concorrenza:

1. Enel non avrebbe potuto produrre più del 50% dell'energia generata nel mercato italiano (tetto alla produzione);
2. Enel avrebbe dovuto dimettere centrali di produzione per una potenza pari a 15 mila mv (dimagrimento), da cedere ad altri nuovi operatori al di fuori delle aziende locali a proprietà pubblica che non avrebbero potuto detenere la maggioranza.

Dalle costole dell'Enel dovevano prendere vita i suoi futuri concorrenti. Così fu fatto e, con la scadenza ultima 1° gennaio 2003, Enel collocò sul mercato le tre nuove società di generazione "generation companies" quali: Elettrogen, Eurogen, Interpower. A fronte di due vincoli così cogenti, tetto e dimagrimento, il futuro sviluppo di Enel non poteva che proiettarsi in altri settori di attività. L'attenzione di

Enel si concentrò allora nella diversificazione verso le telecomunicazioni, le risorse idriche, il gas. Il 1° aprile 1999 Enel conferì alla Wind Telecomunicazioni il ramo d'azienda operante nelle telecomunicazioni. In un momento in cui tutto lasciava prevedere un forte sviluppo della telefonia mobile ed una evoluzione della rete fissa, con la eventuale possibilità di trasmettere informazioni anche attraverso i fili della corrente elettrica, si rafforzò l'idea di "convergenza tra telecomunicazioni ed elettricità". L'Enel, raccogliendo un consenso unanime, decise di sviluppare le proprie potenzialità nel settore ed investì in Wind.

Il secondo settore scelto da Enel per la diversificazione fu quello dell'acqua: Enel Hydro, nacque nel gennaio del 2000, mediante l'incorporazione di Ismes, che svolgeva attività di ingegneria e costruzioni nel campo idroelettrico. Lo sviluppo di questo nuovo ramo di attività trovò un ostacolo significativo nelle vicende che videro l'Enel potenziale acquirente dell'Acquedotto pugliese, la più grande azienda acquedottistica d'Europa, con milioni di utenti in Puglia, Basilicata e parte della Campania. Proprietari della società sono il Ministero del Tesoro e la Regione Puglia. Il contratto sembrava perfezionato ma l'opposizione del governatore della regione prima e il subentro del governo Berlusconi poi (2001), favorirono il mancato accordo. Il successivo mutamento di strategie dell'Enel, seguito alla presidenza Scaroni, ha portato di recente, 2004, al disimpegno progressivo di Enel dal settore idrico ed alla cessione della capogruppo a C.G. des Eaux spa.

Nella seconda metà degli anni '90 si afferma anche in Italia, una nuova tecnologia per la produzione dell'energia elettrica, che porta quasi al raddoppio del rendimento elettrico degli impianti e ad un significativo abbattimento delle emissioni di CO₂: la tecnologia dei cicli combinati. Già l'ente di stato, dopo i risultati avversi al nucleare del referendum 1989, aveva trasformato numerose centrali in "policombustibili": in uno stesso impianto a vapore poteva essere bruciato uno qualsiasi dei combustibili tradizionali e anche il metano. La scelta dell'uso del metano fu imposta all'Enel, dopo il referendum nucleare, per la riconversione di Montalto di Castro (4000 mw), ma il metano serviva in ogni caso anche in altre centrali per rispettare i tetti alle emissioni imposte dalla nuova normativa ambientale europea. L'Enel compì la scelta coraggiosa di approvvigionarsi direttamente di metano, attraverso un contratto della durata di circa dieci anni sottoscritto con la Nigeria, e progettò un sistema di

trasporto allora innovativo, come quello del GNL (Gas Naturale Liquefatto), che prevedeva una fase di liquefazione nel paese di origine, il trasporto liquido in gasiere e la rigassificazione nel punto di approdo. Enel progettò il rigassificatore tra Civitavecchia e Montalto di Castro. A fronte del conflitto ambientale nato attorno al rigassificatore, il nuovo consiglio di amministrazione di Enel (Testa e Tatò) rinunciò all'impianto e dal 2000 il gas liquefatto di Enel sbarca in Francia e arriva presso le centrali del gruppo trasportato da Gas de France e Snam Rete Gas. La rinuncia a Montalto non aveva significato però per la nuova Enel in fase di liberalizzazione la rinuncia all'ingresso nel settore del gas, anzi il Gruppo promosse l'idea di entrare non soltanto nell'uso termoelettrico ma anche nella distribuzione civile del gas. Infatti l'acquisto nel dicembre del '99 della Colombo Gas segna l'ingresso di Enel nella distribuzione, settore liberalizzato nel 2000 con il decreto Letta e che culminerà con la costituzione di Enel Distribuzione Gas.

4.2.2 Rifocalizzazione sul core business e spinta verso l'internazionalizzazione

Nel 2001, con il cambio di Cda e il subentro come amministratore delegato di Scaroni, Enel cambia strategia e si concentra nel *core business* dell'energia: elettricità e gas, e rilancia con decisione l'internazionalizzazione. Gli incassi derivanti dalla vendita dei rami telecomunicazioni, acqua ed edilizia, la cessione di Terna ed il buon andamento dell'elettrico permettono ad Enel di incrementare i propri utili e finanziare l'acquisto di società elettriche in Spagna (Enel Union Fenosa); Enel inoltre, con la russa Es-Energo, vince la gara per la gestione della NWTTP di San Pietroburgo. Nel giugno 2004 acquista anche le società rumene Electrica Banat ed Electrica Dobrogea, che insieme rappresentano quasi il 20% del mercato della distribuzione e vendita di elettricità in Romania, con oltre 1 milione e 400 mila clienti, un numero totale simile a quello che Enel ha ceduto in Italia alle ex municipalizzate, per favorire la liberalizzazione del mercato della distribuzione di energia elettrica.

La svolta arriva nel 2005, quando Fulvio Conti (già CFO del gruppo) viene nominato amministratore delegato di Enel. Quest'ultimo porta avanti con convinzione tre linee guida: internazionalizzazione, diversificazione geografica ed innovazione tecnologica. Infatti, dopo poco tempo dal suo insediamento, l'amministratore delegato completa l'acquisizione del 66% di Slovenske Electrame, il maggior

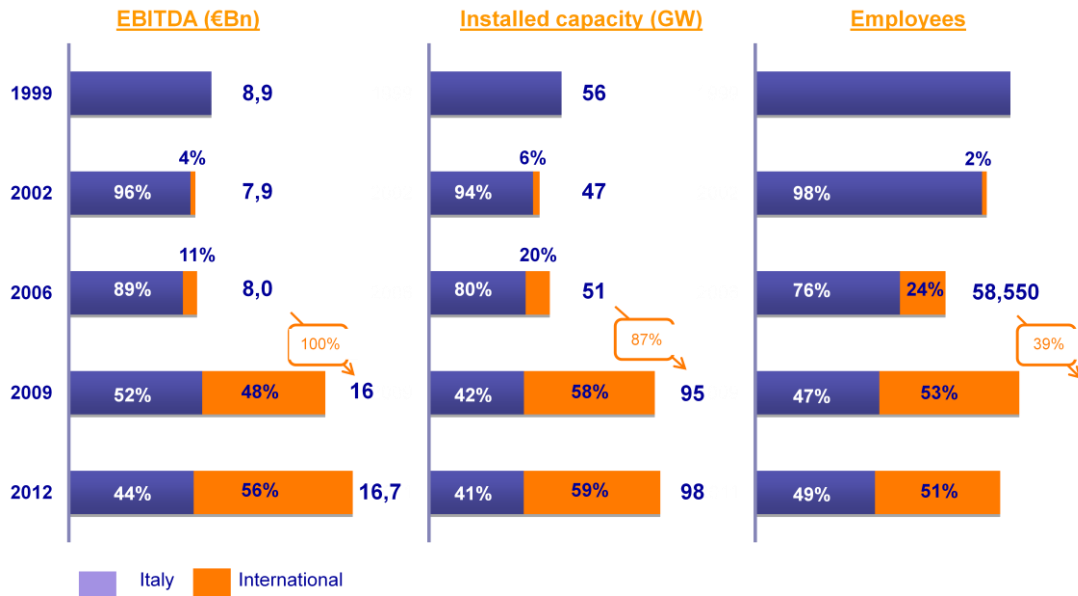
produttore di energia elettrica della Slovacchia (80%) e il secondo dell'Europa Centro-orientale, con un parco centrali ben diversificato tra idroelettrico, termoelettrico e nucleare e con una capacità di 7.000 megawatt, pari a metà di quanto Enel ha dovuto cedere in Italia con le Genco. Si tratta di una delle più grandi acquisizioni italiane all'estero, per un controvalore di 840 milioni di euro.

Nel 2006 viene finalizzato il *closing* per il 66% di Slovenské Elektrárne, Enel si aggiudica la gara per la rete elettrica di Bucarest, acquisisce in Brasile 98 MW idroelettrici e rafforza la propria presenza in Bulgaria, consolidando il controllo di Maritza East III. Nello stesso anno firma un accordo per la costruzione di nuovi impianti da fonti rinnovabili in Spagna per 850 milioni di euro e acquista in Texas un progetto eolico da 63 MW. Nello stesso anno, Conti inizia la "campagna di Russia"¹¹⁰. Enel infatti partecipa al raddoppio di una centrale a ciclo combinato di San Pietroburgo per conto di Rao Ues, società pubblica che controlla la produzione termoelettrica del Paese, e costituisce una joint venture con RusEnergoSbyt, attiva nel trading di energia elettrica. Nel 2007 Enel segna un altro grande successo acquisendo, con un'offerta pubblica sul listino di Mosca (prima OPA lanciata da un operatore estero), il controllo di Otk-5, una *generation company* offerta sul mercato da Rao Ues, nel quadro del processo di privatizzazione e liberalizzazione del settore. Parallelamente Enel firma un memorandum d'intesa con RosAtom (agenzia energetica nucleare russa) per lo sviluppo di impianti nucleari in Russia e nell'Europa dell'est, e si espande in Nord America con lo sviluppo di impianti eolici in Usa e Canada. Il 2007 si conclude con il via libera alla più grande acquisizione mai realizzata da un gruppo italiano all'estero. In più tranches, Enel acquisisce sul mercato il 25% di Endesa, società leader nella produzione, distribuzione e vendita di elettricità e gas naturale in Spagna e in molti paesi dell'America Latina. In accordo con Acciona, società spagnola di costruzioni che a sua volta possiede il 25% di Endesa, viene quindi preparata un'offerta pubblica sull'intero capitale, offerta che scatta nel 2008 raccogliendo una larga adesione. Nel 2009 anche Acciona cede le sue azioni a Enel in cambio di *asset* e *cash*. Enel oggi controlla il 92% di Endesa, società quotata alla Borsa di Madrid. Complessivamente l'operazione ha il valore di circa 40 miliardi di euro. Enel diventa così una vera e propria multinazionale presente in 40

¹¹⁰ <http://www.ilgiornale.it/news/economia/cos-enel-ha-dato-scossa-allitalia-840802.html>

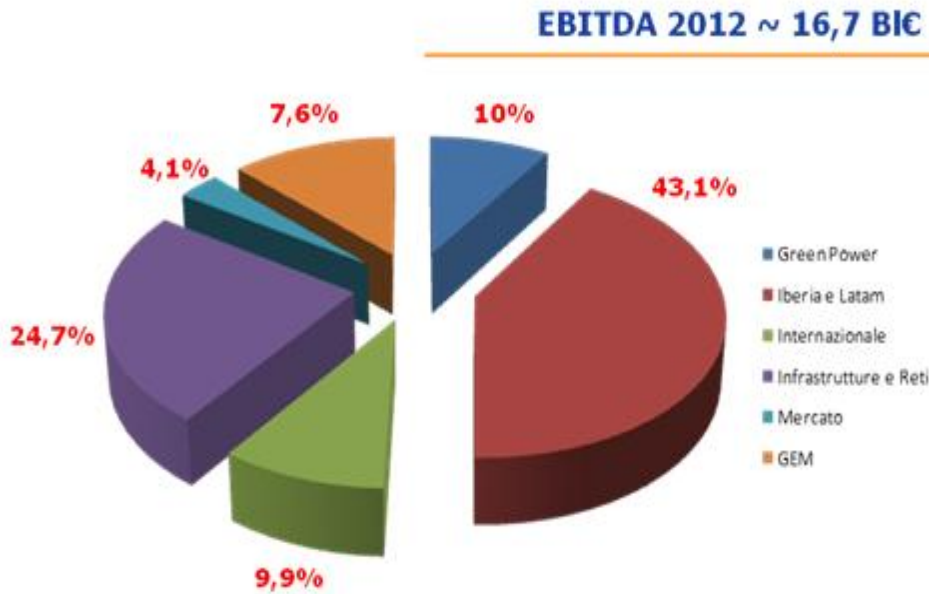
Paesi, raddoppiando fatturato, margine operativo e capacità produttiva. Oggi più della metà dei ricavi Enel sono generati all'estero (Figura 51-52).

Figura 51: Crescita internazionale di Enel tra il 1999 e il 2012



Fonte: Enel

Figura 52: Ebitda di Enel nel 2012



Fonte: Enel

4.3 La finanza di Enel a servizio del business

4.3.1 Evoluzione del debito a sostegno dell'espansione internazionale

Dalla nomina di Fulvio Conti, come amministratore delegato, Enel ha realizzato una intensa politica di espansione sul piano internazionale, che ha trasformato profondamente il suo profilo. Sul piano geografico da ex monopolio è diventata una multinazionale attiva soprattutto nell'Europa mediterranea e in Sud America. Su quello reddituale, Enel nel 2005 aveva 34 miliardi di ricavi, 8 di margine operativo lordo, 3,9 miliardi di utile netto, mentre nel 2013 ha ricavi per 81 miliardi, un Mol di 16 miliardi, un utile netto di 3,2 miliardi.

Il processo di internazionalizzazione perseguito da Enel ha provocato però anche un forte innalzamento del debito della società (Figura 53), specialmente in seguito all'acquisizione di Endesa, tanto che Enel si è trasformata nell'*utiliy* più indebitata d'Europa¹¹¹. A fine 2007 l'indebitamento ha sfiorato quota 56 miliardi (cinque volte rispetto a quello registrato nell'anno precedente di 11,7 miliardi), a causa dell'offerta pubblica di acquisto lanciata su Endesa e del consolidamento pro-quota dei debiti del gruppo spagnolo¹¹².

Figura 53: Risultati di Enel 2004-2007

	2004	2005	2006	2007
Ricavi	31011	33787	38513	43673
Utile netto	2631	3895	3036	3977
EBIT				6990
EBITDA				10023
Indebitamento netto	24514	12312	11690	55791
Dipendenti	61898	51778	58548	73500

Fonte: http://www.enel.it/azienda/en/investor_relations/dati_sintesi/

Al fine di far fronte agli impegni finanziari connessi all'operazione sopra descritta, il Consiglio di Amministrazione di Enel SpA ha approvato, nella seduta del 9 aprile 2007, alcune operazioni finanziarie. In particolare è stata approvata la stipula di una linea di credito sindacata, dell'importo complessivo di 35 miliardi di euro¹¹³. Tale

¹¹¹ Gerosa F., Conti vede il debito a 40 miliardi e non teme privatizzazione, Milano Finanza, Novembre 2012. p. 1

¹¹² <http://www.ilgiornale.it/news/endesa-lascia-segno-sul-bilancio-enel-2007.html>

¹¹³ Agnoli S., Enel avanti con il piano taglia-debiti, Corriere della Sera, 17 gennaio 2014. p. 43

linea di credito, finalizzata alla copertura integrale degli oneri connessi all'acquisizione di azioni Endesa, risulta articolata in tre tranches con le seguenti caratteristiche: tranche A di 10 miliardi di euro a 1 anno, con possibilità di estensione per un periodo di ulteriori 18 mesi; tranche B di 15 miliardi di euro a tre anni; tranche C di 10 miliardi di euro a cinque anni. Il tasso di interesse è variabile in funzione del rating pro tempore di Enel. La linea di credito è rimborsabile anticipatamente, in tutto o in parte, senza penali¹¹⁴.

Inoltre l'elevato indebitamento ha posto Enel sotto osservazione da parte delle agenzie di rating. Già a giugno 2007, l'agenzia Moody's ha rivisto il rating a lungo termine di Enel da Aa3 a A1¹¹⁵, allo stesso modo anche Standard&Poor's ha rivisto il rating di Enel da A+ ad A¹¹⁶, incidendo in maniera negativa sul costo del capitale (Figura 54).

Figura 54: Il rating di Enel 2005-2008

	2005	2006	2007	2008
Standard & Poor's				
Outlook	Stabile	Negativo	C.W. Negativo	C.W. Negativo
Medio/lungo termine	A+	A+	A-	A-
Breve-termine	A-1	A-1	A-2	A-2
Moody's				
Outlook	Stabile	Stabile	C.W. Negativo	C.W. Negativo
Medio/lungo termine	Aa3	Aa3	A1	A2
Breve-termine	P-1	P-1	P-1	P-1

Fonte: http://www.enel.it/azienda/en/investor_relations/dati_sintesi/

4.3.2 Nuova Pianificazione Strategica: la gestione dinamica del debito

Come si è spiegato in precedenza, le strategie adottate da Enel per far fronte alla liberalizzazione sono state essenzialmente due: la diversificazione e la crescita internazionale (principalmente attraverso operazione di acquisizione di *player* stranieri). Tali due intenti hanno però condotto l'azienda non solo al raggiungimento di un'estensione internazionale, ma anche a diventare l'*utility* più indebitata d'Europa, costringendo l'Enel ad un ulteriore cambio di paradigma (Figura 55). Negli ultimi anni infatti il Piano Strategico di Enel si è concentrato prevalentemente sulla gestione dinamica del debito, diventando quest'ultima l'obiettivo prevalente su cui fondare

¹¹⁴http://sharing.enel.com/bilnav/itIT/bilnav2007/le_tappe_strategiche_del_2007/doc/pop_up/endsa_finanziamento.html

<http://www.enel.it/it-IT/media/comunicati/release.aspx?iddoc=1502401>

¹¹⁵<https://www.enel.it/it-IT/media/comunicati/release.aspx?iddoc=1507965>

¹¹⁶<http://www.enel.it/it-IT/media/comunicati/release.aspx?iddoc=1508061>

ogni scelta nonché l'aspetto maggiormente osservato dai mercati finanziari, dagli investitori e risparmiatori, dagli analisti finanziari e dalle agenzie di rating.

Figura 55: L'evoluzione della strategia di Enel nell'ultimo decennio



Fonte: Enel

La gestione dinamica del debito di Enel, così come quella della maggior parte delle *utility* europee che hanno sostenuto pesanti acquisizioni negli anni passati, è orientata al *deleveraging* e alla riqualificazione del debito, come strade per il raggiungimento della stabilità finanziaria (Figura 56).

Figura 56: Azioni eseguite da Enel per la gestione del debito dal 2009 (€84 miliardi)

Operazioni straordinarie		
<ul style="list-style-type: none"> ✓ Incremento capitale ✓ Revisione politica dividendi ✓ Asset Disposal 	2009	Bond Issue 10.5 Prestiti EIB - European Investment Bank 0.9 Enel Capital Increase 8 Disposal: Alta Tensione (ELAT) 1.2 Disposal: Enel Rete Gas 1.3 Increase & Rollover (CFA) 8 Total 2009 29.9
Ottimizzazione dei cash flows <ul style="list-style-type: none"> ✓ Miglioramento EBITDA ✓ Working capital optimization ✓ Synergies 	2010	Bond Issue 3.3 Revolving Credit Facility 10 Prestiti EIB - European Investment Bank 0.3 IPO Enel Green Power 2.5 Disposal: Endesa Distribucion Electrica 1.4 Disposal: Endesa Gas 0.8 Total 2010 18.3
Gestione del debito <ul style="list-style-type: none"> ✓ Riqualificare il debito ✓ Strumenti di finanza agevolata ✓ Ottimizzazione liquidità 	2011	Bond Issue 5.2 Endesa Credit Facilities 3.2 Prestiti EIB - European Investment Bank 0.8 Disposal: Maritza 0.5 Total 2011 9.7
	2012	Bond Issue 6.8 Term Loan 3.2 Other Loans 0.7 Prestiti EIB - European Investment Bank 1 ECA Funding 0.3 Disposal: Terna 0.3 Disposal: Endesa Ireland 0.4 Total 2012 12.7
	2013	Forward Start Facility Agreement 9.5 Bond Ibrido 2.7
	2014 YTD	Bond Ibrido 1.6
	Total 2013 + 2014	13.8

Fonte: Enel

In realtà la riqualificazione del debito è stata iniziata subito dopo l'acquisizione di Endesa e l'apertura della linea di credito sindacata da 35 miliardi di euro: contemporaneamente all'approvazione di quest'ultima, il Consiglio di Amministrazione ha anche approvato le modalità di rifinanziamento di tale operazione e di ridefinizione dell'indebitamento del Gruppo Enel. Tali modalità consistono ne:

1. il rinnovo del programma di emissione del Global Medium Term Notes, elevandone l'importo da 10 a 25 miliardi di euro¹¹⁷ (che nel 2013 è stato ulteriormente incrementato a 35 miliardi di euro);
2. l'emissione da parte di Enel, nell'ambito del programma di cui sopra, di uno o più prestiti obbligazionari, in euro o altra valuta, da collocare presso investitori istituzionali entro il 31 dicembre 2007, per l'importo complessivo pari al controvalore di 5 miliardi di euro.

In esecuzione della delibera, in data 13 giugno 2007, Enel ha lanciato sul mercato un'emissione obbligazionaria *multitranche* per un ammontare totale di 3,4 milioni di euro e 1,1 miliardi di sterline. L'operazione guidata da un sindacato di banche ha raccolto adesioni pari a oltre il doppio dell'importo richiesto. A valle di tale emissione, la linea sindacata di 35 miliardi di euro è stata ridotta a 30 miliardi di euro. Il 26 luglio 2007 il Consiglio di Amministrazione di Enel ha deliberato l'emissione di uno o più prestiti obbligazionari da collocare presso investitori istituzionali ovvero presso il pubblico dei risparmiatori, da destinare (in tutto o in parte) alla quotazione in uno o più mercati regolamentati, entro il 30 giugno 2008, per l'importo complessivo massimo di 10 miliardi di euro. Il 13 settembre 2007,

¹¹⁷ Nel dicembre del 2000 Enel S.p.A. ha lanciato un programma di "Medium Term Notes" attraverso il quale si è assicurato la possibilità di emettere Eurobonds sotto forma di emissione pubblica o di collocamenti privati (destinati ad un unico investitore), usando la stessa documentazione di base. L'importo iniziale del programma era di Euro 3 miliardi. Successivamente, nel maggio 2001, tale limite è stato incrementato ad Euro 7.5 miliardi; inoltre è stato incluso nel programma in qualità di ulteriore emittente Enel Investment Holding B.V. garantito da Enel S.p.A. Una seconda modifica al programma è stata effettuata nel novembre 2003, quando il limite è stato aumentato a Euro 10 miliardi. Nel novembre 2005 il riassetto delle società finanziarie estere ha suggerito la sostituzione, quale secondo emittente del programma, di Enel Investment Holding B.V. con Enel Finance International S.A. garantito da Enel S.p.A. Nel maggio 2007 l'importo complessivo del programma è stato incrementato a Euro 25 miliardi e infine, nel novembre 2011, lo stesso è stato ulteriormente aumentato a Euro 30 miliardi. Nel gennaio 2013 l'importo complessivo del programma è stato aumentato a Euro 35 miliardi.

Enel, attraverso la controllata Enel Finance International, ha lanciato un'ulteriore emissione obbligazionaria *multitranche* per un totale di 3,5 miliardi di dollari statunitensi (circa 2,5 miliardi di euro). Il finanziamento è stato interamente coperto da Enel con operazioni di *cross currency swap*¹¹⁸ che hanno ricondotto ciascuna tranche del prestito in euro a tasso fisso. L'emissione obbligazionaria, guidata da un sindacato di banche, ha raccolto adesioni pari a circa 6 miliardi di dollari statunitensi, di gran lunga superiore all'offerta. Inoltre, dal 19 novembre 2007 al 7 dicembre 2007 è stato lanciato sul mercato italiano un prestito obbligazionario per un valore complessivo di due miliardi di euro. Tale importo è stato aumentato a 2,3 miliardi (1,0 miliardo a tasso fisso e 1,3 miliardi a tasso variabile) a seguito dell'eccesso di domanda da parte degli investitori. Il prestito, rimborsabile interamente alla scadenza, ha durata di 7 anni e un mese (gennaio 2015). Due dei 2,3 miliardi di euro ricavati dal bond retail sono stati destinati alla riduzione parziale della linea di credito da 35,0 miliardi di euro, il cui valore residuo è stato così portato a 19,5 miliardi di euro, dei quali 11,7 miliardi di euro in capo a Enel S.p.A. e 7,8 miliardi di euro in capo a Enel Finance International (in precedenza la linea era stata ridotta a 30 miliardi di euro nel mese di giugno, a 28 miliardi nel mese di settembre, a 23 miliardi a ottobre e a 21,5 miliardi nel mese di novembre 2007)¹¹⁹.

La riqualificazione del debito, intrapresa da Enel, ha l'obiettivo di ri-bilanciare il peso del debito bancario rispetto alle obbligazioni nella struttura del capitale, al fine di non essere eccessivamente esposta nei confronti delle banche, al fine di diversificare le fonti di finanziamento e quindi di allargare il pool di investitori, al

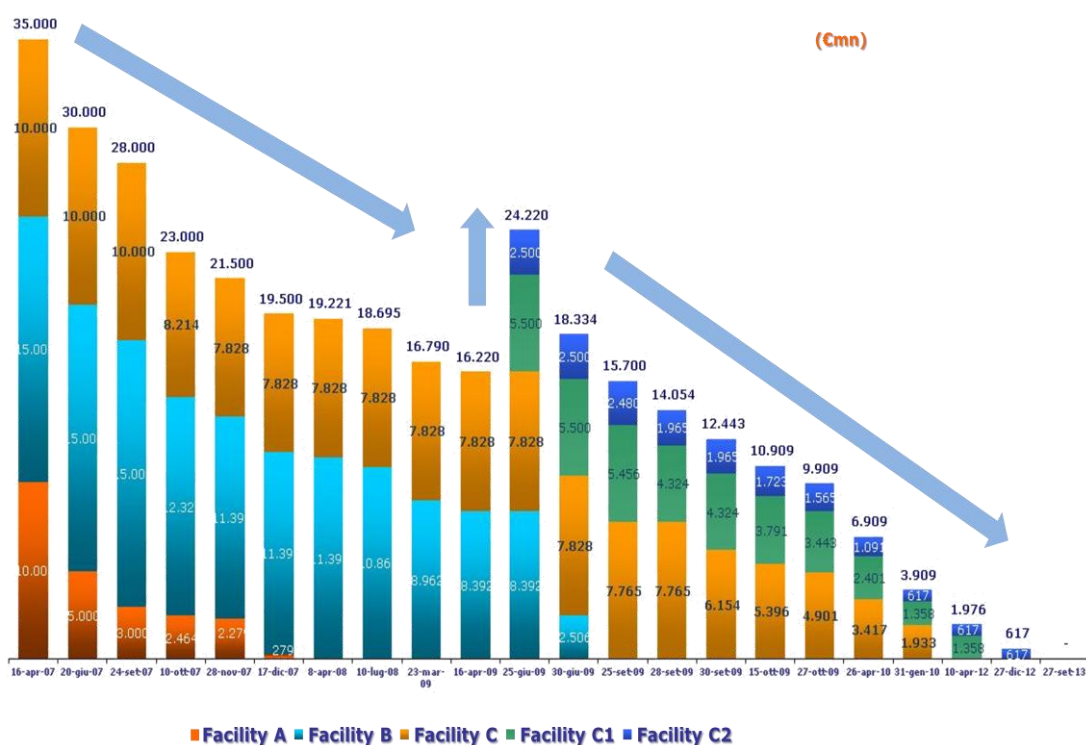
¹¹⁸ Il *cross currency swap* è uno strumento finanziario derivato, in cui le parti si scambiano pagamenti in base a due diversi tassi e due diverse valute. Il *cross currency swap* appartiene alla categoria degli *swap* in valuta. Si distingue per il fatto che le gambe dello *swap* (ossia i flussi di pagamento effettuati da entrambe le controparti) sono denominate in valute diverse e calcolate in base ad un tasso di riferimento variabile. Il valore nozionale è espresso in entrambe le valute in base al tasso di cambio in vigore al momento della stipula dello *swap*. In virtù di questa caratteristica, mentre nel normale *interest rate swap* il capitale nozionale non viene mai scambiato, nel *cross currency swap* è assolutamente necessario che le parti scambino anche il nozionale, sia all'inizio, sia alla scadenza dell'accordo. In un CRS un soggetto si impegna a effettuare pagamenti periodici calcolati applicando un tasso di interesse, generalmente variabile, a un capitale nozionale, entrambi espressi in una determinata valuta; viceversa la controparte si impegna a effettuare una serie di pagamenti, alle medesime scadenze, calcolati applicando al medesimo capitale nozionale un tasso di interesse variabile, entrambi espressi in un'altra valuta. Il CRS permette a un'impresa di cambiare la valuta in cui è espresso un debito ed eventualmente sostituire un tasso fisso con uno variabile o viceversa. In questo modo è possibile accendere un debito nella valuta in cui si possono ottenere le migliori condizioni, per poi trasformarlo in un debito espresso in una diversa valuta ad esempio la valuta che si incassa a seguito di transazioni commerciali internazionali.

¹¹⁹ Relazione e bilancio di esercizio di Enel SpA al 31 dicembre 2007. p. 20

fine di estendere la scadenza media del debito e renderla maggiormente coerente con il profilo temporale dei suoi investimenti (*assets and liabilities management*).

Le emissioni obbligazionarie di Enel sono continuate per tutti gli anni successivi, riscontrando molto successo nel mercato finanziario e comportando la totale estinzione della linea di credito sindacata nel 2013 (Figura 57) e una vera trasformazione della struttura del capitale di Enel: il peso delle obbligazioni se prima del 2007 era solo un terzo rispetto ai debiti bancari (6 miliardi di euro circa), oggi ha raggiunto quota 23 miliardi di euro (Figura 58), in diverse valute (EUR, USD, GBP, YEN) e nelle mani di varie categorie di investitori (il mercato pubblico istituzionale, il mercato retail italiano ed europeo).

Figura 57: Credit Facility Trend



Fonte: Enel

Figura 58: Struttura dell'indebitamento a lungo termine di Enel

Milioni di euro	Scadenza	Saldo contabile	Valore nozionale	Saldo contabile	Valore nozionale
		al 31.12.2013		al 31.12.2012	
Obbligazioni:					
- tasso fisso quotate	2015-2037 ⁽¹⁾	13.363,9	13.518,6	11.518,4	11.661,9
- tasso variabile quotate	2014-2031	4.028,0	4.050,0	4.019,1	4.050,0
- tasso fisso non quotate		-	-	-	-
- tasso variabile non quotate	2014-2032	1.433,4	1.433,6	1.593,7	1.593,8
Totale		18.825,3	19.002,2	17.131,2	17.305,7
Finanziamenti bancari:					
- tasso fisso		-	-	-	-
- tasso variabile		-	-	492,5	498,7
Totale		-	-	492,5	498,7
Finanziamenti da società del Gruppo:					
- tasso fisso		-	-	2.500,0	2.500,0
- tasso variabile		-	-	-	-
Totale		-	-	2.500,0	2.500,0
TOTALE		18.825,3	19.002,2	20.123,7	20.304,4

Fonte: Relazione e Bilancio di esercizio di Enel SpA al 31 dicembre 2013

Il secondo intento della gestione dinamica del debito consiste nella riduzione della leva finanziaria (*de-leveraging*), al fine di rafforzare il bilancio e migliorare la stabilità finanziaria, cercando di mantenere il rating sopra l'investment grade. Infatti tra il 2006 e il 2009, il debito di Enel si è quasi quintuplicato, passando da 12 miliardi di euro a 56 miliardi (processo di *re-leveraging*). Si sono quindi rese necessarie misure urgenti:

1. Operazioni straordinarie, quali incrementi di capitale, revisione della politica dei dividendi, dismissione di asset (*asset disposal*).
2. Ottimizzazione dei cash flow, in termini di miglioramento dell'EBITDA, ottimizzazione del capitale circolante netto, sfruttamento delle sinergie.
3. Gestione della liquidità, mediante l'utilizzo di strumenti di finanza agevolata.

Nel rispetto del primo proposito, già nel 2009, Enel ha emesso nuove azioni per un importo pari a 8 miliardi di euro, riconoscendo un diritto di opzione agli azionisti già esistenti (*Right-issue*) e ha rivisto la politica dei dividendi, passando da un importo

stabile di 49 centesimi per azioni ad un *payout* del 60% sul reddito ordinario. Questi due elementi hanno permesso di rafforzare la struttura del capitale di Enel, senza però rinunciare ai dividendi, che continuano a rimanere nella parte più alta del settore delle *utility* in termini di resa.

Un altro componente delle operazioni straordinarie è il programma di dismissione. Nel 2009 l'azienda conclude un accordo del valore di 3,3 miliardi di euro, che prevede la vendita della rete di trasmissione ad alta tensione italiana, di alcune attività nel settore del gas, di una quota di minoranza nei business presenti in Russia e in America Latina. Nel 2010 Enel accelera il suo programma di disinvestimento raggiungendo quota 5 miliardi di euro e terminando con un impatto positivo sul debito netto di oltre 8 miliardi di euro. In particolare, il 2010 è stato caratterizzato dalla IPO di Enel Green Power e la vendita di alcune attività detenute in Spagna nell'ambito della distribuzione elettrica e del gas (Endesa Distribucion Electrica per €1,4 miliardi e Endesa Gas per €0,8 miliardi). Le dismissioni sono continuate anche nel corso del 2011 e del 2012, in termini di cessione dell'intero capitale della società olandese Maritza (€0,5 miliardi)¹²⁰, di vendita dell'ultima quota di Terna (€0,3 miliardi) e di cessione dell'intero capitale della società irlandese Endesa Ireland (€0,4 miliardi)¹²¹.

Il programma di investimento complessivo è stato rivisitato rispetto a quello degli anni precedenti, principalmente a causa del deterioramento delle condizioni macroeconomiche, legando le scelte di allocazione del capitale alle esigenze finanziarie. Infatti Enel ha preferito perseguire solo quei progetti (investimenti) strettamente necessari per la crescita dei margini operativi anche in condizioni sfavorevoli:

1. in Italia: impianti puliti a carbone e gas e sfruttamento delle rinnovabili;
2. in Spagna e Latino America: sviluppo delle energie rinnovabili;
3. in Russia: turbine a gas a ciclo combinato (CCGT) ed estrazione del gas;
4. in Network: qualità del servizio ed attenzione al cliente.

¹²⁰ <https://www.enel.it/it-IT/media/comunicati/release.aspx?iddoc=1641785>

¹²¹ http://www.enel.it/ewcm/salastampa/comunicati/1655204-1_PDF-1.pdf

Per quanto riguarda le sinergie prospettate, nei primi 9 mesi del 2010 Enel ha già registrato circa €0,5 miliardi di sinergie con Endesa, migliorando l'obiettivo prefissato di oltre un miliardo di euro nel 2012. Le aree di miglioramento riguardano:

1. la razionalizzazione degli investimenti nella distribuzione;
2. il miglioramento nella disponibilità degli impianti termici e l'ottimizzazione del mix di combustibili nella generazione;
3. l'efficienza operativa a livello di Information Technology;
4. il miglioramento della procedura di offerta congiunta in materia di appalti.

Per quanto riguarda il programma volto all'efficienza interna che mira all'ottimizzazione del capitale circolante e degli investimenti fissi (CAPEX) e al miglioramento dell'EBITDA, Enel ed Endesa sono costantemente impegnate in azioni di ottimizzazione dei *cash flow*. Durante i primi nove mesi del 2010, il Gruppo ha raggiunto circa €2 miliardi di risparmi nella gestione dell'inventario e degli appalti, procurando un effetto positivo sull'EBITDA, a sostegno del processo di *de-leveraging*. Nel frattempo Enel ha continuato a migliorare la propria posizione di liquidità, ottenendo nel 2010 una linea di credito rotativo (Revolving Credit Facility) di €10 miliardi¹²², con cui finanzia il capitale circolante e rimborsa i debiti in scadenza.

Nel 2010 Enel ha migliorato il processo di centralizzazione della funzione Finanza del Gruppo, attraverso la creazione di Enel Finance International N.V.¹²³, che fornisce direttamente finanziamenti alle controllate, permettendo di minimizzare i costi e di gestire:

1. la razionalizzazione dei flussi finanziari internazionali;
2. l'ottimizzazione delle esigenze finanziarie.

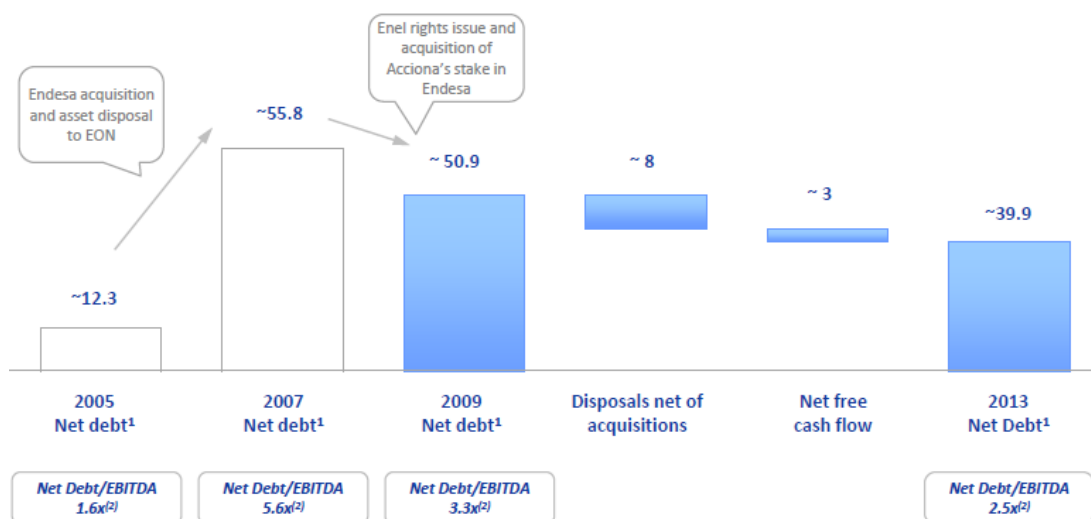
¹²² Forma di finanziamento in cui la banca mantiene disponibili fondi entro un tetto massimo per un cliente, che può usufruirne o meno a seconda delle necessità all'interno di un determinato intervallo di tempo. La linea di credito quindi può essere utilizzata in misura diversa senza dover sopportare penali di estinzione anticipata o di rinnovo del finanziamento, ma in genere soltanto mediante il pagamento di una commissione di mantenimento dell'affidamento.

¹²³ Enel Finance International N.V è una società a responsabilità limitata, di cui il 100% delle azioni è detenuto da Enel SpA, società capogruppo, con sede a Roma. La società opera come società di finanziamento per il Gruppo Enel, ottenendo fondi attraverso l'emissione di obbligazioni, prestiti ed altristumenti.

http://www.enel.com/enGB/doc/report_2012/12_EFI__Financial_Statements_FINAL.pdf

Le misure anzidette adottate da Enel hanno permesso di ridurre l'indebitamento a €40 miliardi nel 2013 (Figura 59) e hanno permesso anche di mantenere un basso costo del debito al 5% circa, con un incremento di soli 30 bsp rispetto a quello del 2009.

Figura 59: Processo di *de-leveraging*



Fonte: Enel

4.4 Il Bond Ibrido nel piano industriale

Al pari delle concorrenti europee, anche Enel nel 2013 ha deciso di emettere bond ibridi, considerandoli un elemento fondamentale del proprio *business plan*, poiché permettono di completare la strategia del Gruppo di *de-leveraging* e controllo sul rating, permettono di integrare e supportare la strategia di crescita organica di lungo termine e permettono di migliorare la flessibilità della struttura del capitale. Anche Enel quindi decide di inserire l'emissione degli ibridi nel pacchetto di misure volte alla gestione dinamica del debito, affiancandolo al programma di dismissione di *asset*, come meccanismo volto al rafforzamento del bilancio e difesa del rating, senza però minare la profittabilità della società.

4.4.1 Piano Industriale 2013-2022: struttura dell'operazione

Il nuovo Piano Industriale del Gruppo, valido per il periodo 2013-2022, prevede, tra le azioni di rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria del Gruppo, anche il ricorso ad un programma di emissioni di obbligazioni non convertibili consistenti in strumenti finanziari subordinati ibridi, per un controvalore complessivo

di 5 miliardi di euro, entro il 31 dicembre 2014. Tali strumenti si differenziano dai consueti strumenti obbligazionari tradizionali (*senior unsecured*) finora emessi dal Gruppo, per le caratteristiche di seguito illustrate:

1. permanenza nel bilancio aziendale: in relazione alla loro durata, tali titoli possono rappresentare una componente stabile nella struttura del capitale dell'emittente. A tale scopo, sulla base degli attuali criteri definiti dalle agenzie di rating, la durata dei suddetti titoli non deve essere inferiore a 30 anni; in particolare, sempre con riferimento ai sopra citati criteri di valutazione da parte delle agenzie di rating, è prevista una durata minima di 60 anni del titolo, affinché gli possa essere riconosciuto un contenuto di *equity* pari almeno al 50% dell'importo emesso. Si sottolinea tuttavia che i regolamenti di emissione dei titoli possono prevedere opzioni di riacquisto delle obbligazioni emesse, da esercitarsi a discrezione dell'emittente (clausola di rimborso anticipato), successivamente al decorso di un periodo iniziale, generalmente fissato in almeno 5 anni dalla data di emissione.
2. subordinazione: con riferimento al rimborso del capitale, tali strumenti debbono risultare (i) legalmente subordinati a tutte le passività attuali e future dell'emittente, (ii) *pari passu* rispetto a strumenti simili già emessi o da emettere, e (iii) sovraordinati (*senior*) rispetto unicamente alle azioni rappresentative del capitale sociale dell'emittente (o ad altri strumenti di capitale).
3. Differimento nel pagamento degli interessi: ai fini del riconoscimento da parte delle agenzie di rating di un contenuto di *equity* ai titoli in questione è richiesto, tra l'altro, che nel regolamento di emissione sia prevista la possibilità di sospendere il pagamento della cedola e di rinviarlo (i) fino al rimborso del capitale a discrezione dell'emittente, fatto salvo il caso in cui l'emittente medesimo abbia corrisposto il dividendo sulle azioni (meccanismo di *deferral*), ovvero (ii) fino alla data in cui si verificano gli altri impegni contrattualmente previsti dal regolamento che impongano il pagamento stesso.

Le caratteristiche sopra menzionate, in particolare la subordinazione dei titoli ibridi ai titoli obbligazionari tradizionali e il meccanismo di *deferral* sugli interessi, determinano, per tale strumento, un costo superiore rispetto alle obbligazioni di debito senior, aventi una durata pari alla prima data disponibile per l'esercizio della clausola di rimborso anticipata.

Tenuto conto di quanto sopra, Enel ha deciso di emettere più prestiti obbligazionari non convertibili, sotto forma di titoli subordinati ibridi, secondo termini e condizioni tali da consentire una valutazione della componente *equity* pari al 50% del valore nominale dei titoli stessi, da parte delle agenzie di rating, da effettuarsi entro il 31 dicembre 2014, per un controvalore massimo complessivo pari a 5 miliardi di euro.

In particolare lo schema in questione prevede che i prestiti obbligazionari in questione:

1. possano essere regolati da un tasso d'interesse fisso, variabile o indicizzato, ed essere denominati in Euro o in altra valuta tra cui, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, USD, GBP o JPY (con possibilità di coprire, comunque, il rischio di cambio e quello legato al tasso d'interesse attraverso l'utilizzo di strumenti derivati, quali *currency swap*¹²⁴ e *interest rate swap*¹²⁵);

¹²⁴ Il *currency swap* è uno strumento finanziario derivato, in cui i flussi periodici sono denominati in valute diverse. Attraverso la sottoscrizione di un *currency swap*, due controparti si impegnano a scambiarsi flussi di pagamento periodici in due diverse valute, relativamente al capitale e al pagamento degli interessi, secondo le specifiche modalità contrattuali. Un simile contratto comporta:

- uno scambio a pronti di una data quantità di una valuta in cambio di un'altra valuta al tasso di cambio corrente;
- uno scambio di segno opposto a termine (al medesimo tasso di cambio);
- la corresponsione da parte di entrambe le controparti, per tutta la durata del contratto, degli interessi periodici maturati sull'ammontare di valute scambiate.

Ognuna delle due controparti assume contemporaneamente una posizione lunga, relativa ad un'attività, che frutta interessi attivi nella valuta di denominazione di tale posizione, e una posizione corta, relativa ad una passività, che comporta interessi passivi nella valuta di denominazione della posizione corta.

¹²⁵ L'*interest rate swap* è uno strumento finanziario derivato, attraverso il quale due parti si scambiano, in date stabilite e per un periodo prefissato, flussi di segno opposto determinati applicando a uno stesso capitale nozionale due diversi tassi d'interesse. Attraverso la sottoscrizione di un *interest rate swap*, due controparti si scambiano pagamenti periodici di interessi relativi ad un capitale nozionale di riferimento (ossia una somma convenzionale), per un determinato periodo di tempo, pari alla durata del contratto. La posizione di ciascuna delle due controparti può essere interpretata come la contemporanea assunzione di una posizione lunga relativa a un'attività che frutta interessi attivi e di una posizione corta relativa a una passività che comporta interessi passivi.

2. siano emessi direttamente da Enel S.p.A, ai sensi dell'art. 2412 del codice civile¹²⁶;
3. possano essere emessi a quotazione presso uno o più mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione, essere quotati presso mercati di Paesi non appartenenti all'Unione Europea oppure non essere quotati;
4. possono essere, anche in una logica di diversificazione, oggetto di offerta tanto a investitori istituzionali comunitari o extracomunitari, quanto a risparmiatori individuali (*retail*), senza escludere peraltro l'ipotesi di far ricorso anche a piazzamenti privati destinati esclusivamente ad investitori istituzionali comunitari ed extracomunitari di particolare rilievo, in ciascun caso nel rispetto della normativa vigente in ciascun Paese in cui si procederà all'offerta dei prestiti obbligazionari.

Lo schema dell'operazione proposta prevede, infine, che la definizione delle singole emissioni venga demandata all'Amministratore Delegato, affidando a quest'ultimo il compito di decidere in merito all'emissione dei prestiti in questione e di stabilirne gli elementi essenziali, fissandone gli importi entro il limite massimo sopra indicato, nonché le modalità del loro collocamento e della loro eventuale quotazione.

4.4.2 Descrizione dell'Ibrido

In forza della suddetta operazione e nell'ambito del suddetto programma, Enel, cogliendo l'opportunità di una finestra di mercato positiva dopo un periodo piuttosto turbolento caratterizzato da forte volatilità ed incertezza, ha deciso di lanciare, in data 3 settembre 2013, sul mercato internazionale la prima emissione *multitranches* di

¹²⁶ Dal momento che le citate emissioni verranno effettuate da Enel S.p.A occorrerà rispettare le previsioni di cui all'art. 2412 cod. civ. In particolare l'art. 2412 comma 1 stabilisce un limite di emissione di obbligazioni pari ad una somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite non trova applicazione con riferimento alle obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione. In relazione a quanto sopra va tenuto conto che:

1. Enel ha emesso obbligazioni per un ammontare pari a euro 37.210.594.399, di cui un ammontare pari a euro 31.681.674.370 è riferito ad obbligazioni quotate in mercati regolamentati. Quindi l'ammontare delle obbligazioni da prendere in considerazione ai fini del limite anzidetto risulta pari a euro 5.528.920.029;
2. l'importo costituito da doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle altre riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio (riferito all'esercizio 2012) è pari a euro 45.514.943.155;
3. di conseguenza resta una capienza di euro 39.986.023.126, che risulta essere più che sufficiente a coprire le suddette nuove emissioni fino a euro 5.000.000.

prestiti obbligazionari non convertibili, destinati ad investitori istituzionali, sotto forma di titoli subordinati ibridi, aventi una durata media di circa 60 anni, denominati in euro e in sterline inglesi per un controvalore complessivo pari a circa 1,7 miliardi di euro, e un contenuto *equity* del 50% riconosciuto dalle agenzie di rating fino alla prima *call date*.

Il volume della domanda registrata per entrambe le *tranche* ha consentito di rivedere al ribasso le indicazioni iniziali di rendimento, prevedendo per la *tranche* in euro un livello del 6,75% e per quella in sterlina inglese un livello dell'8%. Alla chiusura dei libri, le due *tranche* hanno raggiunto una domanda complessiva di circa 6,5 miliardi di euro equivalenti, di cui (i) oltre 5,2 miliardi in euro (con 400 investitori) per la *tranche* in euro; (ii) ed oltre 1 miliardo di sterline inglesi, pari ad oltre 1,2 miliardi di euro (con più di 100 investitori), per la *tranche* in sterline inglesi.

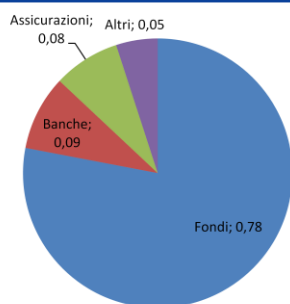
Le due *tranche* presentano le seguenti caratteristiche:

1. *tranche* in euro (Figura 60): importo nominale pari a 1,5 miliardi di euro, con scadenza 10 gennaio 2074, emessi a un prezzo di 98,956%, con cedola fissa nominale annua 6,50% (e rendimento finale 6,75%), fino alla prima data di rimborso anticipato prevista il 10 gennaio 2019. A partire da tale data e fino alla data di scadenza, il tasso applicato sarà pari allo Euro Swap Rate a 5 anni, incrementato di un margine di 524,20 punti base a partire dal 10 gennaio 2024 e di ulteriori 75 punti base a partire dal 10 gennaio 2039;
2. *tranche* in sterline inglesi (Figura 61): importo nominale pari a 400 milioni di sterline inglesi, con scadenza 10 settembre 2075, emesse a un prezzo di 98,698%, con cedola fissa nominale annua del 7,75% fino alla prima data di rimborso anticipato prevista il 10 settembre 2020. A partire da tale data e fino alla data di scadenza, il tasso applicato sarà pari al GBP Swap Rate a 5 anni, incrementato di un margine di 566,2 punti base e di un successivo aumento del tasso di interesse di 25 punti base a partire dal 10 settembre 2025 e di ulteriori 75 punti base a partire dal 10 settembre 2040.

Figura 60: Emissione bond ibridi denominata in euro del 3 settembre 2013

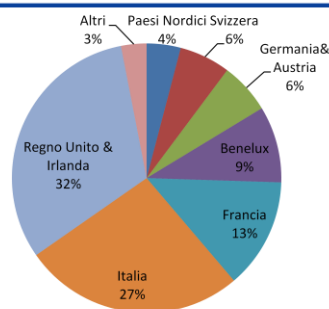
Importo nominale: **1,25 miliardi di euro**
 Incasso netto: circa **1,23 miliardi di euro**
 Scadenza: **10 gennaio 2074**
 Prezzo di emissione: **98,956**
 Cedola fissa nominale annua: **6,50%** (e rendimento finale **6,75%**)
 Opzione *call*: **10 gennaio 2019** e successivamente ogni 5 anni
 Incremento margine: dal 10 gennaio 2019 **Euro Swap 5 anni** + 524,2 bps; dal 10 gennaio 2024 + ulteriori 25 bps; dal 10 gennaio 2039 + ulteriori 75 bps
 Rating dell'emissione: Moody's Ba1/S&P BB+/ Fitch BBB- (2 *notch* sotto il *senior rating*)
 Contenuto Equity: 50% da Moody's / 50% da S&P (fino alla 1° *call date*) / 50% da Fitch
 Commissioni di emissione: pari a 75 punti base

Distribuzione degli Investitori per tipologia¹



(1) Basata sull'allocazione

Distribuzione geografica degli Investitori¹

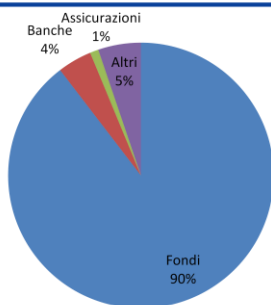


Fonte: Enel

Figura 61 di bond ibridi denominata in sterline del 3 settembre 2013

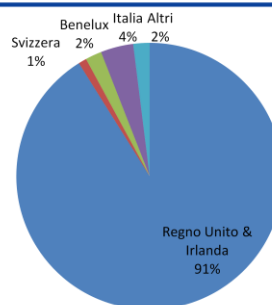
Importo nominale: **400 milioni di sterline**
 Incasso netto: **circa 460 milioni di euro**
 Scadenza: **10 settembre 2075**
 Prezzo di emissione: **98,698**
 Cedola fissa nominale annua: **7,75%** (swap in euro a circa il **7%** e rendimento circa **8%**)
 Opzione *call*: **10 settembre 2020** e successivamente ogni 5 anni
 Incremento margine: dal 10 settembre 2020 **GBP Swap 5 anni** + 566,2 bps; dal 10 settembre 2025 + ulteriori 25 bps; dal 10 settembre 2040 + ulteriori 75 bps
 Rating dell'emissione: Moody's Ba1/S&P BB+/ Fitch BBB- (2 *notch* sotto il *senior rating*)
 Contenuto Equity: 50% da Moody's / 50% da S&P (fino alla 1° *call date*) / 50% da Fitch
 Commissioni di emissione: pari a 85 punti base

Distribuzione degli Investitori per tipologia¹



(1) Basata sull'allocazione

Distribuzione geografica degli Investitori¹



Fonte: Enel

La transazione sopra descritta, che ha consentito ad Enel di realizzare un'operazione di raccolta di importo nominale complessivo equivalente pari a circa 1,7 miliardi di euro ad un costo medio ponderato posizionato sotto il 7%, rappresenta la più grande emissione di titoli ibridi mai realizzato da una *corporate* italiana e segna il ritorno di un emittente italiano sul mercato della sterlina dal 2009. L'operazione è stata guidata da un sindacato di banche composto (i) per la *tranche* in euro, da Banca Imi, Banco Bilbao Vizcaya Argentina S.A., BNP Paribas, Crédit Agricole-CIB Deutsche Bank, ING, J.P. Morgan, Mediobanca, Natixis, Société Générale Corporate & Investment Banking, UniCredit Bank con commissioni di emissione pari a 75 punti base, e (ii) per la *tranche* in sterline da Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC, J.P. Morgan, The Royal Bank of Scotland, Santander Global Banking & Markets, UBS Investment Bank, con commissioni di emissione pari a 85 punti base. Sono state inoltre corrisposte a Deutsche Bank, BNP Paribas e J.P. Morgan commissioni per la strutturazione e documentazione pari a 12 punti base. Tali *tranche* vengono quotate presso la Borsa di Dublino e, in considerazione delle relative caratteristiche di durata e subordinazione, gli è stato assegnato un rating pari a BB+ da parte di Standard&Poor's, a Ba1 da parte di Moody's e a BBB- da parte di Fitch, quindi 2 notch sotto il senior.

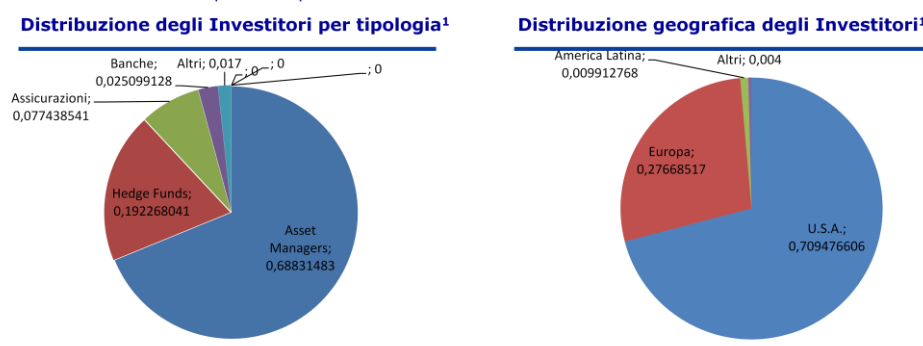
In data 17 settembre 2013, Enel effettua un'ulteriore emissione di titoli subordinati ibridi denominati in dollari americani. Tale emissione, destinata ad investitori istituzionali, presenta una durata di 60 anni, un importo complessivo pari 1,25 miliardi di dollari (equivalente ad un controvalore in euro pari a circa 936 milioni di euro), e un contenuto di *equity* del 50% riconosciuto dalle agenzie di rating¹²⁷. Il volume della domanda registrata ha consentito di rivedere a ribasso le indicazioni di rendimento, inizialmente fissate al 9,25%, ad un livello pari al 8,875% (equivalente ad un rendimento in euro pari a circa 7,5%). Alla chiusura dei libri sono state raccolte manifestazioni di interesse da parte di oltre 350 investitori per un valore complessivo pari a circa 7,5 miliardi di dollari (equivalenti a circa 5,6 miliardi di euro). L'operazione presenta le seguenti caratteristiche (Figura 62): importo nominale pari a 1,25 miliardi di dollari, con scadenza 24 settembre 2073, con un prezzo di

¹²⁷ In particolare: 50% equity da parte di Moody's, 50% equity da parte di S&P fino alla prima *call date* (data di rimborso anticipato) e 50% equity da parte di Fitch.

emissione di 99,183, con cedola fissa nominale annua pari a 8,75%, fino alla prima data di rimborso anticipato prevista il 24 settembre 2023. A partire da tale data e fino alla data di scadenza, il tasso applicato sarà pari al USD Swap Rate a 5 anni incrementato di un margine di 588 punti base e di un successivo aumento del tasso di interesse di 25 punti base e di ulteriori 75 punti base a partire dal 24 settembre 2043.

Figura 62: Emissione di bond ibridi denominati in dollari del 17 settembre 2013

Importo nominale: **1,25 miliardi di dollari (equivalente a circa 936 milioni di euro)**
 Incasso netto: circa **1,23 miliardi di dollari (equivalente a circa 921 milioni di euro)**
 Scadenza: 24 settembre **2073**
 Prezzo di emissione: **99,183**
 Cedola fissa nominale annua: **8,75%** (e rendimento finale **8,875%**, **equivalente in euro a circa il 7,5%**)
 Opzione *call*: **24 settembre 2023** e successivamente ogni 5 anni
 Incremento margine: dal 24 settembre 2023 **USD Swap 5 anni** + 588 bps + ulteriori 25 bps di step up; dal 24 settembre 2043 + ulteriori 75 bps di step up
 Rating dell'emissione: Moody's Ba1/S&P BB+/ Fitch BBB- (2 notch sotto il *senior rating*)
 Contenuto Equity: 50% da Moody's / 50% da S&P (fino alla 1° *call date*) / 50% da Fitch
 Commissioni di emissione: pari a 95 punti base



(1) Basata sull'allocazione

Fonte: Enel

La transazione sopra descritta, che segna il ritorno di Enel sul mercato americano dal 2009 e di un emittente italiano dal 2010, sommata alle emissioni obbligazionarie in Euro e in Sterlina già realizzate da Enel nei primi giorni di settembre 2013, ha consentito al Gruppo di realizzare un'operazione di raccolta di importo nominale complessivo equivalente pari a circa 2,7 miliardi di euro ad un costo medio ponderato pari a circa il 7%. L'operazione è stata guidata da un sindacato di banche composto da Barclays Capital Inc., Citigroup Global Markets Inc., Credit Suisse Securities LLC, Goldman Sachs & Co., J.P. Morgan Securities LLC, Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith Incorporated, Mitsubishi UFJ Securities Inc., Mizuho Securities Inc. and Morgan Stanley & Co. LLC., con commissioni di emissione pari a 95 punti base. Sono state inoltre corrisposte a Deutsche Bank, BNP Paribas e JP Morgan commissioni per la strutturazione e documentazione di tutte le emissioni di

12 punti base. La sopra indicata emissione è stata quotata presso la Borsa di Dublino e, in considerazione delle relative caratteristiche di durata e subordinazione, gli è stato assegnato un *rating* pari a BB+ da parte di Standard & Poor's, a Ba1 da parte di Moody's e a BBB- da parte di Fitch (2 livelli sotto il rating senior di Enel).

Figura 63: Descrizione delle emissioni di bond ibridi del 2013

Issuer	Enel SpA		
Amount	1.25 bn€	400 mlGBP (ca 473 ml€)	1,25 bnUSD (936 ml€)
Issue Price	98.956	98.698	99.183
Currency	EUR (Reg S)	GBP (Reg S)	USD (144A)
Maturity	January 2074 (60.5yr)	June 2075 (62yr)	June 2073 (60yr)
Coupon	6.50%	7.75%	8.75%
Yield	6.75%	8% (= 7% in €)	8.875% (= 7.5%)
Coupon step-up	• 25bp on Year 10.5 • 75bp on Year 25.5	• 25bp on Year [12] • 75bp on Year [27]	• 25bp on Year [10] • 75bp on Year [30]
Issuer's call options	At Par at Year 5.5 and every 5 years thereafter	At Par at Year 7 and every 5 years thereafter	At Par at Year 10 and every 5 years thereafter
Securities ratings	Ba1 by Moody's / BB+ by S&P / BBB- by Fitch (2 notches below senior ratings)		
Equity content	50% from Moody's / 50% from S&P (until 1 st call date) / 50% from Fitch		
Accounting	Debt accounting under IFRS		
Tax deductibility	Yes		
Ranking	Subordinated, senior only to share capital and <i>pari passu</i> among themselves		
Early redemptions event	<ul style="list-style-type: none"> - Withholding Tax Event at Par - Accounting Event at 101% prior the First Reset Date, at Par thereafter - Rating Methodology Event at 101% prior the First Reset Date, at Par thereafter - Substantial Repurchase Event at 101% prior the First Reset Date, at Par thereafter - Tax Deductibility Event at 101% prior the First Reset Date, at Par thereafter 		
Optional coupon deferral	Payment of coupons will be optional on any interest payment date		
Deferred interest	<ul style="list-style-type: none"> - Deferred interest to become payable in case of "Mandatory Arrears of Interest Settlement Event", i.e. (i) a dividend or distribution in respect of any Junior or Parity Securities or (ii) repurchase of any Junior or Parity Securities, subject to certain exceptions - Cash-cumulative and not compounding 		
Replacement language	Intentional replacement language		
Listing	Irish Stock Exchange		
Denomination	€100K	£100K	\$200K
Governing Law	English law, except for subordination under Italian law	English law, except for subordination under Italian law	NY law, except for subordination under Italian law

Fonte: Enel

In data 8 gennaio 2014, Enel ha deciso di lanciare sul mercato internazionale, una terza emissione *multi-tranche* di prestiti obbligazionari non convertibili, destinati a investitori istituzionali, sotto forma di titoli subordinati ibridi, aventi una durata media di circa 61 anni, denominati in euro e in sterline inglesi per un controvalore complessivo pari a circa 1,6 miliardi di euro, con un contenuto *equity* del 50% riconosciuto dalle agenzie di rating¹²⁸.

Il volume della domanda registrata per entrambe le *tranche* ha consentito di rivedere al ribasso le indicazioni iniziali di rendimento, prevedendo per la *tranche* in euro un rendimento del 5,125% e per quella in sterline inglesi un rendimento del 6,75%.

Alla chiusura dei libri, le due *tranche* hanno raggiunto una domanda complessiva di circa 12 miliardi di euro equivalenti, di cui (i) oltre 6,7 miliardi di euro (con 514 investitori) per la *tranche* in euro; (ii) ed oltre 4,4 miliardi di sterline inglesi, pari ad oltre 5,3 miliardi di euro (con 368 investitori), per la *tranche* in sterline inglesi. Le due *tranche* presentano le seguenti caratteristiche:

1. *tranche* in euro (Figura 64): importo nominale pari a 1 miliardo di euro, con scadenza 15 gennaio 2075, emessi a un prezzo di 99,368%, con cedola fissa nominale annua del 5% (e rendimento finale 5,125%), fino alla prima data di rimborso anticipato prevista il 15 gennaio 2020. A partire da tale data e fino alla data di scadenza, il tasso applicato sarà pari allo Euro Swap Rate a 5 anni, incrementato di un margine di 364,8 punti base e di un successivo aumento del tasso di interesse di 25 punti base a partire dal 15 gennaio 2025 e di ulteriori 75 punti base a partire dal 15 gennaio 2040;
2. *tranche* in sterline inglesi (Figura 65): importo nominale pari a 500 milioni di sterline inglesi, con scadenza 15 settembre 2076, emesse a un prezzo di 99,317%, con cedola fissa nominale annua del 6,625% (oggetto di uno *swap* in euro pari a circa il 5,60%) fino alla prima data di rimborso anticipato prevista il 15 settembre 2021. A partire da tale data e fino alla data di scadenza, il tasso applicato sarà pari al GBP Swap Rate a 5 anni, incrementato di un margine di 408,9 punti base e di un successivo aumento

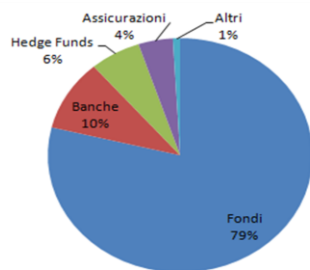
¹²⁸ In particolare: 50% equity da parte di Moody's, 50% equity da parte di S&P fino alla prima *call date* (data di rimborso anticipato) e 50% equity da parte di Fitch.

del tasso di interesse di 25 punti base a partire dal 15 settembre 2026 e di ulteriori 75 punti base a partire dal 15 settembre 2041.

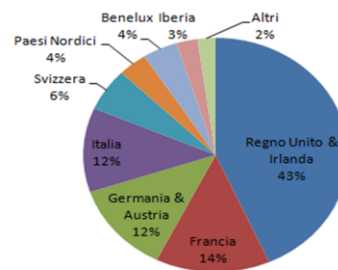
Figura 64: Emissione di bond ibridi denominati in euro dell'8 gennaio 2014

Importo nominale: **1 miliardo di euro**
 Incasso netto (al netto delle commissioni pagate alle Banche): **986,7 milioni di euro**
 Scadenza: **15 gennaio 2075**
 Prezzo di emissione: **99,368**
 Cedola fissa nominale annua: **5%** (rendimento finale **5,125%**)
 Opzione *call*: **15 gennaio 2020** e successivamente ogni 5 anni
 Definizione margine: dal 15 gennaio 2020 **Euro Swap 5 anni** + 364,8 bps; dal 15 gennaio 2025 + ulteriori 25 bps; dal 15 gennaio 2040 + ulteriori 75 bps
 Rating dell'emissione: Moody's Ba1/S&P BB+/ Fitch BBB- (2 notch sotto il *senior rating*)
 Contenuto Equity: 50% da Moody's / 50% da S&P (fino alla 1° *call date*)/ 50% da Fitch
 Commissioni di emissione: pari a 70 punti base

Distribuzione degli Investitori per tipologia¹



Distribuzione geografica degli Investitori¹



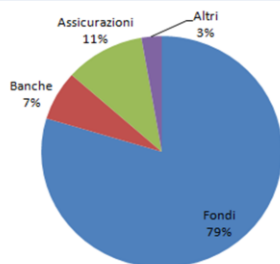
(1) Basata sull'allocazione

Fonte: Enel

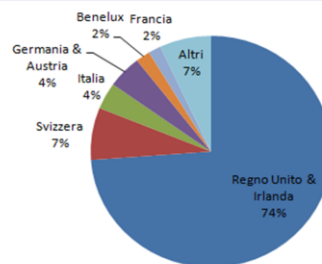
Figura 65: Emissione di bond ibridi denominati in sterline dell'8 gennaio 2014

Importo nominale: **500 milioni di sterline**
 Incasso netto (al netto delle commissioni pagate alle Banche): **492,6 milioni di sterline**
 Scadenza: **15 settembre 2076**
 Prezzo di emissione: **99,317**
 Cedola fissa nominale annua: **6,625%** (rendimento finale **6,75%** e swap in euro a circa il **5,60%**)
 Opzione *call*: **15 settembre 2021** e successivamente ogni 5 anni
 Definizione margine: dal 15 settembre 2021 **GBP Swap 5 anni** + 408,9 bps; dal 15 settembre 2026 + ulteriori 25 bps; dal 15 settembre 2041 + ulteriori 75 bps
 Rating dell'emissione: Moody's Ba1/S&P BB+/ Fitch BBB- (2 notch sotto il *senior rating*)
 Contenuto Equity: 50% da Moody's / 50% da S&P (fino alla 1° *call date*)/ 50% da Fitch
 Commissioni di emissione: pari a 80 punti base

Distribuzione degli Investitori per tipologia¹



Distribuzione geografica degli Investitori¹



(1) Basata sull'allocazione

Fonte: Enel

La transazione sopra descritta, sommata alle emissioni obbligazionarie in Euro, Sterlina e Dollari americani già realizzate da Enel nel corso del terzo trimestre 2013, ha consentito al Gruppo di realizzare un'operazione di raccolta di importo nominale complessivo equivalente pari a circa 4,3 miliardi di euro ad un costo medio ponderato pari a circa il 6,5% (Figura 63). L'operazione è stata guidata da un sindacato di banche composto (i) per la *tranche* in euro, da Banca Imi, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A., BNP Paribas, Crédit Agricole-CIB Deutsche Bank, ING, J.P. Morgan, Mediobanca, Natixis, Société Générale Corporate & Investment Banking, UniCredit Bank con commissioni di emissione pari a 70 punti base, e (ii) per la *tranche* in sterline da Barclays, BNP Paribas, Deutsche Bank, HSBC, J.P. Morgan, The Royal Bank of Scotland, Santander Global Banking & Markets, UBS Investment Bank, con commissioni di emissione pari a 80 punti base. Sono state inoltre corrisposte a Deutsche Bank, BNP Paribas e JP Morgan commissioni per la strutturazione e documentazione pari a 9 punti base.

Le *tranche* sopra indicate sono quotate presso la Borsa di Dublino e, in considerazione delle relative caratteristiche di durata e subordinazione (Figura 62), gli è stato assegnato un *rating* pari a BB+ da parte di Standard & Poor's, a Ba1 da parte di Moody's e a BBB- da parte di Fitch (2 notch sotto il senior).

Figura 66: Descrizione delle emissioni di bond ibridi del 2014

Issuer	Enel SpA	
Amount	1 bn€	500 mIGBP (ca 606 m€)
Issue Price	99.368	99.317
Currency	EUR (Reg S)	GBP (Reg S)
Maturity	January 2075 (61 yr)	September 2076 (62yr)
Coupon	5%	6.625%
Yield	5.125%	6.75%
Interest	Fixed coupon, Interest rate reset at any call date (if not called)	
Coupon step-up	<ul style="list-style-type: none"> • 25bp on Year 10.5 • 75bp on Year 25.5 	<ul style="list-style-type: none"> • 25bp on Year [12] • 75bp on Year [27]
Issuer's call options	At Par at Year 6 and every 5 years thereafter	At Par at Year 7,7 and every 5 years thereafter
Securities ratings	Ba1 by Moody's / BB+ by S&P / BBB- by Fitch (2 notches below senior ratings)	
Equity content	50% from Moody's / 50% from S&P (until 1 st call date) / 50% from Fitch	
Accounting	Debt accounting under IFRS	
Tax deductibility	Yes	
Ranking	Subordinated, senior only to share capital and <i>pari passu</i> among themselves	

Fonte: Enel

Figura 67: Riassunto operazioni ibride

Valuta	Data di Pricing	Data Emissione	Durata (in anni) ¹	Data Scadenza Call	Importo in valuta	Importo in Euro	Netto Incasso in Euro	Mid Swap Spread in bps	Costo in Valuta	Costo in Euro ²	Costo All-in in Euro ³
EUR	03/09/2013	10/09/2013	5,3	10/09/2019	1.250	1.250	1.228	524,2	6,750%	6,75%	6,89%
GBP	03/09/2013	10/09/2013	7	10/09/2020	400	472	461	566,2	8,000%	7,20%	7,32%
USD	17/09/2013	24/09/2013	10	24/09/2023	1250	936	920	588,0	8,875%	7,55%	7,65%
EUR	08/01/2014	15/01/2014	6	15/01/2020	1.000	1.000	987	364,8	5,125%	5,125%	5,24%
GBP	08/01/2014	15/01/2014	7,7	15/09/2021	500	606	597	408,9	6,750%	5,70%	5,80%
Totale			7,0			4.265	4.192			6,45%	6,56%

(1) Prima call date

(2) Comprensivo delle fee di hedging

(3) Comprensivo delle fee di hedging e di emissione corrisposte alle Banche

Fonte: Enel

Come mostrano le Figure 63 e 66, le emissioni di ibridi effettuate da Enel presentano una scadenza pari o superiore a 60 anni e prevedono il pagamento di interessi fissi annuali fino alla prima data di rimborso anticipato. Tale data di rimborso anticipato (*call-date*) è fissata a più breve termine per gli ibridi denominati in euro (rispettivamente 5,5 anni e 6 anni), mentre per quelli denominati in sterline (rispettivamente 7 e 7,7 anni) e in dollari (10 anni) si riscontrano scadenze più lunghe. Se Enel decidesse di rimborsare il debito alle precedenti scadenze sarà costretto a pagare un tasso variabile pari allo Swap Rate a 5 anni incrementato di circa 500 punti base. Sono previste anche clausole di step-up, che comportano un aumento della cedola di 25 punti base a partire dal decimo anno (dodicesimo anno per le emissioni in sterline) e di ulteriori 75 punti base a partire dal venticinquesimo anno per le emissioni in euro, ventisettesimo per quelle in sterline e trentesimo per quelle in dollari. Sono anche previste delle condizioni che giustificano il rimborso anticipato da parte di Enel precedentemente rispetto alla *first call-date*:

1. Withholding Tax Event: tale circostanza si verifica quando, a causa di una modifica della regolamentazione fiscale, l'emittente, in occasione del prossimo pagamento degli interessi o del capitale, sia costretto a sborsare importi aggiuntivi.
2. Accountig Event: tale circostanza si verifica quando una società di revisione rileva che, a seguito di un cambiamento dei principi contabili, i titoli ibridi non possono essere più registrati alla categoria a cui appartenevano precedentemente (cioè una parte di patrimonio netto deve essere riassegnato al debito o viceversa).

3. Rating Methodology Event: tale circostanza si verifica nel caso in cui l'emittente riceva da parte delle agenzie di rating la notizia di un cambiamento nei criteri di assegnazione dell'*equity credit* ai titoli ibridi e tale cambiamento si traduce in una riduzione del contenuto di *equity* assegnato al momento dell'emissione.
4. Substantial Repurchase Event: tale circostanza si verifica quando l'emittente o un'altra società controllata acquista più di una certa percentuale del valore iniziale complessivo dei titoli ibridi.
5. Tax Deducibility Event: tale circostanza si verifica in caso di modifica del fiscale applicabile ai pagamenti cedolari, comportando che gli interessi non siano più fiscalmente deducibili.

Per tutte le emissioni è previsto un Meccanismo di differimento facoltativo (*Optional Deferral Mechanisms*), secondo cui l'utilizzo o meno della clausola di differimento è una decisione discrezionale del management. Gli interessi arretrati devono essere obbligatoriamente pagati, nel caso di distribuzione di dividendi o riacquisto di azioni da parte del Gruppo, mediante i flussi di cassa prodotti dall'emittente (*cash-cumulative*). E' previsto anche l' *Intentional Replacement Language*, che consiste in una dichiarazione formale, ma non vincolante, di una sostituzione intenzionale volta a rimborsare gli ibridi mediante risorse ottenute dall'emissioni di nuovi strumenti finanziari.

4.4.3 Pricing

Enel, per determinare l'Initial Price Talk, cioè l'announcement iniziale del prezzo d'offerta del titolo ibrido a cui l'emittente intende aprire il proprio libro e cominciare a raccogliere gli ordini, utilizza il Rational Pricing Method. Il prezzo/rendimento di partenza si calcola sommando i seguenti fattori (Figura 68-69-70):

1. il tasso base (risk free) rappresentato dal Mid Swap¹²⁹
2. il credit spread, che a sua volta risulta la somma tra:

¹²⁹ Il Mid swap è un tasso interbancario adottato dalle banche per scambiarsi il denaro così come accade per il più conosciuto Euribor. Più precisamente è la media aritmetica della domanda e dell'offerta dei tassi di interesse offerti per ogni data scadenza dagli istituti di credito per scambiarsi denaro tra loro sul circuito interbancario. È preso come riferimento per calcolare il costo di rifinanziamento.

- A) lo spread sulle emissioni comparabili senior nel mercato secondario
- B) il premio (spread) per remunerare il differenziale di rischio tra senior e ibrido (subordinato)
- C) il premio di nuova emissione (New Issue Premium), ovvero il premio da riconoscere agli investitori per attrarre offerte sul mercato primario.

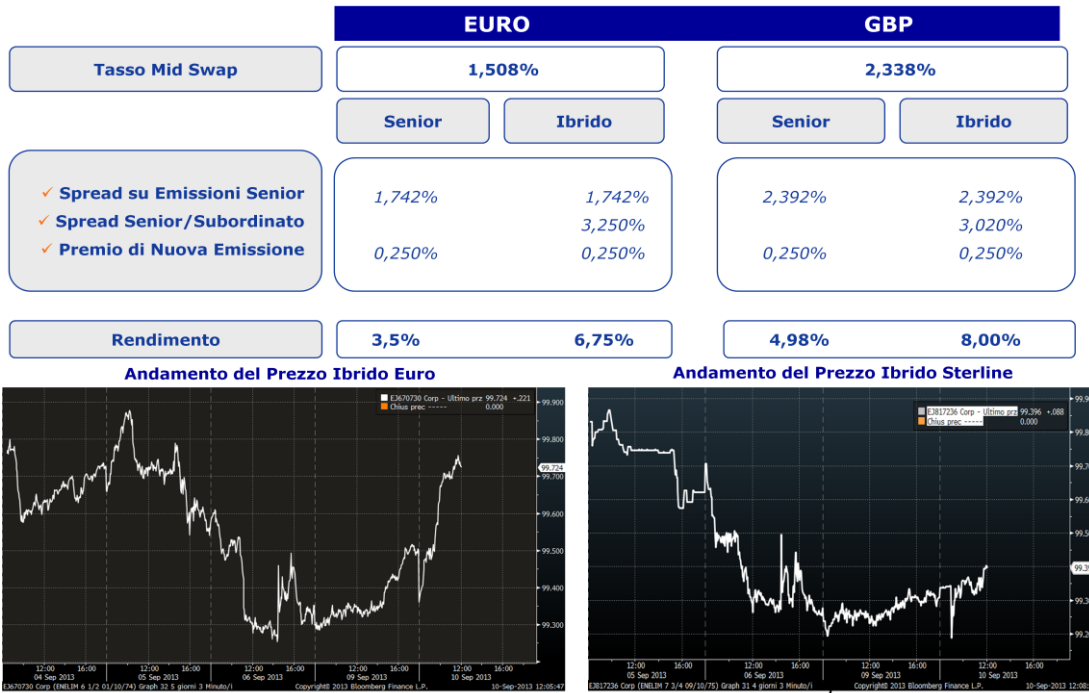
Tale prezzo/rendimento é poi soggetto a revisione in funzione dell'andamento delle richieste, in particolare se l'adesione é superiore alle attese si può pensare di rivedere a ribasso le indicazioni iniziali di rendimento (ad esempio nel caso di Bid to Cover Ratio, ovvero il rapporto tra quanto si intende emettere e le offerte formulate dagli investitori, pari a 4-5 volte). Infatti, come si è evidenziato in precedenza, in tutte le emissioni di bon ibridi, Enel ha potuto godere di una domanda da parte degli investitori molto superiore rispetto alla quantità offerta ed ha quindi potuto rivedere al ribasso il rendimento inizialmente calcolato. Gli esperti di Equita Sim se inizialmente giudicavano negativamente il collocamento poiché avrebbe comportato un incremento significativo del costo del debito del Gruppo¹³⁰, in seguito all'emissione del 2014 si sono ricreduti, dichiarando che il combinato di tutte le emissioni ha un costo medio del 6%, nettamente inferiore rispetto al 7,5% previsto dal piano.

Inoltre, una volta emesso il titolo si è riscontrato un andamento al ribasso del rendimento dell'ibrido sul secondario. Tale effetto è il risultato di una precisa strategia: Enel ha preferito non fissare un prezzo di allocazione sul primario troppo basso e lasciare parte della domanda inevasa, al fine di garantire margine nel secondario. In questo modo gli investitori non soddisfatti di quanto ottenuto nel primario hanno potuto riversarsi sul secondario per acquistare ulteriori titoli, facendo in modo che il titolo continuasse ad essere scambiato e mantenesse liquidità. Naturalmente il rendimento sul secondario non è soltanto il frutto della dinamica della domanda e dell'offerta ma è anche influenzato dall'andamento dei tassi di interesse, che negli ultimi periodi ha seguito un trend al ribasso, causando la riduzione ulteriore del rendimento del titolo ibrido. Essendo il titolo ibrido *fixed*

¹³⁰ Gli analisti della sim ritenevano infatti che le attuali condizioni di mercato, che mostrano interesse per tutte le obbligazioni, avrebbero consentito al gruppo di collocare lo stesso ammontare di bond corporate tradizionali a un costo decisamente inferiore, anche di 200 punti base.

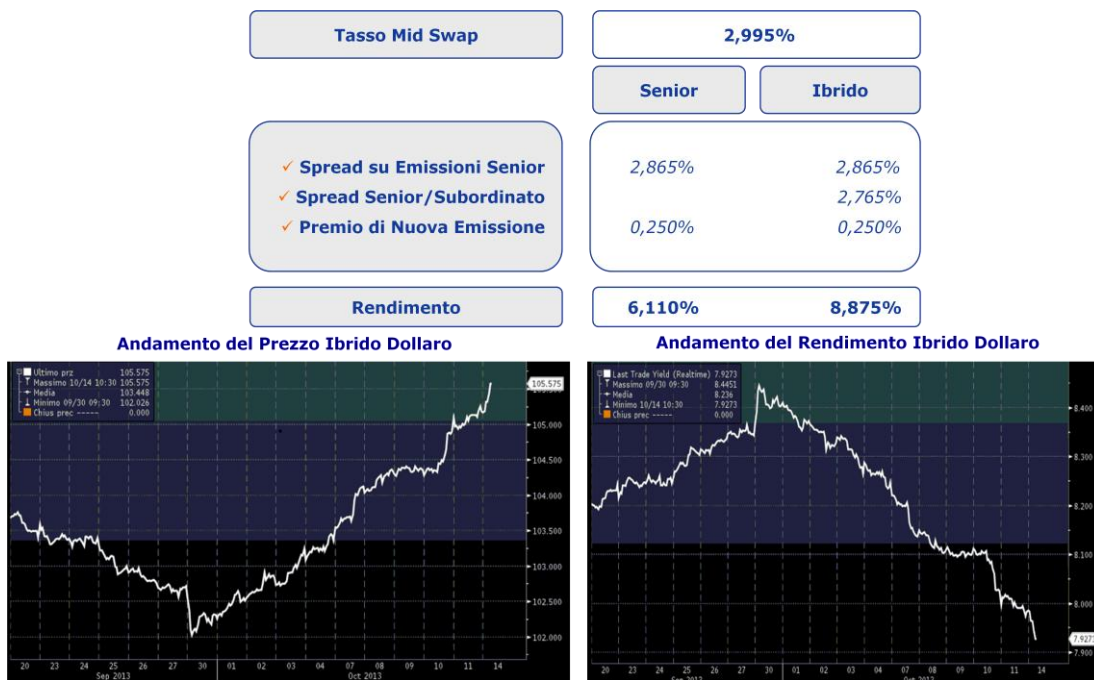
income, cioè con cedole certe e predefinite, le dinamiche della domanda si scaricano direttamente sul suo valore, comportando una quotazione sopra la pari.

Figura 68: Pricing dell'emissione in euro e in sterline del 3 settembre 2013



Fonte: Enel

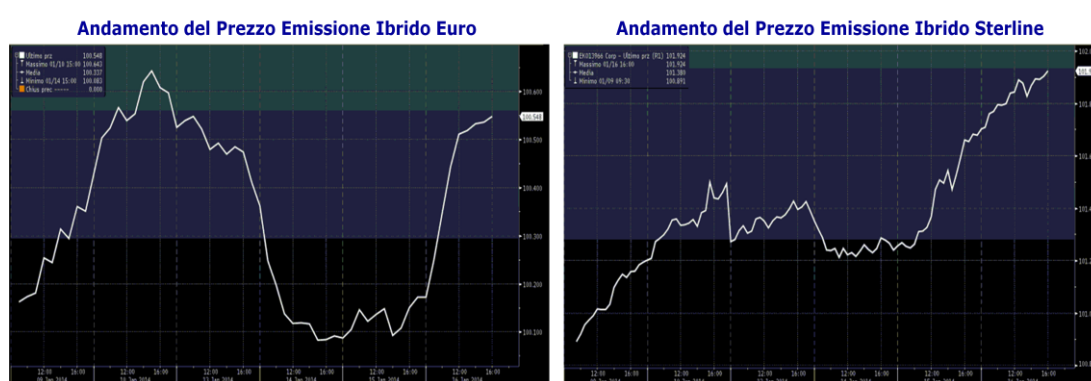
Figura 69: Pricing dell'emissione in dollari del 17 settembre 2013



Fonte: Enel

Figura 70: Pricing dell'emissione in euro e sterline dell'8 gennaio 2014

	EURO	GBP
Tasso Mid Swap	1,477%	2,661%
Spread vs. Tasso Mid Swap	3,648%	4,089%
Premio Nuova Emissione	-	-
Rendimento	5,125%	6,750%



Fonte: Enel

4.4.4 Motivazioni dell'emissione

Come si è spiegato in precedenza l'emissione di bond ibridi rientra nelle misure adottate da Enel per una gestione dinamica del debito, poiché essa permette di:

1. completare la strategia di *de-leveraging*, già intrapresa mediante la dismissione di *asset*;
2. di difendere il rating;
3. di integrare e supportare la strategia di crescita organica di lungo termine;
4. di migliorare la flessibilità della struttura del capitale.

Infatti Enel, così come le altre *utility*, sta affrontando un'evoluzione del contesto operativo, caratterizzato da un notevole cambiamento strutturale (livello del prezzo basso, margini sotto pressione, incertezza normativa). Questi aspetti non solo indeboliscono il profilo di rischio dell'azienda, ma causano anche un deterioramento dei parametri creditizi: non a caso nel 2012 Moody's ha tagliato il rating di Enel da Baa1 a Baa2 con *outlook* negativo. Questa situazione ha costretto Enel ad attenersi ad una rigorosa disciplina finanziaria a sostegno del credito, atta a soddisfare sia gli

interessi delle agenzie di rating/creditori sia quelle degli azionisti. Infatti lo strumento ibrido permette un'attuazione relativamente più breve rispetto ad un tradizionale aumento di capitale, evita la diluizione degli azionisti esistenti, ma soprattutto sostiene gli sforzi volti alla stabilizzazione delle metriche creditizie (migliora il profilo di credito dell'emittente senza che si faccia ricorso all'emissione di nuove azioni), poiché una parte consistente del suo valore nominale (50%) viene considerata *equity* da parte delle agenzie di rating. Inoltre il debito ibrido offre all'Enel la possibilità di coprire i costi legati alla riserva di liquidità che il Gruppo deve detenere, sotto forma di linee di credito a lungo termine e *commercial paper*¹³¹, per far fronte all'eventuale rischio di un futuro *credit crunch*, in caso di turbolenza dei mercati. Infatti questa sorta di assicurazione comporta un costo annuo di circa 23 milioni di euro, che risulta più che sufficiente a coprire il rendimento riconosciuto sui titoli ibridi¹³². L'emissione di bond ibridi non permette certo ad Enel di rinunciare totalmente alla sua riserva di liquidità, ma gli consente comunque di raggiungere una maggiore flessibilità nella struttura del capitale e di utilizzare uno strumento ben visto dagli investitori. Infatti va tenuto conto che l'attuale contesto caratterizzato da bassi tassi d'interesse incoraggia l'emissione di tali strumenti, poiché attrae quegli investitori desiderosi di rendimenti più alti, senza però un'eccessiva differenza in termini di costo tra un'emissione di obbligazioni ibride e un'emissione di obbligazioni tradizionali.

4.4.5 Possibili evoluzioni future

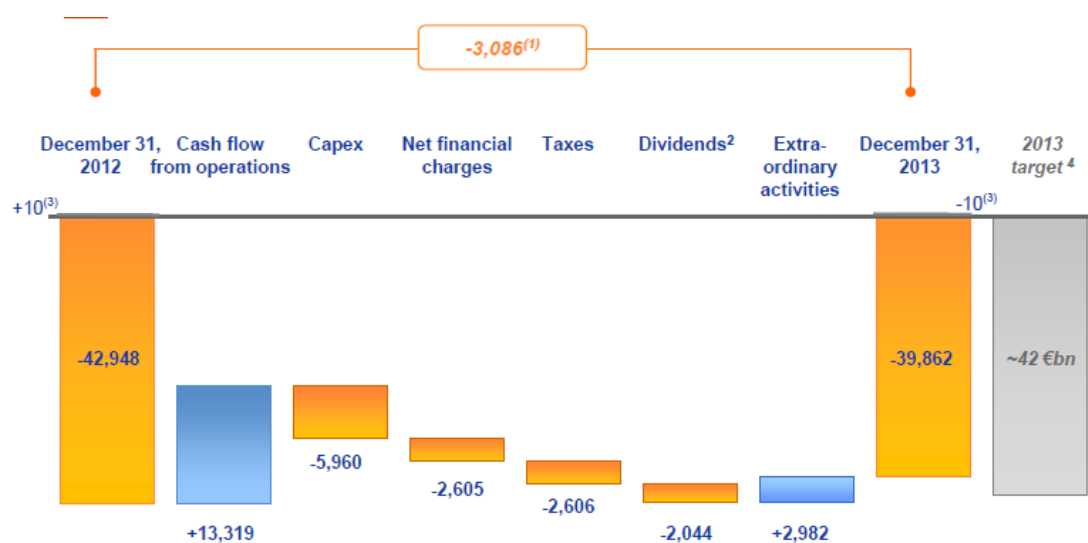
Grazie a tali misure volte alla gestione dinamica del debito, Enel nel 2013 è riuscita ad abbattere il muro dei 40 miliardi di euro, raggiungendo quota 39,9 miliardi, in diminuzione di 3 miliardi rispetto ai 42,9 registrati alla fine del 2012. I dati consolidati indicano che i risultati della gestione corrente e gli effetti positivi delle operazioni straordinarie finalizzate nel corso del 2012-2013, tra cui le cessioni di *asset* e l'emissione di ibridi, hanno più che compensato il fabbisogno generato dagli

¹³¹ Strumento di finanziamento a breve termine utilizzato dalle imprese per finanziare i fabbisogni di capitale circolante. La *commercial paper* è uno strumento negoziato sui mercati internazionali funzionalmente equivalente alla cambiale finanziaria che circola sul mercato italiano. Questi strumenti vengono in genere utilizzati dalle società ad elevato standing che riescono così a raccogliere fondi per finanziare il fabbisogno di capitale circolante, a breve termine, ad un tasso di interesse inferiore rispetto al credito bancario.

¹³² Edwards B. e Emsden C., Enel Follows America Movil and Volkswagen with Risky Debt Sales, Wall Street Journal, 3 settembre 2013. p. 2

investimenti di esercizio e dal pagamento di dividendi, interessi e imposte e hanno determinato un miglioramento della posizione finanziaria superiore a quanto atteso (Figura 71). L'efficace gestione del capitale circolante e le azioni di *deleveraging* che hanno portato il debito sotto i 40 miliardi di euro fanno coppia con la crescita nei mercati emergenti e lo sviluppo costante delle rinnovabili¹³³.

Figura 71: Evoluzione dell'indebitamento netto



Fonte: Enel

Con un milione e trecento mila azionisti e una liquidità, che nei periodi di massima crisi economica hanno garantito al Gruppo un *survival period*¹³⁴ di due anni, Enel ha iniziato dunque il 2014 con il passo giusto per centrare l'obiettivo di riduzione del debito netto a 37 miliardi entro la fine dell'anno e nel contempo proseguire il trend di crescita e sviluppo nei mercati più significativi così come preannunciato nel piano industriale al 2017. Se a questo si aggiunge che l'azienda da un lato ha in programma di assumere oltre 1500 giovani in Italia e, dall'altro, ha aperto il nuovo anno con un record di produzione globale dei suoi impianti rinnovabili, gli elementi per prevedere che il 2014 del Gruppo possa essere positivo su molteplici fronti ci sono tutti.

Le priorità strategiche fissate per il Gruppo nel periodo di piano 2014-2018¹³⁵ tengono conto dello strutturale cambiamento atteso negli scenari di riferimento,

¹³³ http://www.enel.it/it-IT/eventi_news/news/enel-l-ebitda-sale-il-debito-scende/p/090027d98215b948

¹³⁴ Il Survival Period rappresenta il periodo durante il quale un ente può continuare ad operare senza bisogno di generare fondi addizionali, riuscendo a soddisfare tutti i pagamenti dovuti ai sensi dell'ipotizzato scenario di stress.

¹³⁵ http://www.enel.com/it-IT/investors/our_business/industrial_plan/key_priorities/

relativi sia ai macrosistemi economici mondiali che al settore energetico. In particolare, si prevedono le seguenti principali linee guida di evoluzione di tali scenari: (i) i mercati emergenti continueranno a guidare i processi di crescita mondiali; (ii) l'innovazione tecnologica costituirà uno degli elementi rilevanti nell'evoluzione delle tendenze nel settore energetico; (iii) il cliente finale sarà sempre più "consapevole" sia dal punto di vista tecnologico che dal punto di vista ambientale; e (iv) i sistemi regolatori si focalizzeranno sempre di più sulle tematiche ambientali e i costi di sistema. Il Gruppo è pronto ad affrontare queste nuove sfide del settore energetico attraverso le seguenti priorità strategiche:

1. proseguimento del percorso virtuoso di generazione di cassa;
2. riduzione dell'indebitamento, ottimizzazione del portafoglio attivi e riorganizzazione del Gruppo, anche attraverso operazioni di *minority buy-outs*¹³⁶;
3. proseguimento del percorso di crescita organica nella generazione convenzionale (limitatamente ai mercati emergenti) e da fonti rinnovabili, nonché nella distribuzione e nella vendita di energia elettrica e gas.

A fronte di tali priorità strategiche le azioni manageriali verteranno ne:

1. La protezione dei margini e della generazione di cassa nei mercati maturi di riferimento. Nel quadro macroeconomico di riferimento, che continua a presentare una connotazione negativa, assume particolare rilevanza il piano di riduzione dei costi e di efficientamento previsto nel piano strategico. Tale piano prevede una riduzione cumulativa dei costi (rispetto ai costi fissi controllabili del 2012), pari a circa 4 miliardi di euro nel periodo 2013-2017, nelle diverse geografie e comparti del Gruppo ed in particolare nei mercati maturi, Spagna e Italia. Sempre con riferimento ai mercati maturi, sono previsti investimenti complessivi per circa 11 miliardi di euro nell'intero arco di piano. In particolare, gli investimenti in attività di generazione passeranno da circa 5,3 miliardi di euro del piano precedente a circa 4,6 miliardi del piano attuale. La capacità installata passerà da 59 GW nel 2012 a 52 GW nel 2017. Gli

¹³⁶ Minority Buy-out si verificano quando l'azionista di controllo incrementa la sua percentuale di possesso acquisendo azioni dalle minoranze.

investimenti in attività di distribuzione passeranno da circa 6,2 miliardi di euro del piano precedente a circa 6,5 miliardi del piano attuale.

2. L'incremento degli investimenti nei mercati in crescita dell'Est Europa e dell'America Latina, nonché nelle energie rinnovabili. Con riferimento ai mercati in crescita, il nuovo piano industriale prevede un incremento pari al 2,5% degli investimenti complessivi rispetto al piano 2012-2016. In particolare, gli investimenti dedicati allo sviluppo passeranno da circa 8,7 miliardi di euro del piano precedente a circa 9,4 miliardi del piano attuale. La capacità installata passerà da 38 GW nel 2012 a 43 GW nel 2017.
3. Rafforzamento della struttura patrimoniale e ottimizzazione del portafoglio (Figura 72). Al fine di rafforzare la struttura patrimoniale del Gruppo e di ottimizzare il portafoglio degli attivi, il nuovo piano industriale prevede un piano di dismissioni pari a circa 6 miliardi di euro e un programma di emissioni di strumenti obbligazionari ibridi per un controvalore complessivo di circa 5 miliardi di euro da realizzare entro il 2015 (Figura 73).

Figura 72: Rafforzamento dei risultati di bilancio e ottimizzazione del portafoglio

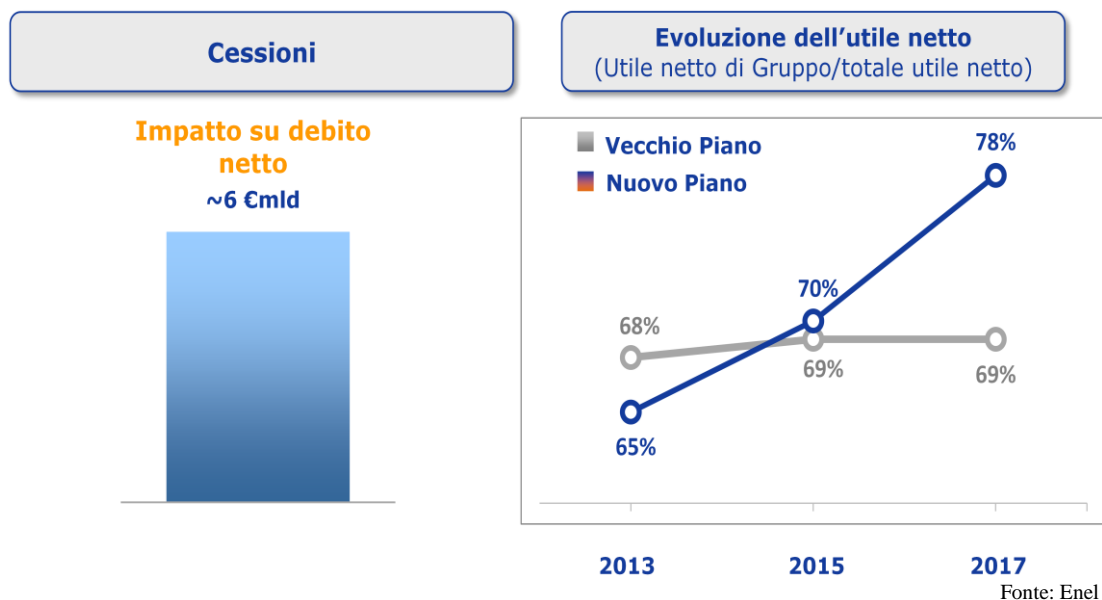


Figura 73: Programma di deleveraging raggiunto e prospettato

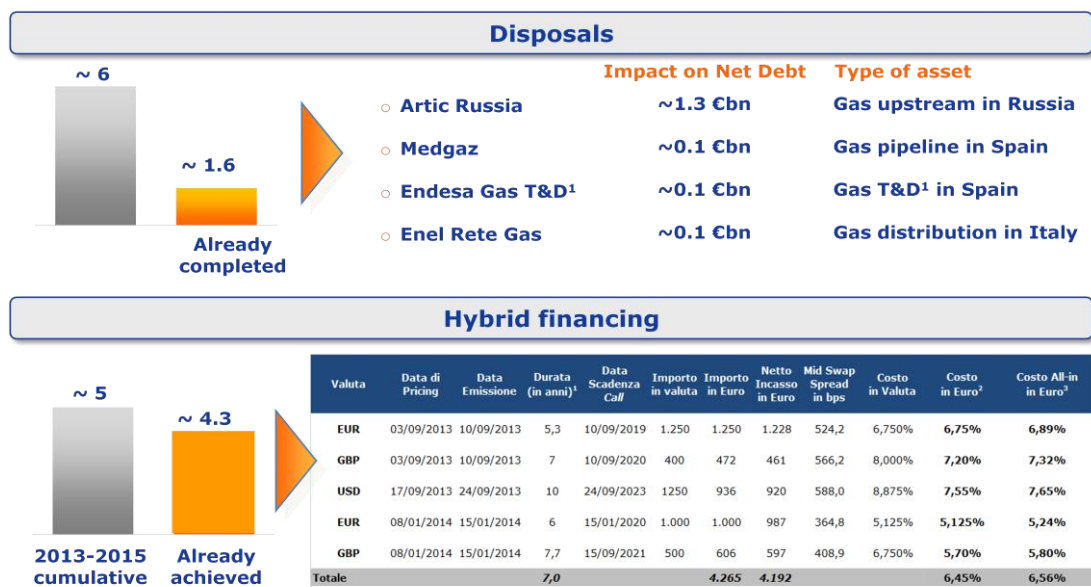
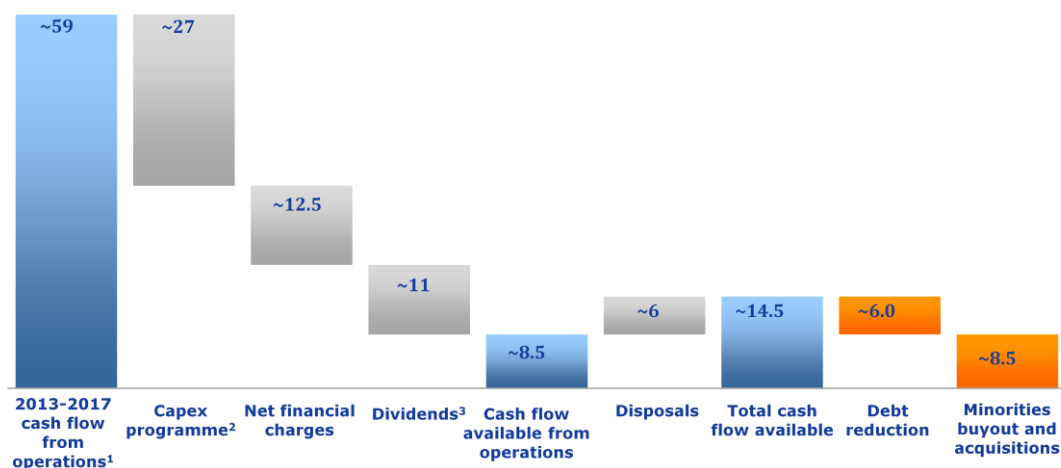


Figura: Enel

4. Avanzamento nella riorganizzazione del Gruppo anche attraverso operazioni di *minorities buy-out*. Durante il periodo di piano, il Gruppo proseguirà nella strategia di semplificazione della propria struttura societaria anche attraverso operazioni di *minorities buy-out* che, una volta finalizzate, si prevede possano incrementare la parte di utile netto consolidato di pertinenza del Gruppo dal 65% del 2013 al 78% del 2017.
5. Continua attenzione alla stabilità finanziaria. Si prevede che le azioni fin qui illustrate possano consentire al Gruppo di generare un *cash-flow* da attività operative pari a circa 59 miliardi di euro nell'arco di piano, che sarà destinato a finanziare investimenti per circa 27 miliardi di euro, rimborsare oneri finanziari per circa 12,5 miliardi di euro e distribuire dividendi per circa 11 miliardi di Euro. Inoltre, a seguito della realizzazione del citato programma di dismissioni per circa 6 miliardi di euro, la cassa totale cumulata rimanente del Gruppo (pari a circa 14,5 miliardi di euro) sarà destinata principalmente a ridurre l'indebitamento netto consolidato ed a finanziare operazioni di *minorities buy-out*.

Figura 74: Il piano strategico di Enel - Riduzione del debito netto mediante la generazione di cassa o ottimizzazione del portafoglio delle partecipazioni (€mld)



1. Dopo le tasse
2. Al netto dei contributi di allacciamento pari a circa 3.1 €mld
3. Di cui ca. 6.8 €mld ad Enel e ca. 4.0 €mld a minorities

Fonte: Enel

Alla presentazione del piano industriale 2014-2018, avvenuta lo scorso 12 marzo le agenzie di rating e gli istituti di credito internazionali (JP Morgan, MainFirst Bank, UBS, Exane, Mediobanca e Natixis) si sono mostrati entusiasti e hanno promosso il Gruppo. La più generosa verso Enel è stata J.P. Morgan che ha alzato il target price da 3,3 euro a 4,3 euro migliorando anche il rating da *Neutral* ad *Overweight*. Significativa anche la decisione di Credit Suisse, che ha portato da 2,9 euro a 3,2 euro il target price (rating immutato a *underperform*)¹³⁷. La consacrazione è arrivata anche da un autorevole quotidiano tedesco, *il Frankfurter Allgemeine*, che pronosticò per il Gruppo una forte fase di crescita, riscontrando che il titolo di Enel è attualmente tra quelli consigliati da UBS (l'Unione delle Banche Svizzere), visto che nel corso di 12 mesi il suo valore è notevolmente aumentato, passando da 4,15 a 4,25 euro e attestandosi al momento a quota 4 euro. Sempre secondo il Frankfurter, il Gruppo è riuscito a controllare il suo indebitamento, dando così vita a una tendenza positiva che appare unica in quest'ambito, stabilendo ambiziosi obiettivi da qui al 2016 che "appaiono realistici", e prevedono nello stesso arco di tempo addirittura un raddoppio dei dividendi.

¹³⁷https://www.enel.it/it-IT/eventi_news/news/il-piano-di-enel-convince-l-europa/p/090027d9821a60a9

Diversa è l'opinione espressa da Citi, in report pubblicato il 29 maggio 2014, secondo cui non è verosimile ritenere che il dividendo e l'utile di Enel possa crescere nei prossimi anni, giudicando il nuovo piano industriale non realistico alla luce delle nuove tendenze di mercato: gli analisti hanno portato il rating sul colosso dell'elettricità dal precedente *neutral* a *sell*, consigliando agli investitori di vendere il titolo Enel con un target price di €3,5 (in calo dalla precedente indicazione di €3,8). L'*equity* storia di Enel si basa, come si è spiegato in precedenza, sulla crescita di utile e dividendo derivanti da un moderato incremento dell'EBITDA, dalla riduzione del debito e dal buyout delle minoranze; ma gli analisti di Citi ritengono che questa prospettiva verrà ostacolata dal calo dei margini di approvvigionamento in Italia e Spagna e dalla pressione normativa che limiterà il calo del debito. Alla luce di questo quadro di peggioramento, Citi ha riconsiderato le stime sull'EBITDA, prevedendo una riduzione media annua dello 0,9% (rispetto al dato del 2014) fino al 2018, ovvero dai 15,608 miliardi di euro stimati per quest'anno ai 14,785 miliardi del 2015 fino ai 14,622 miliardi del 2016. Tutto questo porterà a un calo dell'utile per azione (-2,9% l'anno nel periodo 2014-2018): dai 0,35 euro per azione previsti per quest'anno ai 0,29 euro per azione del 2015 fino ai 0,28 euro per azione del 2016, mentre il rapporto Debito Netto/EBITDA dovrebbe rimanere invariato intorno a 2,9, rendendo il programma di cessioni del gruppo più una necessità che un'opportunità. Inoltre, anche ipotizzando un aumento del payout, il dividend yield¹³⁸ (3,3% quest'anno, 3,5% il prossimo e 3,3% nel 2016) resterà contenuto e la valutazione di Enel tirata. Gli analisti di Citigroup si aspettano per quest'anno un dividendo solo leggermente più alto di quello del 2013: da 0,13 a 0,14 euro per azione. L'anno prossimo dovrebbe salire ancora a 0,15 euro per azione, per poi scendere a 0,14 euro nel 2016. Per cui Citi intima ad Enel di tornare alla realtà.

Il 2014 dovrebbe essere un buon anno per Enel, grazie a margini di approvvigionamento sopra la media in Spagna e in Italia e alla buona produzione del

¹³⁸ Dividend yield è un termine inglese che individua il rapporto tra il dividendo ed il prezzo di mercato di un titolo quotato su un mercato regolamentato. Il dividend yield è quindi un indicatore che nel campo dell'analisi fondamentale misura l'appetibilità di un titolo quotato in relazione alla sua capacità di poter retrocedere agli azionisti dividendi più o meno corposi. Un titolo di una società quotata che nel tempo mantiene un dividend yield elevato viene di norma premiato dal mercato con un rialzo dei prezzi in quanto appetibile sia al pubblico dei piccoli risparmiatori, sia da parte dei gestori di fondi comuni e degli investitori istituzionali. Una società quotata che garantisce ai propri azionisti un elevato dividend yield ha spesso sia un basso indebitamento, sia un bilancio con gli utili e con i ricavi crescenti anno su anno.

business idro, soprattutto in Italia. Tuttavia, le vendite nel 2015 dovranno passare attraverso un calo dei prezzi dell'energia, portando a una riduzione dei margini. La normalizzazione del business idroelettrico e il calo degli *asset* regolamentati porteranno a una riduzione del 5,3% dell'EBITDA (0,8 miliardi di euro) e del 16% dell'EPS del prossimo anno. Il bilancio di Enel resta quindi fragile, anche se gli analisti si aspettano che il livello del debito netto del gruppo diminuisca nei prossimi anni dai 48,574 miliardi del 2013 a 45 miliardi quest'anno, a 43,638 il prossimo e a 41,681 miliardi nel 2016, i rapporti FFO/Debito Netto e Debito Netto/EBITDA dovrebbero rimanere invariati rispetto ai livelli del 2013 fino al 2016. "Questo a nostro avviso inibirà l'acquisizione in contanti delle quote di minoranza e operazioni di razionalizzazione in America latina, mentre acquisizioni importanti ci sembrano improbabili nel breve termine", affermano gli analisti di Citi. Infine, per la banca d'affari, alcune assunzioni del piano, come i tassi di cambio in linea con quelli del 2013 e i prezzi dell'energia elettrica in Italia e in Spagna moderatamente crescenti, appaiono irrealistici alla luce dei recenti sviluppi del mercato. Citi inoltre mette in evidenza i crescenti rischi di regolamentazione in Italia, ad esempio il focus sul taglio delle bollette del 10%, rischi non scontati nel prezzo del titolo Enel¹³⁹. Gli analisti si aspettano quindi che il management di Enel aggiorni al più presto il mercato sulle prospettive del Gruppo.

¹³⁹ Gerosa F., Citi suona la sveglia su Enel, bilancio fragile e target non realistici, Milano Finanza, 29 maggio 2014.

CONCLUSIONE

Il lavoro svolto ha voluto analizzare, nei loro molteplici aspetti, i Corporate Hybrid Bond, obbligazioni ibride subordinate, inizialmente utilizzate solo da società finanziarie, ma che negli ultimi anni stanno notevolmente prendendo piede anche tra le corporate. Grazie alla loro flessibilità, sono infatti in grado di coniugare gli interessi e le esigenze di emittenti ed investitori, tanto che ormai costituiscono elemento essenziale di una strategia volta alla gestione dinamica del debito, specialmente per quelle imprese, come le *utility*, che stanno subendo il peso dell'indebitamento accumulato negli anni precedenti e la pressione da parte delle agenzie di rating.

Valutando la tipologia degli attuali emittenti, si è riscontrato che il 2013 è stato un anno nel quale l'utilizzo dei bond ibridi, come strumenti per il finanziamento, ha subito un cambiamento significativo. Mentre in precedenza le emissioni di ibridi venivano effettuate in diversi settori, tra il 2010 e il 2012 lo strumento è stato prerogativa delle *utility*. Tuttavia, anche in questo settore, l'attività di emissione si è arrestata dopo il 2010 per poi riprendere dal 2012, con le prime offerte *multitranche* e multivaluta, come nel caso di RWE.

Nel 2013 questa tendenza è proseguita: compagnie come EDF, Enel e National Grid hanno sfruttato il mercato con emissioni di ibridi di elevato importo e anche altri settori *capital intensive*, come quello delle telecomunicazioni, hanno visto in tale strumento una fonte di finanziamento attraente. Dall'inizio del 2013 sono stati emessi 30 miliardi di euro di bond ibridi, di cui 4,5 miliardi emessi solo da EDF che complessivamente raggiunge quota 10 miliardi di euro di debito ibrido in circolazione, diventando il più grande emittente di bond ibridi in Europa. La maggior parte dei bond recenti ha un valore nominale di 50.000 euro o superiore (22 bond), e quindi diversamente dal passato non presentano più un formato idoneo agli investitori *retail*. Ci sono molte obbligazioni ibride con rating sull'orlo dell'investment grade, come, per esempio, quelle emesse da Vinci (Baa3/BBB-/BBB), Iberdrola (Baa3/BB+/BBB-), Solvay (Baa3/BBB-/BBB), Bayer (Baa3/BBB-/BBB+), RWE (Baa3/BBB/BBB), Tennet (Baa3/BBB), Dong Energy (Baa3/BBB/BBB).

In generale, la motivazione predominante che spinge all'emissione di bond ibridi è una combinazione di pressione sulla performance operativa ed elevati CAPEX, con deterioramento dei parametri creditizi; inoltre tali strumenti possono essere considerati una valida alternativa al debito puro o al patrimonio netto nel finanziamento di una acquisizione. In un ambiente, caratterizzato da bassi tassi d'interesse, risulta quindi conveniente emettere titoli ibridi, al fine di sfruttare il loro effetto positivo sulle metriche creditizie e attenuare la pressione sul profilo di credito e di rating. Dall'analisi dei piani strategici si è evidenziato che le *utility* europee, specialmente quelle integrate verticalmente, si trovano ad affrontare un'evoluzione del contesto operativo, caratterizzato da un notevole cambiamento strutturale (livello del prezzo basso, margini sotto pressione, incertezza normativa), che non solo indebolisce il profilo di rischio dell'azienda, ma causa anche un deterioramento dei parametri creditizi. Questa situazione coinvolge anche le società di telecomunicazione europee, che si trovano ad affrontare una crescente concorrenza e un peggioramento dei margini nel loro *core business*. In questo contesto molte imprese non hanno altra scelta se non attenersi ad una rigorosa disciplina finanziaria: la maggioranza delle *utility* europee ha infatti annunciato nel proprio piano industriale una serie di misure volte al sostegno del credito, già a partire dal 2011. Oltre a una riduzione di costi e alla dismissione di *asset*, tali misure includono anche interventi sul capitale, in cui le imprese si trovano ad affrontare un *trade-off* tra gli interessi degli obbligazionisti/agenzie di rating da una parte e quelli degli azionisti dall'altra. Proprio per ottemperare a queste esigenze, molte *utility* hanno dichiarato la loro intenzione di emettere quantità considerevoli di bond ibridi. Tale strumento consente infatti un'attuazione relativamente breve, sostiene gli sforzi per la stabilizzazione dei parametri creditizi grazie al contenuto di *equity*, evita la diluizione degli azionisti esistenti. Risulta inoltre molto utile per quelle imprese a proprietà statale che hanno un accesso limitato al mercato del capitale proprio. Oltre tutto l'ambiente caratterizzato da bassi tassi d'interesse permette di emettere tali titoli a costi relativamente bassi e allo stesso tempo incentiva gli investitori a ricercare quegli investimenti che garantiscano un rendimento maggiore.

Tuttavia, studiando i report delle agenzie di rating, è stato ampiamente compreso che la sola emissione di titoli ibridi non è sufficiente a difendere il rating dell'emittente,

specialmente in un contesto economico difficile come quello attuale: in passato RWE è stato declassato di una tacca (notch), nonostante avesse emesso una quantità consistente di strumenti ibridi. Infatti non bisogna dimenticare che si tratta comunque di un debito, seppur subordinato, che richiede di essere rimborsato alla prima *call-date*, se non si vuole perdere il contenuto di *equity* riconosciuto e quindi far venir meno lo scopo stesso dell'emissione. Non a caso sia Moody's che S&P hanno posto dei limiti alla quantità di ibridi che può essere presente nella struttura del capitale (25%).

Osservando le strategie degli emittenti, gli ibridi non sembrano più essere considerati solo uno strumento opportunistico volto alla difesa del rating, anzi gli emittenti sembrano sempre più considerarlo un normale elemento delle loro fonti di finanziamento, che intendono sfruttare più regolarmente in futuro per finanziare i propri piani di spesa in conto capitale e il pagamento dei dividendi. Le imprese poi tendono ad emettere tranches di importo elevato: fino al 2012 l'ammontare emesso di aggirava intorno ai 500-750 milioni, mentre nel 2013 le nuove emissioni mostrano dimensioni superiori a 1 miliardo di euro. In particolare i nuovi emittenti, come EDF, Veolia, GDF e Enel hanno sfidato il mercato con offerte *multitranches* e multivaluta, al fine di diversificare la base degli investitori. Oltretutto le obbligazioni emesse dopo la rivisitazione della metodologia da parte di S&P nel 2011, mostrano strutture relativamente simili, quali in differimento facoltativo degli interessi, il *replacement language* e le clausole *call* e di *step-up*. Comune a tutti questi titoli è la perdita del contenuto di *equity* dopo la prima *call-date*, poiché non sono corredati dal Replacement Capital Covenant giuridicamente vincolante.

Ci si attende che l'emissione di bond ibridi rimanga elevata nei prossimi due anni e che il volume delle obbligazioni in circolazione continui a crescere, anche se molto probabilmente ad un ritmo più lento rispetto al 2013. Questa opinione dovrebbe essere supportata dal fatto che gli strumenti ibridi, come si è detto in precedenza, ora sono considerati come normali elementi del mix di finanziamento, e non solo utilizzati per finanziare investimenti ed acquisizione; dal fatto che vi è una persistente pressione sul rating di società appartenenti a settori *capital intensive*, come quello delle telecomunicazioni e delle *utility* e dal fatto che vi è la necessità di rifinanziare quelle obbligazioni con prima *call-date* nel 2015. Proprio in base a

queste considerazioni, si è stilata una lista dei nuovi possibili emittenti, che continueranno ad appartenere principalmente al settore delle telecomunicazioni e delle *utility*, come GDF Suez, Iberdrola, America Movil, Vattenfall e Telefonica.

Enel, uno dei principali emittenti degli ultimi due anni, ancora non ha definito con chiarezza le modalità con cui intende rifinanziare tale debito ibrido alla prima *call-date*, per non perdere il contenuto di *equity* riconosciuto dalle agenzie di rating. Le alternative percorribili sono tre: estinguere il prestito attraverso i *cash flow* prodotti dal Gruppo, che continuano ad essere positivi nonostante il periodo di crisi (probabilità medio-alta); rifinanziare il prestito con una nuova emissione di titoli equivalenti (probabilità alta); effettuare un aumento di capitale (probabilità molto bassa poiché si andrebbe incontro a quegli inconvenienti, in termini di diluizione e di costo, che hanno spinto il Gruppo ad optare per i bond ibridi).

Enel in questo momento sta valutando la possibilità di effettuare un'ulteriore emissione di strumenti finanziari ibridi denominati in dollari per giugno 2014 al fine di completare il programma di 5 miliardi di euro previsto dal piano industriale. Tuttavia i *cash flow* attesi dalla dismissione di *asset* previsti nel piano industriale, destinati alla copertura dei fabbisogni finanziari e alla riduzione del debito, sembrano rendere questa nuova emissione non così urgente. In altre parole Enel nei prossimi giorni deciderà se varrà la pena o meno intraprendere questa nuova iniziativa. In realtà, stando all'ultima analisi effettuata da Citi, il piano industriale di Enel risulterebbe troppo ottimista rispetto alle condizioni di mercato e regolamentari odierne e future, che appunto vedono una domanda di energia stabile se non in diminuzione fino al 2020, un possibile taglio alle bollette e limitazioni nella dismissione di *asset* in Spagna. Molto probabilmente Enel sarà costretta a rivedere in negativo il proprio piano, prospettando un futuro meno florido, e ad emettere questa ulteriore *tranche* di bond ibridi al fine di rassicurare gli azionisti. Renzi ha inoltre intimato al nuovo amministratore delegato, Francesco Starace, di tornare a "fare industria"¹⁴⁰, investendo in tecnologia, ricerca e posti di lavoro, e di dare meno peso alla finanza, rinunciando agli utili di breve periodo. Se, dal punto di vista teorico, tale consiglio appare lodevole, dato che ormai Enel sembra trasformatasi, specialmente

¹⁴⁰http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2014/05/12/news/cambio_allenel_i_piani_di_starace_per_aumentare_gli_utili_e_ridurre_il_debito-85885041/

nel contesto italiano, in una holding finanziaria, dal punto di vista pratico risulta assai difficile da rispettare e comunque di non breve periodo. Enel infatti, così come tutte le società energetiche, è caratterizzata da investimenti di importo molto elevato, con ritorni a lungo termine, e stretto rapporto con l'economia reale (come dimostra il calo di risultati delle utility in tutta Europa a partire dal 2008, con l'inizio della recessione). La prima sfida cui si troverà di fronte Starace sarà di ribaltare la tendenza e non potrà che farlo certificando il calo strutturale della produzione di energia elettrica basata su fonti "tradizionali": in Italia, in particolare, ma anche in Europa c'è un surplus di energia in offerta che sta costringendo le grandi utility a chiudere impianti non più redditizi. Tutto ciò a causa della crisi ma anche dello sviluppo delle rinnovabili: in Italia e Spagna, tra il 2012 e il 2013, c'è stata una riduzione di produzione di energia da fonti termoelettrica rispettivamente di 22 e 27 terawattora, mentre nello stesso tempo la produzione di rinnovabili è salita di 15 e 25 terawattora. Starace dovrà quindi confermare la politica che ha visto Enel Green Power concentrarsi soprattutto nei paesi in via di sviluppo (Europa dell'est e Sud America) o nazioni in cui il livello degli incentivi è stato molto basso (Stati Uniti) per evitare contraccolpi con la fine dei sussidi (come accaduto in Germania prima, Spagna e Italia dopo). Il perimetro degli investimenti di Enel Green Power sarà destinato ad allargarsi a mano a mano che lo sviluppo della tecnologia dell'eolico e del fotovoltaico renderà i progetti sempre più economici e, in ogni caso, Egp ha già iniziato la fase di sviluppo in Africa, il continente che trainerà il business energetico "verde" del prossimo decennio. Il nuovo Amministratore Delegato non potrà comunque esimersi dal tenere sotto controllo la voce finanziaria che più preoccupa il mercato e gli analisti. Entro la fine del 2015, il gruppo Enel ha promesso di abbassare il debito complessivo dagli attuali 41,5 a 36 miliardi e, non potendo più tagliare gli investimenti in nome dell'accelerazione del piano industriale, sarà inevitabile procedere a ulteriori dismissioni di *asset*. Per ridurre il debito, sarà costretta a tenere in considerazione tutti gli *asset* che possiede, anche quelli che stanno registrando una performance positiva per il Gruppo, come l'ex monopolista slovacco, Slovenské Elektrárne, acquistato nel 2004, il cui fatturato è cresciuto del 35%, ma la redditività è rimasta stabile a causa degli ingenti investimenti sostenuti da Enel per la riqualificazione della centrale nucleare di Mochovce.

BIBLIOGRAFIA

A Guide to Investing in Hybrid Securities, Wells Fargo Advisors, 2013.

Agnoli S., Enel avanti con il piano taglia-debiti, Corriere della Sera, 17 gennaio 2014.

Altman E.I. e Karlin B.J., Defaults and Returns in the High-Yield Bond and Distressed Debt Market: The Year 2009 in Review and Outlook, Special Report, 2010.

Altman E.I., Brady B., Resti A. e Sironi, A., The Link between Default and Recovery Rates: Theory, Empirical Evidence and Implications, Journal of Business 78, 2005.

Arndt J. e Huefner M., Corporate Hybrids Update, UniCredit Credit Research, luglio 2012.

Barclay M.J. e Smith C.W., The Priority Structure of Corporate Liabilities, The Journal of Finance 50, 1995.

Basel Committee on Banking Supervision 1988.

Basel Committee on Banking Supervision 1998.

Bisset N., European utilities: Hybrid Issuance is credit positive, but cannot alone remedy underlying credit weakness, Moody's Research, Settembre 2013.

Bocconi S., Bond la carica di inizio anno, Corriere della Sera, 9 Gennaio 2014.

Bolger A., Europe's 'hybrid' debt enjoys renaissance, Financial Times, 12 Settembre 2013.

Bruno P. e Stirpe A., Diritto societario con ruolo su misura per i bond ibridi, Il Sole 24 Ore, Norme e Tributi, 3 novembre 2013.

Carlsson P., Holm O., Sello M., Corporate Hybrid Capital - Expensive Debt or Cheap Equity?, Master Thesis, School of Business Economics and Law Goteborg University, 2006.

Campobasso G., Manuale di Diritto Commerciale, Utet, 2010

Carta M., La liberalizzazione dei servizi di interesse economico generale nell'Unione: il mercato interno dell'energia elettrica, in Il diritto dell'Unione Europea, n. 4/2003.

Castellarin R. e Valentinini P., Affari con i Bond OGM, Milano Finanza, 28 Settembre 2013.

Clercq De G., La fine dei dinosauri dell'elettricità (utilities), Reuters, Parigi, 8 Marzo 2013.

Colavecchio A., I mercati interni dell'energia elettrica e del gas naturale: profili comunitari, in Rassegna giuridica dell'energia elettrica, fasc. 3-4/2001.

Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, Basilea 3 - Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, Banca dei Regolamenti Internazionali, Dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011).

David A. e Kulkarni A., Hybrid Securities: Lured by Yield, Macquarie Investment Management, 2010.

Deufer P., Pricing Hybrid Bonds, Bachelor Thesis, Karlsruhe Institute of Thechnology, 2011.

Direttiva 96/92/CEE, 2009/72/EC, 2009/73/EC

Dominelli C., Enel boom di richieste per il prestito ibrido da 1,7 miliardi di euro, IlSole24Ore, 04 settembre 2013.

Dominelli C., Enel: 1,6 miliardi di bond ibridi, IlSole24Ore, 09 gennaio 2014.

Dulake S. e Keenan O., All you ever wanted to know about corporate hybrids but were too afraid to ask, European Credit Research JPMorgan, Luglio 2005.

Edwards B., Hybrid Bonds: A Trap for Yield Hunters, Wall Street Journal, giugno 2012.

Edwards B. e Emsden C., Enel Follows America Movil and Volkswagen with Risky Debt Sales, Wall Street Journal, 3 settembre 2013.

Federal Reserve Release 1996

Fitch, poco spazio per grandi utility europee per alzare rating, Il Sole 24 Ore, 26 Marzo 2013.

Gerosa F., Conti vede il debito a 40 miliardi e non teme privatizzazione, Milano Finanza, Novembre 2012.

Gibney, European Corporate Hybrids Handbook, Credit Suisse Fixed Income Research, 2010.

Godet M. Creating Futures. Scenario Planning as a Strategic Management Tool, London: Economica, 2006.

Goulden J. e Keenan O., A Framework for Pricing Corporate Hybrids: Introducing a Rock-Bottom Spread Framework for Finding the 'Fair Value' Price of Corporate Hybrids, Investment Research, JP Morgan, 2005.

Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition. Standard&Poor's.

Hybrid Security Analysis: New Criteria for Adjustment of Financial Ratios to Reflect the Issuance of Hybrid Securities. Novembre 2003.

Högselius P., "The Internationalization of the European Electricity Industry: The Case of Vattenfall," *Utilities Policy*, vol. 17,no. 3-4, September-December, 2009.

J.P. Morgan, Corporate Hybrid Teach-in, Febbraio 2014.

Keenan O., *European Corporate Hybrids: A new generation of hybrids beckons*, Investment Research, J.P. Morgan, 2010.

Keenan O. e Staszewski R., *European Corporate Hybrids: All you ever wanted to know about corporate hybrids*, Investent Research, J.P. Morgan, 2010.

Kreitmair S. e Kleindienst C., *Corporate Hybrid Bonds*, UniCredit Credit Research Sector Report, 2010.

Landroit P. e Ranouil R., *Corporate Hybrids: Performance-Enhancing Debt*, HSBC Global Research, 2010.

Lévêque F. e R. Monturus, *Mergers & Acquisitions within the European Power and Gas Sectors. Cases and Patterns*, CERNA/Ecole des Mines de Paris, 2008.

Maiorana P., Moretti G., Latorre G., *Finanza per la crescita: corporate bond e strumenti alternativi*, KPMG Research, 2013.

Maxwell J., Fourcade A., Maurer B., Kumar A., *Corporate Hybrids Guide: European Credit Trading Strategy*, Deutsche Bank Investment Research, Gennaio 2014.

Milne R. e Hughes J., *Hybrid Bond set for resurgence*, Financial Times, 15 Settembre 2010.

Monti E., *Manuale di Finanza per l'Impresa*, Isedi, 2009.

Moody's Guidelines for Rating Bank Hybrid Securities and Subordinated Debt, Novembre 2009.

Moody's Guidelines for Rating Insurance Hybrid Securities and Subordinated Debt, Gennaio 2010.

Newbery D., *What Are the Issues in Mergers and Acquisitions Arising from Electricity Market Restructuring?*, EUI Working Paper, RSCAS 2007/01, Florence School of Regulation, 2007.

Notargiovanni A., Degrassi G., Sanna R., *Governare la Riforma. Imprese, sindacato e regole nel mercato dell'energia*, IRES, 2006.

Ogg M., Havlicek B., *Moody's Hybrid Tool Kit: Limiting Equity Credit in the Capital Stucture*, Marzo 2008.

Osservatorio Utilities Agici - Accenture 2014 risultati dal XIV Workshop, 5 marzo 2014 – palazzo Clerici, Milano

Ou S., Corporate Default and Recovery Rates, Moody's Report Number 131388, 28 Febbraio 2011.

Ozeki K., Hybrid Securities, a New Investment Choice, Pimpo Research, 2007.

Ozgun B. Kan e Praveen Varma, Preferred Stock Impairments and Recovery Rates 1983-2008, Moody's Analytics Risk Management Services, Novembre 2009.

Patnaude A., Hybrid Bonds Are Latest Quarry in Hunt for Yield, Wall Street Journal, gennaio 2013.

Peveraro S., Con l'Ibrido, Enel aumenta il costo ma migliora il debito, Milano Finanza, 24 maggio 2013. p. 16

Peveraro S., Se il bond paga bene, Milano Finanza, 25 Maggio 2013.

Pinedo A., Next Generation Hybrid Securities, Wall Street Lawer, 2006.

Relazione e bilancio di esercizio di Enel SpA al 31 dicembre 2007.

Relazione e Bilancio di esercizio di Enel SpA al 31 dicembre 2013.

Regolamento 713/2009, 714/2009, 715/2009

Reichuber S., Corporate Hybrid Update, UniCredit Research, Marzo 2014.

Reichuber S., Utility hybrids - spoiled for choice, UniCredit Credit Research, agosto 2013.

Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit, Luglio 2010.

Rock-Bottom Spread Mechanics, JP Morgan Investment Research, 2001.

Ryan K., Ross J., Yen J., The New Wave of Hybrids-Rethinking the Optimal Capital Structure, in Journal of Applied Corporate Finance 19, 2010.

Ryll M., Are Corporate Hybrids set for a revival?, Investment Research, LBBW, 2010.

Ryll M., Difficult Conditions for Corporate Hybrids - What is Important in These Times?, Investment Research, LBBW, 2009.

Ryll, M., Emancipation of Corporate Hybrids. Investment Research, LBBW, 2010.

Schaffner B., A Valuation Framework for Pricing Hybrid Bonds, Master's Thesis, 2010.

Schülke C., The EU's Major Electricity and Gas Utilities since Market Liberalization, *Gouvernance Européenne et Géopolitique de l'énergie*, tomo 10, Ifri, 2010.

Ser L., S&P fissa il rating sul bond ibrido Enel, *IlSole24Ore*, 01 giugno 2013.

Sharon Ou, Corporate Default and Recovery Rates, Moody's Report Number 131388, 28 Febbraio 2011.

Sparrow J., Maurer B., Albrecht R., Corporate Hybrids: Still Evolving, Investment Research, The Royal Bank of Scotland, 2007.

Sprinzen S. et al., Hybrid Capital Handbook: September 2008 Edition, Investment Research, Standard & Poor's, 2008.

Stothard M., Hybrid bond issues hit record level, *Financial Times*, 6 Febbraio 2013.

Testarmata S., The Strategies of Local Utilities After the Liberalization of the European Energy Sector: Which Is the Emerging Business Model? The Case Study of Italy, Milano, McGraw-Hill, DSI Essays Series, 2009.

Teuber E., iBoxx Insurance Hybrid Bond Special, UniCredit Credit Research, maggio 2012.

Treatment and Notching of Hybrids in Nonfinancial Corporate and Reit Credit Analysis, Sector-Specific Criteria, Fitch Ratings, Dicembre 2012.

Troncatti P., Il settore delle Utilities in Italia nel contesto europeo, Axteria Research, Roma, 26 Ottobre 2010.

Utilities Big Book, Q4/2012 Edition, Credit Suisse European Utilities Group, Ottobre 2012.

Verde S., Everybody mergers with somebody-The wave of M&As in the energy industry and the UE merger policy, *Energy Policy* 36, ELSEVIER, Bologna, 2008.

Whitehead V., The Return of the Corporate Hybrid, BNP Paribas Investment Research, Marzo 2013.

Winnerdy I., Corporate Hybrids, Guide to Hybrid Securities in association with Fitch Ratings, 18 Luglio 2006.

Zenner M. et al., Rethinking Your Capital Structure With Hybrids, Investment Research Citigroup, 2006.

Zhang T, Corporate Hybrid, J.P Morgan Europe Credit Research, 14 Marzo 2013.

Zoppo A., Boom di richieste per il bond Enel, *Milano Finanza*, 09 gennaio 2014.

Zoppo A., La rincorsa degli ibridi, *Milano Finanza*, 14 Settembre 2013.

SITOGRAFIA

www.archivio-radiocor.ilsole24ore.com/articolo-1168107/energia-fitch-poco-spazio-grandi/

www.bloomberg.com

<http://www.bloomberg.com/news/2013-09-03/enel-offering-2-billion-of-hybrid-bonds-advances-europe-record.html>

<http://www.bloomberg.com/news/2013-08-15/hybrid-bond-gamble-pays-off-as-stimulus-spurs-gains.html>

www.borsaitaliana.it

www.enel.com

www.ft.com/intl/cms/s/0/4118b912-706d-11e2-85d0-00144feab49a.html#axzz33BvV3Ozq

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/b94c3628-1ba5-11e3-b678-00144feab7de.html#axzz33BvV3Ozq>

www.henkel.com/investor-relations/bonds-29499.htm

www.ilgiornale.it/news/economia/cos-enel-ha-dato-scossa-allitalia-840802.html

www.ilgiornale.it/news/endesa-lascia-segno-sul-bilancio-enel-2007.html

www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2014-01-08/enel-piazza-16-miliardi-euro-bond-ibridi-121935.shtml?uuid=ABwBSLo

www.investireoggi.it/finanza-borsa/dividendo-enel-la-crescita-e-un-miraggio-citi-vendete-il-titolo/

www.it.finance.yahoo.com/notizie/enel-torna-su-mercato-con-154541806.html

www.it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0OF1R920140529

www.learn.nabtrade.com.au/strategies/article/strategy-in-focus-understanding-listed-bonds-and-hybrids

www.marketwatch.com/story/record-hybrid-bond-issuance-set-to-slow-2010-09-24

www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201401071604355001&chkAge nzie=TMFI

www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201401081201034562&chkAgenzie=TMFI

www.milanofinanza.it/news/dettaglio_news.asp?id=201405290948171275&chkAgenzie=TMFI&titolo=Citi%20suona%20la%20sveglia%20su%20Enel,%20bilancio%20fragile%20e%20target%20non%20realistici

www.reuters.com/article/2014/01/15/idUSnHUGdt2C+71+ONE20140115

www.rwe.com/web/cms/en/1775768/rwe/investor-relations/bonds/financial-instruments/whats-a-hybrid-bond/

www.saf.wellsfargoadvisors.com/emx/dctm/Marketing/Marketing_Materials/Fixed_Income_Bonds/e6728.pdf

www.tennet.eu/nl/en/news/article/tennet-successfully-issues-EUR15-billion-of-bonds.html