

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 DEL RIASSUNTO

1. Corporate Hybrid Bond.....	3
1.1 Capitale Ibrido e Bond Ibridi.....	3
1.1.1 Definizione di Capitale ibrido	3
1.1.2 Definizione di Bond Ibridi.....	3
1.2 Caratteristiche dei Bond Ibridi	3
1.2.1 Subordinazione	3
1.2.2 Differimento (Defferal)	3
1.2.3 Maturity (Extension).....	4
1.2.4 Call option	4
1.2.5 Replacement Language.....	4
1.3 Storia ed Evoluzione del mercato.....	5
1.3.1 Le istituzioni finanziarie: da Basilea I a Basilea III	5
1.3.2 Nascita dei Corporate Hybrid Bond	5
1.4 Vantaggi dei Corporate Hybrid Bond	5
1.4.1 Vantaggi per l'emittente.....	5
1.4.2 Vantaggi per l'investitore.....	6
2.Trattamento e Pricing dei Corporate Hybrid Bond.....	6
2.1 Trattamento delle Agenzie di rating.....	6
2.1.1 Moody's	6
2.1.2 Standard & Poor's	7
2.1.3 Fitch Ratings.....	7
2.2 Trattamento contabile e fiscale.....	8
2.2.1 Trattamento contabile secondo i principi IFRS	8
2.2.2 Trattamento fiscale	8
2.3 Pricing e Valutazione dei Corporate Hybrid Bond	8
2.3.1 Modello di Regressione di JP Morgan.....	8

3. Emissioni di Bond Ibridi da parte delle utility: la gestione dinamica del debito	9
3.1 Panoramica sulle emissioni avvenute nel 2013	9
3.1.1 Tipologia e caratteristiche degli emittenti attuali	9
3.1.2 Tipologia e caratteristiche degli investitori attuali	10
3.1.3 Cause della rinascita dei Corporate Hybrid Bond	10
3.2 Caratteristiche economiche ed evoluzione storica del settore delle utility	10
3.2.1 Evoluzione storica del settore delle utility: Liberalizzazione	10
3.3 Gestione dinamica del debito	11
3.3.1 Definizione di gestione dinamica del debito	11
3.3.2 Riqualificazione del debito e De-leveraging	11
3.3.3 Gli effetti positivi dei bond ibridi sulle utility	12
3.3.4 Performance finanziaria	12
4. Caso ENEL	13
4.1 Enel: multinazionale dell'energia	13
4.1.1 Evoluzione storica di Enel	13
4.1.2 Enel di oggi	13
4.2 La strategia di Enel dopo la liberalizzazione	13
4.2.1 La strategia di diversificazione e l'epoca della multi-utility	13
4.2.2 Rifocalizzazione sul core business e spinta verso l'internazionalizzazione	14
4.3 La finanza di Enel a servizio del business	14
4.3.1 Evoluzione del debito a sostegno dell'espansione internazionale	14
4.3.2 Nuova Pianificazione Strategica: la gestione dinamica del debito	15
4.4.2 Descrizione dell'Ibrido	15
4.4.4 Motivazioni dell'emissione	16
4.4.5 Possibili evoluzioni future	16
BIBLIOGRAFIA	18
SITOGRAFIA	22

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. Comprende una vasta gamma di strumenti finanziari, tra cui le obbligazioni convertibili, le azioni privilegiate e le obbligazioni ibride.

1.1.2 Definizione di Bond Ibridi

I Bond Ibridi sono una classe di strumenti di debito, collocata a metà strada tra il debito e l'*equity*, che combinano le caratteristiche di entrambi. Le più ricorrenti di tali caratteristiche possono così riassumersi:

1. Scadenza a lungo termine di almeno 30 anni.
2. Opzione per l'emittente di sospendere i pagamenti cedolari.
3. Subordinazione.

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 default dell'emittente, il possessore di un bond ibrido è preferito all'azionista e subordinato all'obbligazionista. La subordinazione è la caratteristica strutturale che distingue con chiarezza il capitale ibrido dal debito senior ed incide negativamente sulle prospettive di recupero. 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 previste dal contratto, permettendo di preservare liquidità e flessibilità in caso di stress finanziari. Esistono differenti meccanismi di pagamento cedolare:

1. Meccanismo opzionale di differimento (*Optional Deferral Mechanisms*): l'utilizzo o meno della clausola di differimento è una decisione discrezionale del management.

2. Meccanismo obbligatorio di differimento (*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.
3. Meccanismo di differimento cumulativo: le cedole differite maturano cumulativamente e l'emittente ha l'obbligo di compensarle.
4. Meccanismo di differimento non-cumulativo: l'emittente non ha alcun obbligo di compensare i pagamenti delle cedole sospese.
5. Meccanismo *Cash-cumulative*: le cedole differite vengono pagate con i cash flow dell'emittente.
6. *Meccanismo Non-cash cumulative*: il denaro viene reperito mediante un *Alternative Coupon Settlement Mechanisms* (ACSM).

1.2.3 Maturity (Extension)

I bond ibridi sono caratterizzati da una scadenza molto lunga. 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 (per ottenere il riconoscimento di 50% di *equity*).

1.2.4 Call option

I bond ibridi possiedono un'opzione *call* per l'emittente, che gli dà 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 utilizzarla. 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*).

1.2.5 Replacement Language

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*). Si tratta infatti di una sostituzione intenzionale volta a rimborsare gli ibridi mediante risorse ottenute dall'emissioni di nuovi strumenti finanziari. 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*.

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). Fino alla riforma di Basilea III, una serie di strumenti innovativi di capitale (caratterizzati da opzioni *call* e di *step-up*), erano inclusi, a determinate condizioni e limitatamente ad un massimo del 15%, nel capitale del Tier1; in seguito all'introduzione del nuovo *framework*, tali strumenti ibridi innovativi sono stati progressivamente esclusi.

1.3.2 Nascita dei Corporate Hybrid Bond

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. Dopo l'introduzione della nuova metodologia di rating da parte di Moody's nel 2005, l'attività di emissione, da parte delle *corporate*, 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. Il mercato primario dei *corporate bond* ibridi rimase fermo per tutto il 2009 fino a quando la società tedesca Tennet sfruttò il momento positivo per emettere, nel febbraio 2010, 500mln di obbligazioni ibride *investment grade*. La riapertura del mercato fu dovuta principalmente alla pubblicazione nel 2010, da parte di Moody's, di un'ulteriore nuova metodologia di rating, supportata anche dai bassi tassi d'interesse e dalla normalizzazione dello spread.

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 motivazioni:

- Non diluizione degli utili.
- Finanziare operazioni di *Merger and Acquisition*.
- Finanziare altre attività aziendali, come le obbligazioni pensionistiche.
- Rafforzare lo stato patrimoniale.
- Ridurre il Costo Medio Ponderato del Capitale: gli interessi pagati ai detentori di strumenti ibridi possono essere fiscalmente deducibili, mentre non lo sono i dividendi corrisposti agli azionisti.

- Difesa del rating: le Agenzie di Rating considerano parte dei titoli come componente di patrimonio netto.
- Diversificazione delle fonti di finanziamento.

1.4.2 Vantaggi per l'investitore

I corporate bond ibridi offrono un profilo di rischio e di rendimento maggiormente attrattivo rispetto al debito senior: l'investitore incorre nei rischi impliciti delle loro caratteristiche strutturali, quali subordinazione (*subordination*), differimento cedolare (*deferral*) ed estensione temporale (*maturity*), di conseguenza deve essere compensato da un elevato rendimento rispetto al creditore senior.

2. Trattamento e Pricing dei Corporate Hybrid Bond

2.1 Trattamento delle Agenzie di rating

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 assegnano la qualità di *equity credit*.

2.1.1 Moody's

Moody's pubblica nel luglio del 2010 un nuovo *framework* per la valutazione dei titoli ibridi, intitolato "Revisions to Moody's Hybrid Tool Kit", che ha sostituito quelli precedenti. Gli ibridi vengono 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*). Il metodo di classificazione si basa sul concetto di assorbimento delle perdite e evidenzia una netta distinzione tra *preferred securities* e debito subordinato. Il massimo contenuto di *equity* viene assegnato solo nel caso di *non-cumulative preferred securities*, cioè di titoli subordinati che non possono risultare inadempiti se non alla data di scadenza e con limitata capacità di influenzare l'esito di una procedura di fallimento. 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*. Quindi 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. 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*. 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.

2.1.2 Standard & Poor's

S&P classifica gli strumenti ibridi in tre categorie:

1. *High Equity Content*: comprende 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; titoli con differimento delle cedole obbligatorio in caso di violazione dei *trigger* finanziari.
2. *Intermediate equity content*: comprende le azioni privilegiate perpetue non cumulative (*Noncumulative perpetual preferred stock*), che sono titoli privi di scadenza e obbligo di rimborso, con differimento facoltativo senza alcun obbligo di regolare i pagamenti mancanti; le *conventional trust-preferred stock*, che prevedono una scadenza che va dai 30 ai 40 anni, differimento facoltativo e pagamento obbligatorio dei dividendi sospesi; le *enchanted trust-preferred stock*, che presentano una scadenza dai 40 ai 60 anni e differimento facoltativo dei dividendi per una massimo di 10 anni.
3. *Minimal Equity Content*: comprende 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.

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.

2.1.3 Fitch Ratings

Fitch colloca i titoli ibridi nelle seguenti tre categorie: 100% *equity*, 50% *equity* e 50% debito, 100% debito. 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*. 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 perdite.

2.2 Trattamento contabile e fiscale

2.2.1 Trattamento contabile secondo i principi IFRS

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. Un titolo, per ottenere la qualifica di *equity*, deve essere perpetuo e le sue cedole devono essere differibili a totale discrezione dell'emittente (sono consentiti *Dividend Pusher*, poiché l'emittente non è contrattualmente obbligato a distribuire dividendi).

2.2.2 Trattamento fiscale

Un altro forte incentivo ad emettere bond ibridi è la possibilità di dedurre fiscalmente le cedole pagate: 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

Il punto di partenza per valutare gli ibridi è costituito dalla qualità creditizia e dalle condizioni finanziarie dell'emittente, rappresentate dal suo rating. 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: 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:

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

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.

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.

JP Morgan utilizza un modello di regressione lineare per valutare come i prezzi di mercato si avvicinino ai coefficienti teorici. 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)

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. 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. 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. 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*.

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

Gli strumenti ibridi risultano adatti 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 proprio. Il mercato attuale dei titoli ibridi è stato dominato dalle emissioni delle società di telecomunicazioni e delle *utility*.

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 e che sono in grado di sostenere i rischi ad essi associati. Nel mercato europeo gli investitori, 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.

3.1.3 Cause della rinascita dei Corporate Hybrid Bond

Il 2013 è stato un anno di svolta per il mercato del capitale ibrido con €30 miliardi di nuove emissioni. L'aumento del volume di emissione riflette la combinazione di condizioni favorevoli: i bassi tassi di interesse; una maggiore propensione al rischio degli investitori; la terza ondata di *credit crunch*, che ha spinto le imprese a trovare un'alternativa al credito bancario; la necessità delle imprese di un rafforzamento patrimoniale; la chiarificazione degli approcci utilizzati dalle agenzie di rating per classificare gli strumenti ibridi; una maggiore liquidità sul mercato e la necessità degli emittenti di contrastare le pressioni negative provenienti dalle agenzie di rating.

3.2 Caratteristiche economiche ed evoluzione storica del settore delle utility

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

La Direttiva 96/92 CE avvia il processo di costituzione del Mercato Elettrico Comune Europeo, al fine di aumentare la concorrenza e 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 seguire nuove strategie, causando un'ondata di fusione ed acquisizioni senza precedenti.

3.2.2 Operazione di M&A nel mercato energetico europeo

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 altre società all'interno del proprio Paese. Un'altra strategia adottata fu quella di entrare in nuovi settori, come quelli dell'acqua e delle telecomunicazioni. 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. Le motivazioni di questa scelta strategica sono molteplici: la crescita nel mercato domestico era quasi impossibile; emersero nuove opportunità di business nei paesi vicini; molti grandi operatori storici disponevano di cospicua liquidità e la cultura interna di tali società era fortemente orientata alla crescita, come unico modo per sopravvivere a lungo termine. . Il mercato europeo dell'energia è attualmente costituito da pochi *player* principali, 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.

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

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, che non facilmente può essere sanato in un periodo di crisi come questo, caratterizzato da forti flessione della domanda e dei prezzi. Secondo il XIV Osservatorio sulle Alleanze e le Strategie nel Mercato Pan Europeo delle Utilities di Agici Finanza d'Impresa, i consumi di elettricità e di gas rimarranno bloccati almeno fino al 2020. L'agenzia di rating Fitch mette infatti in evidenza come l'indebitamento netto delle cinque *utility* sia eccessivamente elevato (166 miliardi a fine 2012) e la loro capacità di produrre flussi di cassa rimarrà sotto pressione nei prossimi anni. 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. Ciò spiega la loro continua attenzione al livello di indebitamento, che li ha spinti ad inserire nei propri piani a lungo termine una vera e propria gestione dinamica del debito.

3.3 Gestione dinamica del debito

3.3.1 Definizione di gestione dinamica del debito

La finanza assume 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. Il debito bancario ha però il problema della scadenza a breve termine e del pagamento di elevati interessi. Una volta conclusa l'acquisizione 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, ottenendo il ri-bilanciamento tra obbligazioni e prestiti bancari, la diversificazione delle fonti di finanziamento e l'allungamento della

scadenza media del debito. Naturalmente le *utility*, per poter sopravvivere alle pressioni provenienti dalle agenzie di rating è necessario che riducano il debito pregresso. Tale settore sta quindi vivendo una fase di cospicui disinvestimenti, votati alla ri-focalizzazione 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.

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*: numerose *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; altre per ridurre la leva finanziaria a seguito di un'acquisizione finanziata con debito; altre ancora per far fronte a ingenti investimenti di capitale. Gli ibridi comportano altri numerosi effetti positivi sulla struttura del capitale dell'emittente: migliorano la liquidità, rafforzano il patrimonio, possono sostituire l'emissione di azioni in imprese con limitato accesso al mercato del capitale proprio e riducono il costo complessivo del capitale. Inoltre possono influenzare positivamente anche i ratio finanziari. 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. L'effetto positivo dell'ibrido risulta migliore quando fa parte di un insieme di misure volte a difendere il profilo di rischio dell'emittente, quali la riduzione di costi, la selezione di pochi investimenti strettamente necessari e a VAN positivo, la cessione di *asset* non strategici e talvolta emissioni di azioni. 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 può ragionevolmente ritenere che i futuri prossimi emittenti di bond ibridi continueranno ad appartenere principalmente ai settori *capital intensive*, come quello delle telecomunicazioni e delle *utility*.

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. Dall'inizio del 2014 gli ibridi hanno registrato una performance inferiore rispetto ai bond senior nei mesi di gennaio e febbraio, a causa delle preoccupazioni dei mercati emergenti che colpiscono i rendimenti degli ibridi più fortemente di quelli dei senior.

4. Caso ENEL

4.1 Enel: multinazionale dell'energia

4.1.1 Evoluzione storica di Enel

Enel inizia la sua attività nel 1963, con il graduale assorbimento delle imprese elettriche allora esistenti. 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. La crisi petrolifera degli anni '70 impone una ridefinizione delle strategie, in chiave di risparmio energetico e diversificazione delle fonti, attraverso la realizzazione di impianti nucleari e idroelettrici a pompaggio. 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. Il 1999 è un anno fondamentale nella storia di Enel: il "Decreto Bersani" stabilisce la liberalizzazione del settore elettrico nazionale e Enel debutta in Borsa, con la collocazione sul mercato di quasi 4 miliardi di azioni. Nel 2001 Enel inizia il processo di internazionalizzazione, con alcune importanti operazioni in Spagna, Stati Uniti, Canada e Brasile. Nel febbraio 2005 Enel acquista il 66% della società elettrica Slovenské Elektrárne (SE) e all'inizio di ottobre del 2007 conclude positivamente un'Offerta Pubblica sull'intero capitale di Endesa. Il 4 novembre 2010, Enel Green Power comincia la sua avventura in Borsa nei listini di Milano e Madrid.

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. 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.

4.2 La strategia di Enel dopo la liberalizzazione

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

La Legge Bersani aveva fatto due scelte molto coraggiose ma penalizzanti per Enel: non avrebbe potuto produrre più del 50% dell'energia generata nel mercato italiano e avrebbe dovuto dismettere centrali di produzione per una potenza pari a 15 mila mw. A fronte di due vincoli così cogenti, 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 e il gas. Infatti tra il 1999 e il 2000 nacquero Wind Telecomunicazioni, Enel Hydro ed Enel Distribuzione Gas.

4.2.2 Rifocalizzazione sul core business e spinta verso l'internazionalizzazione

Nel 2001, con il subentro del nuovo amministratore Scaroni, Enel cambia strategia: si concentra nel *core business* dell'energia e rilancia con decisione l'internazionalizzazione, mediante l'acquisizione della spagnola Union Fenosa e delle società rumene Electrica Banat ed Electrica Dobrogea. Inoltre con la russa Es-Energo, vince la gara per la gestione della NWTTP di San Pietroburgo. La svolta arriva nel 2005, quando Fulvio Conti viene nominato amministratore delegato di Enel. Infatti, dopo poco tempo dal suo insediamento, l'amministratore delegato completa l'acquisizione del 66% di Slovenske Electrarne, il maggior produttore di energia elettrica della Slovacchia, per un controvalore di 840 milioni di euro. Nel 2006 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. Sempre nel 2006, Conti inizia la "campagna di Russia": Enel partecipa al raddoppio di una centrale a ciclo combinato di San Pietroburgo per conto di Rao Ues e costituisce una joint venture con RusEnergoSbyt, attiva nel trading di energia elettrica. Nel 2007 Enel lancia un'offerta pubblica sul listino di Mosca, da cui ottiene il controllo di Olg-5. Alla fine dello stesso anno, Enel acquisisce sul mercato il 25% di Endesa, società leader in Spagna e in molti paesi dell'America Latina. In accordo con Acciona, viene quindi preparata un'offerta pubblica sull'intero capitale. 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.

4.3 La finanza di Enel a servizio del business

4.3.1 Evoluzione del debito a sostegno dell'espansione internazionale

Il processo di internazionalizzazione perseguito da Enel ha provocato un forte innalzamento del debito della società, specialmente in seguito all'acquisizione di Endesa, tanto che Enel si è trasformata nell'*utiliy* più indebitata d'Europa: a fine 2007 l'indebitamento ha sfiorato quota 56 miliardi di euro. Per far fronte agli impegni finanziari, il Consiglio di Amministrazione ha approvato la stipula di una linea di credito sindacata, dell'importo complessivo di 35 miliardi di euro.

4.3.2 Nuova Pianificazione Strategica: la gestione dinamica del debito

Negli ultimi anni il Piano Strategico di Enel si è concentrato prevalentemente sulla gestione dinamica del debito, orientata *deleveraging* e alla riqualificazione del debito, come strade per il raggiungimento della stabilità finanziaria. Per quanto riguarda la riqualificazione del debito, già a partire dal 2007, Enel ha intrapreso l'emissione di più prestiti obbligazionari, con l'obiettivo di ribilanciare 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 fine di estendere la scadenza media del debito e renderla maggiormente coerente con il profilo temporale dei suoi investimenti (*assets and liabilities management*). Il secondo intento della gestione dinamica del debito consiste nella riduzione della leva finanziaria (*de-leveraging*), cercando di mantenere il rating sopra l'*investment grade*. 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.

4.4 Il Bond Ibrido nel piano industriale

Enel 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 per le seguenti caratteristiche: permanenza del bilancio aziendale, subordinazione e differimento nel pagamento degli interessi.

4.4.2 Descrizione dell'Ibrido

Enel ha deciso di lanciare, in data 3 settembre 2013, sul mercato internazionale la prima emissione *multitranches* di 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%. In data 17 settembre 2013, Enel effettua un'ulteriore emissione di titoli subordinati ibridi denominati in dollari americani per un importo complessivo pari 1,25 miliardi di dollari (equivalente ad un controvalore in euro pari a circa 936 milioni di euro). In data 8 gennaio 2014, Enel effettua una terza emissione *multi-tranche* di prestiti obbligazionari non convertibili, denominati in euro e in sterline inglesi per un controvalore complessivo pari a circa 1,6 miliardi di euro. Tali operazioni hanno 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%.

4.4.4 Motivazioni dell'emissione

L'emissione di bond ibridi rientra nelle misure adottate da Enel per una gestione dinamica del debito, poiché essa permette di completare la strategia di *de-leveraging*, già intrapresa mediante la dismissione di *asset*; di difendere il rating; di integrare e supportare la strategia di crescita organica di lungo termine; di migliorare la flessibilità della struttura del capitale.

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. Il Gruppo è pronto ad affrontare nuove sfide nel settore energetico attraverso le seguenti priorità strategiche: la protezione dei margini e della generazione di cassa nei mercati maturi di riferimento; l'incremento degli investimenti nei mercati in crescita dell'Est Europa e dell'America Latina, nonché nelle energie rinnovabili; rafforzamento della struttura patrimoniale; avanzamento nella riorganizzazione del Gruppo anche attraverso operazioni di *minorities buy-out*; continua attenzione alla stabilità finanziaria. 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*. 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).

Molto probabilmente Enel sarà costretta a rivedere in negativo il proprio piano, prospettando un futuro meno florido, e ad emettere una ulteriore *tranche* di bond ibridi a giugno 2014, al fine di assicurare gli azionisti.

Renzi ha inoltre intimato al nuovo amministratore delegato, Francesco Starace, di tornare a "fare industria", investendo in tecnologia, ricerca e posti di lavoro, e di dare meno peso alla finanza, rinunciando agli utili di breve periodo. La prima sfida cui si troverà di fronte Starace sarà ribaltare la tendenza e non potrà che farlo certificando il calo strutturale della produzione di energia elettrica basata su fonti "tradizionali", a causa della crisi ma anche dello sviluppo delle rinnovabili. Il perimetro degli investimenti di Enel Green Power sarà quindi destinato ad allargarsi, 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). 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*, come l'ex monopolista slovacco, Slovenské Elektrárne, acquistato nel 2004, il cui fatturato è cresciuto del 35%, ma la cui 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 Structure, 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.

Ozgur 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 merges 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&chkAgenzie=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