



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra: Finanza Aziendale

ANALISI DEI CORPORATE BOND: IL CASO ACEA

Relatore:

Prof. Raffaele Oriani

Candidato:

Andrea Sale

Matricola: 195911

Anno Accademico: 2017/2018

I CORPORATE BOND ATTRAVERSO IL CASO ACEA

1. INTRODUZIONE: I CORPORATE BOND

- 1.1. Introduzione.
- 1.2. Perché le imprese ricorrono all'indebitamento?
- 1.3. Il finanziamento bancario rispetto all'emissione di *bond*.
- 1.4. cosa sono i *corporate bond*.
- 1.5. Aspetti giuridici.
- 1.6. Prezzo delle obbligazioni.
- 1.7. Tipologie di obbligazioni.
- 1.8. Fattori che influenzano il prezzo delle obbligazioni.
- 1.9. Rating.

2. EMISSIONE DI UN BOND

- 2.1. Introduzione.
- 2.2. Il mercato primario e il mercato secondario.
- 2.3. Tipologie di emissione delle obbligazioni societarie.
- 2.4. Documentazione di supporto.
- 2.5. Parti coinvolte
- 2.6. Procedimento di emissione e definizione del prezzo.

3. EMISSIONE CORPORATE BOND ACEA DEL 1 FEBBRAIO 2018

- 3.1. Introduzione.
- 3.2. Il gruppo Acea.
- 3.3. Performance finanziaria del gruppo.
- 3.4. Emissioni obbligazionarie in Italia.
- 3.5. Motivazioni dell'emissione.
- 3.6. Il programma EMTN.
- 3.7. La delibera dell'emissione.
- 3.8. Quotazione di pricing precedente al roadshow
- 3.9. Il roadshow.
- 3.10. La contrattazione.
- 3.11. Le firme.

4. CONCLUSIONI

Introduzione

Il seguente elaborato si concentrerà sulle obbligazioni societarie, o *corporate bond*, uno strumento finanziario che le imprese sovente utilizzano per finanziarsi.

L'obiettivo sarà quello di andare ad analizzare questo importante strumento finanziario, cercando di capire come viene utilizzato tale strumento dalle imprese, e perché viene scelto esso piuttosto del finanziamento bancario. La trattazione focalizzerà l'attenzione non tanto sul punto di vista del mercato e degli investitori, bensì dal punto di vista delle imprese, concentrandosi su caratteristiche e procedimento necessario per il collocamento.

Il lavoro si concluderà con lo studio di un'operazione realizzata ad inizio 2018 da Acea, una multiservizi pubblica. Essa ha visto il collocamento di due prestiti sulla Borsa di Lussemburgo, sia a tasso fisso sia a tasso variabile.

Il motivo che ha spinto a scegliere tale operazione è legato alla particolare situazione del mercato obbligazionario in Italia nell'ultimo anno e all'approvazione da parte di Acea di un Piano Industriale per il 2018-2022.

Il 2017, infatti, ha registrato un record nell'emissione di obbligazioni societarie italiane, ciò è stato dovuto a vari fattori come l'alto livello di liquidità presente sul mercato, il basso livello dei tassi d'interesse offerti e l'incertezza riguardo alla futura situazione politica italiana per via delle elezioni del 4 marzo 2018.

In tale contesto, Acea ha effettuato il collocamento sfruttando l'ultima finestra disponibile per l'emissione, che le ha consentito un'operazione vantaggiosa, sia dal punto di vista dell'importo sia dal punto di vista del tasso applicato.

La trattazione si svilupperà attraverso tre capitoli analizzando, nel primo capitolo, le caratteristiche principali dello strumento e le ragioni che spingono le imprese ad adoperarlo per provvedere al finanziamento, nel secondo capitolo, il procedimento di collocamento delle obbligazioni sui mercati, utilizzando per la trattazione anche testimonianze dirette, ed infine, nel terzo capitolo, analizzando il caso pratico.

1. I CORPORATE BOND

1.1. Introduzione

Nel seguente capitolo si discuterà di obbligazioni societarie o *corporate bond*. La trattazione riguarderà le motivazioni principali per cui le aziende ricorrono a strumenti finanziari di indebitamento e perché scelgono di finanziarsi attraverso emissione di obbligazioni piuttosto che attraverso il credito bancario. Successivamente si analizzeranno le caratteristiche principali delle obbligazioni societarie, partendo dai profili giuridici nella legislazione italiana, passando per le diverse tipologie di obbligazioni presenti sui mercati internazionali, per poi proseguire su come definire il prezzo per finire con l'analisi del merito creditizio nelle obbligazioni.

1.2. Perché le imprese ricorrono all'indebitamento?¹

La struttura finanziaria rappresenta l'insieme delle fonti finanziarie dell'impresa. L'obiettivo del management è trovare quale struttura finanziaria massimizzi il valore dell'impresa utilizzando diversi titoli emessi. Nel fare ciò può ricorrere a diverse combinazioni di finanziamento o di investimento al fine di individuare il livello ideale.

Nel 1958 Modigliani e Miller dimostrarono come, in presenza di alcune di condizioni, per un'impresa sia irrilevante se scegliere di finanziarsi con l'emissione di azioni o di titoli di debito. Tali condizioni consistono nell'esistenza di un mercato efficiente, con assenza di tassazione, fallimento ed asimmetrie

¹ R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, Milano 2015.

informative. In presenza di ciò, la *proposizione I* del teorema di Modigliani e Miller afferma che “il valore di mercato di qualsiasi impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria”.²

Tuttavia in realtà, le imprese si trovano a fronteggiare una realtà ben diversa da quella immaginata da M&M, in cui tali condizioni sono irrealizzabili, per cui le imprese devono pianificare una struttura finanziaria che preveda l’indebitamento per massimizzare il valore di mercato e far fronte alle necessità che la normale attività produttiva comporta.

1.3. Il finanziamento bancario rispetto all’emissione di bond³

Nel contesto finanziario, caratterizzato da un’elevata volatilità le imprese diversificano il loro portafoglio di finanziamento. Nel finanziamento a lungo termine, i principali strumenti utilizzati dalle imprese sono i prestiti bancari (mutui) e l’emissione di titoli obbligazionari, collocati presso investitori istituzionali. Entrambe le tipologie di finanziamento sono personalizzabili dall’impresa, che ne può decidere ad esempio il taglio, durata, rimborso a seconda delle sue necessità.

L’insieme delle imprese che possono accedere ad un finanziamento bancario è, senza alcun dubbio, molto superiore rispetto all’insieme di quelle che possono accedere al finanziamento obbligazionario. Tradizionalmente le PMI dipendono per la maggior parte o quasi totalmente dal credito erogato dalle banche, specialmente in Europa, dove il livello di dipendenza dalle banche è superiore rispetto agli Stati Uniti. Molte imprese, infatti, non hanno un livello di debito abbastanza elevato da indurle a diversificare, per cui il numero di imprese, specialmente nel settore *corporate*, che emettono *bond* è ridotto.

Tuttavia tale trend ha visto un’inversione con l’inizio della crisi del 2008, la quale ha forzato le banche a ridurre il loro livello di esposizione verso le imprese. Per via di questo fenomeno si ha avuto un decremento delle dimensioni richieste alle imprese per accedere al finanziamento tramite *bond*, come testimoniato, ad esempio, dalla costituzione di un mercato per i *mini bond*⁴ in Italia.

Ma quale dei due strumenti è preferibile per un’impresa? Dipende dalle necessità.

² Franco Modigliani; Merton Miller, “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment,” in *American Economic Review*, vol. 3, n. 48, giugno 1958,

³ E.L. Fernandez, J. Urraca “*how do business finance themselves? Loans vs Bonds*” in BBVA “economics, business and finance” del 23 giugno 2016

⁴ <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/minibond-271.htm>

Le imprese che ricercano un finanziamento a lungo termine, superiore cioè a 5 anni, possono trovare più semplice l'emissione di un bond. Questo perché per via della loro generale avversione al rischio e per via della regolamentazione, le banche trovano meno interessante il format del prestito a lungo termine. Inoltre per le imprese con un rating *investment-grade* (BBB- o superiore) il ricorso al mercato risulta più efficiente, sia dal punto di vista del costo sia dal punto di vista della *maturity*, del finanziamento bancario.

Per quanto riguarda le imprese con un rating inferiore, il ricorso al mercato è vantaggioso per le scadenze ma meno per i costi.

Ma quindi perché le imprese ricorrono al finanziamento bancario? Principalmente perché offre grande flessibilità sul rimborso del prestito e perché consente facilmente di rinegoziare alcune condizioni come tasso d'interesse, scadenza, piano di ammortamento. Per cui il prestito bancario offre il grande vantaggio di essere strutturato e costruito sulle caratteristiche dell'impresa ed in grado di adattarsi, in ogni momento, all'evoluzione delle sue performance. Tuttavia tale flessibilità contrattuale si realizza pagando il costo di una certa libertà operativa che viene limitata, spesso, dalle banche, le quali monitorano, certamente con più frequenza degli obbligazionisti, le prestazioni dell'impresa, intervenendo in maniera concreta nel caso in cui si verifichi un evento che vada a intaccare la capacità del debitore di ripagare il prestito. Perlopiù in alcuni contesti geografici, in cui le banche non hanno a disposizione ingenti linee di credito, per le imprese fortemente bisognose di liquidità diventa più semplice reperire tale liquidità sui mercati.

In uno studio condotto da Erwan Morellec, Philip Valta e Alexei Zhdanov "Financing Investment: The Choice Between Bonds and Bank Loans", gli autori mostrano, utilizzando un modello basato su l'osservazione dei dati su imprese statunitensi tra il 1988 e il 2007, come imprese di grosse dimensioni, in crescita, con un alto potere contrattuale e operanti in mercati competitivi siano più propense all'emissione di bond piuttosto che al ricorso al credito bancario. Lo studio si fonda su alcuni assunti:

1. imprese con ampie opportunità di investimento preferiscano il finanziamento con equity e bond.
2. Dal momento che il debito bancario è rinegoziabile, il modello prevede che le imprese con un basso potere contrattuale hanno una preferenza nel ricorso a tale finanziamento.

Dati tali assunti, il modello considera mostra anche come gli investimenti dell'impresa dipendono dalle caratteristiche dell'industria in cui essa opera, determinando così la differenza tra bond e prestiti. In esso si mostra come, a seconda dell'impresa e del costo del capitale, queste caratteristiche

influenzano l'attrattività di una tipologia piuttosto dell'altra, in quanto un'intensa competizione sul mercato incrementa le probabilità di emettere bond come forma di finanziamento.⁵

Infine nello studio si evidenzia come le imprese con alte prospettive di crescita siano più orientate all'emissione di debito sul mercato piuttosto che il ricorso a banche.

Alla luce di ciò, prestiti bancari e obbligazioni rappresentano strumenti di finanziamento complementari tra di loro. Per cui attraverso la combinazione di essi, le imprese possono costruire la struttura finanziaria ideale.

1.4. Cosa sono i *corporate bond*

I corporate bond sono titoli di credito rappresentativi di prestiti a medio-lungo termine emessi da società per finanziarsi e negoziabili sui mercati finanziari. Essi rappresentano frazioni di uguale valore nominale e diritti di un'unica operazione di finanziamento. Con l'emissione di bond la società chiede al mercato risorse finanziarie sotto forma di credito, andando a reperire capitale di credito presso quei risparmiatori che non hanno interesse a correre il rischio societario. Le obbligazioni societarie vincolano la società a rimborsare il creditore con una percentuale del valore nominale in dati intervalli e a rimborsare il valore nominale alla scadenza. Essi sono titoli di massa, che prevedono la creazione di una pluralità di strumenti finanziari con uguale valore, realizzati nell'ambito di un'unica operazione finanziaria.

Gli obbligazionisti godono del diritto ad essere soddisfatti prima rispetto agli azionisti sui ricavi e sulle attività dell'impresa, tale diritto non può mai essere escluso né tantomeno soppresso e non può essere subordinato all'andamento economico dell'impresa.

Si differenziano, dalle azioni per il diverso status conferito e dalla diversa remunerazione e esposizione dell'investimento al rischio d'impresa. L'obbligazionista assume lo status di creditore rispetto all'impresa, verso cui effettua un prestito di cui esige la restituzione, esponendosi così ad un rischio minore rispetto all'azionista. Tale rischio si riflette prevalentemente nel caso di fallimento, in cui l'obbligazionista deve, generalmente, essere soddisfatto prima dell'azionista, sia sui ricavi sia sul capitale dell'impresa. Attraverso l'azione invece, l'investitore assume la qualità di azionista e quindi

⁵ Erwan Morellec, Philip Valta, Alexei Zhdanov (2015) Financing Investment: The Choice Between Bonds and Bank Loans. *Management Science* 61(11):2580-2602.

di socio, confidando in una remunerazione sotto forma di utile distribuito, e si espone al rischio non solo di non conseguirla, ma anche alla possibilità di perdere completamente il proprio investimento⁶. Si differenziano, inoltre, dagli strumenti finanziari partecipativi perché questi ultimi possono condizionare, completamente o in parte, il rimborso del capitale all'andamento economico della società.

In caso di insolvenza della società, gli obbligazionisti corrono il rischio di veder svanire il proprio investimento al pari degli altri creditori sociali.

I corporate bond possono essere al portatore o nominativi. I primi non sono intestati ad alcun soggetto e il possesso di essi autorizza alla riscossione degli interessi e al rimborso del capitale. La circolazione di essi avviene attraverso la consegna materiale del titolo. Viceversa, le obbligazioni nominative presentano tutte le generalità dell'obbligazionista sul titolo oltre che in un libro delle obbligazioni tenuto dalla società emittente. La circolazione delle obbligazioni avviene mediante transfert o mediante girata.

Con il transfert il nominativo dell'acquirente viene registrato sul titolo e nel libro societario e il procedimento d'iscrizione è a carico dell'emittente.

La girata, invece, prevede che il nome dell'acquirente venga scritto sul titolo a carico dell'alienante. L'acquirente, per poter usufruire dei diritti, dovrà richiedere alla società emittente l'iscrizione delle proprie generalità sul libro societario.

La tassazione vigente nei vari paesi va ad influenzare la scelta fra titoli nominativi e al portatore. Per esempio, negli Stati Uniti le obbligazioni sono nominative affinché si possano includere gli interessi nei redditi dell'obbligazionista. In Italia la tassazione degli interessi avviene con ritenute alla fonte e ciò fa sì che si possano emettere titoli al portatore.

1.5. Aspetti giuridici

In Italia l'emissione di titoli obbligazionari è regolata dal Codice Civile e da recenti decreti come il decreto "Salva Italia" e "Sviluppo". Essa è consentita dalla legge esclusivamente alle società per

⁶ A.Saunders, M.M.Cornet, M. Anolli, B. Alemanni, "Economia degli Intermediari Finanziari", IV edizione, Mc Graw Hill

azioni e alle società in accomandita per azioni e, per l'emissione, occorre la delibera, con cui si definisce la creazione e il contenuto del titolo.

La delibera è di competenza degli amministratori⁸, salvo che la legge o lo statuto non dispongano diversamente. Per le obbligazioni convertibili, la competenza spetta all'assemblea straordinaria, nel caso in cui lo statuto non la attribuisca agli amministratori⁹.

La decisione deve risultare¹⁰, in ogni caso, da un verbale redatto da un notaio, il quale attesti il rispetto delle condizioni legali, e deve essere depositata e iscritta nel registro delle imprese.

La diffusione sul mercato di obbligazioni costituisce un evento importante per la società, in quanto va a modificare la struttura del capitale dell'impresa secondo due punti vista, uno qualitativo e uno quantitativo.

Secondo il primo, essendo il prestito negoziato sui mercati finanziari, si deve tener conto dell'eterogeneità dei potenziali investitori, i quali potrebbero essere non solo banche o intermediari finanziari classici, ma anche privati.

Dal punto di vista quantitativo, l'emissione del bond comporta inevitabilmente un aumento dell'esposizione dell'impresa verso l'esterno, che vede l'incremento delle passività in bilancio per via dell'incremento del debito.

Stante la discrezionalità da parte degli amministratori di scegliere il livello di finanziamento tramite debito che preferiscono, in materia di obbligazioni tale libertà viene limitata.

Al fine di mantenere un certo equilibrio tra indebitamento e capitale di rischio, la società non può emettere obbligazioni per somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, integrato della riserva legale e delle riserve disponibili che risultino dall'ultimo bilancio approvato, il quale potrà essere redatto anche in funzione dell'emissione. L'Osservanza del divieto deve essere assicurata dai sindaci.

La ratio di questo limite si può ricondurre all'intento di assicurare prudenza nel governo dell'attività sociale.

In tal modo si vuole evitare che la società realizzi progetti azzardati scaricandone il rischio e l'onere su investitori senza potere di controllo.

Il limite può superarsi se reso inutile dal contesto dell'emissione.

Può essere superato se i titoli obbligazionari che lo eccedono sono destinati a sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali, in quanto

⁸ Art. 2410, comma 1, cod. Civile

⁹ Art 2420, *bis* cod. Civile

¹⁰ Art 2410, comma 2, cod. Civile

questa tipologia di investitore è in grado di realizzare una valutazione attenta dei rischi dell'operazione. In questo caso, però, come tutela degli obbligazionisti, si stabilisce che, nel caso di successivo trasferimento delle obbligazioni, a rispondere della solvenza della società siano gli investitori professionali che hanno ceduto il titolo a investitori non professionali.

Il divieto può, inoltre, non applicarsi per quelle obbligazioni che vengono garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società fino ai due terzi del valore degli stessi¹¹.

Il limite può venir meno anche nel caso in cui le obbligazioni emesse siano destinate alla quotazione in mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione o se si tratta di obbligazioni convertibili¹² o cum warrants. Viene consentito ciò sulla base del teorico controllo del mercato e delle agenzie di *rating*.

Infine, un'ultima fattispecie che può spingere al superamento del limite nell'emissione è data dal contesto economico nazionale, sempre nel caso in cui vi sia l'autorizzazione dell'autorità governativa e il rispetto delle modalità da essa indicate.

Il rapporto tra capitale, riserve e ammontare del prestito obbligazionario, non va però valutato esclusivamente nel momento dell'emissione. Se il rapporto del doppio del capitale sociale non sussiste più, la società non può ridurre il capitale o distribuire le riserve finché l'ammontare di esse non eguagli quello delle obbligazioni ancora in circolazione.

La legge mette a disposizione degli organi per gli obbligazionisti al fine di tutelare i loro interessi rispetto al comportamento della società, tali organi sono l'assemblea degli obbligazionisti e il rappresentante comune. L'esistenza di essi fa sì che i creditori non vengano considerati singolarmente ma all'interno di una categoria di obbligazionisti e che la categoria venga adeguatamente rappresentata e tutelata nei confronti della società emittente.

L'assemblea degli obbligazionisti è un organo incaricato di regolare tutte le questioni relative al prestito obbligazionario e il ruolo dei sottoscrittori, affinché venga rispettato l'interesse comune di essi¹³.

Viene regolata secondo la stessa disciplina dell'assemblea straordinaria e ad essa possono partecipare amministratori, sindaci e componenti dei consigli di gestione e sorveglianza.

¹¹ Art 2412, comma 3, cod. Civile

¹² Art 2412, comma 5, cod. Civile

¹³ Art 2415 comma 1 cod. Civile

All'assemblea sono assegnate le competenze di nomina e revoca del rappresentante comune, delibera sulle modificazioni delle condizioni del prestito, delibera sulla proposta di concordato, su oggetti di interesse comune e sulla costituzione di un fondo per le spese necessarie alla tutela degli interessi comuni.

Di particolare importanza è la competenza riguardo alla delibera sulle modificazioni delle regole del prestito: essa può riguardare qualsiasi condizione che concerne l'emissione, come ad esempio il tasso o la scadenza. Tale disposizione assume un duplice ruolo: di tutela per gli obbligazionisti, che possono così opporsi ad un mutamento delle condizioni del prestito senza un loro consenso, e di semplificazione per la società, la quale può, in questo modo, evitare di rivolgersi singolarmente ad ogni obbligazionista ma può rivolgersi direttamente all'organo collegiale per la modifica del regolamento di emissione.

L'assemblea può essere convocata dal consiglio di amministrazione, dal consiglio di gestione della società emittente, dal rappresentante comune o dai rappresentanti di un ventesimo delle obbligazioni ancora in circolazione.

L'altro organo messo a disposizione per gli obbligazionisti è il rappresentante comune, il quale può anche non essere un obbligazionista. È necessaria la sua nomina e, in caso di mancata nomina assembleare, viene nominato con decreto del presidente del tribunale su domanda di obbligazionisti o amministratori. La carica è incompatibile con la carica di sindaco e amministratore e per i dipendenti della società emittente, oltre che per coloro i quali sono ineleggibili al collegio sindacale.

Il suo ruolo principale è quello di tutelare l'interesse comune degli obbligazionisti e eseguire le delibere dell'assemblea degli obbligazionisti. Egli ha anche la facoltà di esaminare il libro delle obbligazioni, delle adunanze e delle delibere.

Inoltre, sempre per tutelare gli interessi degli obbligazionisti nei confronti della società, il rappresentante comune si occupa della rappresentanza processuale nelle procedure concorsuali¹⁴.

¹⁴ Art 2418 comma 2 cod. Civile

1.6. Prezzo delle obbligazioni¹⁵

L'obbligazione concede il diritto all'obbligazionista di ricevere due tipologie di flussi di cassa, rappresentati dal rimborso del capitale a scadenza e dagli interessi sotto forma di cedole.

Ogni obbligazione ha un proprio valore nominale o facciale, che rappresenta il pagamento che deve essere corrisposto all'investitore a scadenza.

La cedola rappresenta la quota di interessi del debito che viene periodicamente versata all'investitore. Essa è proporzionale al valore nominale del titolo e viene calcolata in base al tasso cedolare, il quale può essere fisso o variabile secondo parametri definiti.

Altre caratteristiche tipiche di un'obbligazione sono il prezzo di emissione e il prezzo di rimborso, a cui si associano spese di emissione e spese di rimborso.

Il prezzo di emissione rappresenta il prezzo effettivo al quale viene emessa ogni singola obbligazione. Esso rappresenta l'importo che l'investitore corrisponde all'emittente in cambio dell'obbligazione. Nel caso in cui il valore nominale sia uguale al prezzo di emissione, l'obbligazione si dice emessa "alla pari", se il valore nominale è superiore si dice emessa "sopra la pari", infine, se il valore nominale è inferiore al prezzo di emissione si dice emessa "sotto la pari".

Per la società emittente la differenza tra i due valori viene definita disaggio o aggio di emissione.

Il prezzo di emissione nasce, quasi sempre, da un'asta di collocamento. Ciò avviene poiché, se fosse fissato a priori, il mercato potrebbe considerare il prezzo come eccessivo, lasciando invenduto il titolo, oppure tale prezzo potrebbe essere inferiore al prezzo massimo che il mercato è disposto a pagare per esso.¹⁶

Le spese di emissione si definiscono come tutte quelle spese che l'emittente sostiene per emettere l'obbligazione, e sono rappresentate, ad esempio, dalle commissioni bancarie, dalle spese notarili o dai costi d'intermediazione. La differenza tra il ricavo lordo dell'emissione e le spese dà il ricavo netto di emissione, cioè il capitale netto che l'emittente effettivamente riceve dall'operazione.

¹⁵ P. Bortot, U. Magnani, G. Olivieri, F.A. Rossi, M. Torrigiani, "Matematica Finanziaria" – Monduzzi Editore

¹⁶ P. Bortot, U. Magnani, G. Olivieri, F.A. Rossi, M. Torrigiani, "Matematica Finanziaria" – Monduzzi Editore

Il prezzo di rimborso rappresenta il valore che l'emittente versa all'obbligazionista nel momento del rimborso. Come per il prezzo di emissione, il prezzo di rimborso può essere alla pari se uguale al valore nominale, sopra la pari se maggiore e sotto la pari se inferiore.

Infine, le spese di rimborso vengono sostenute per il rimborso del prestito.

Il calcolo del prezzo dell'obbligazione, in un dato momento della sua vita, viene realizzato attraverso l'attualizzazione dei suoi flussi di cassa attesi. Quindi per calcolare il valore occorre conoscere il numero di periodi che rimangono fino alla scadenza, il valore nominale del titolo, le sue cedole e il tasso d'interesse che il mercato riconosce a titoli con caratteristiche simili. Tale tasso d'interesse è detto rendimento a scadenza o *yield to maturity (YTM)*. Date tutte queste informazioni, si può calcolare il valore corrente dell'obbligazione sul mercato attualizzando sia le cedole sia il valore nominale al tasso che corrisponde a YTM. Il valore corrente si può calcolare quindi con la seguente formula¹⁷:

$$C \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+i)^n}}{i} \right] + \frac{V}{(1+i)^n}$$

in cui:

C= valore delle cedole

i= tasso d'interesse

n= numero di periodi

V= valore a scadenza

Prezzo e tasso d'interesse si muovono in direzioni opposte tra loro. Al crescere del tasso il prezzo diminuisce e viceversa.

Le imprese nello svolgere la loro attività sono esposte al rischio di fallimento.

Ciò comporta che i bond e i cash flow siano esposti al rischio di credito e al rischio che non siano noti con certezza.

¹⁷ F.K.Reilly, D.J.Wright, Fabozzi, F.J. (a cura di), *The Handbook of Fixed Income Securities*, sesta edizione, McGraw- Hill, New York, 2006

Il rischio di credito influenza il rendimento e il prezzo dei bond poiché, per via di esso, i cash flow che un obbligazionista si aspetta di ricevere possono essere inferiori a tale ammontare. Per effetto di ciò, gli investitori sono disposti a pagare un prezzo per il titolo sicuramente inferiore rispetto ad un'identica obbligazione priva del rischio di credito. Inoltre, poiché il rendimento a scadenza di un'obbligazione è calcolata sui flussi di cassa attesi, anche il rendimento di un'obbligazione "rischiosa" sarà maggiore di quello di un'obbligazione *risk free*.

L'impatto del rischio di credito sulle obbligazioni si può misurare comparando due differenti casi¹⁸. Consideriamo, per prima cosa, un BOT, quindi un titolo *zero coupon* emesso dallo Stato Italiano con durata di un anno. Supponiamo che abbia uno YTM del 5%.

Successivamente consideriamo un'impresa A emittente anch'essa uno *zero coupon bond* con scadenza di un anno e valore di rimborso pari a 1000€. Ora supponiamo che tutti gli investitori presenti sul mercato siano d'accordo sul considerare che non ci sia alcuna possibilità che l'impresa A fallisca nel giro di un anno. In questo caso gli operatori che hanno sottoscritto il *corporate bond* riceveranno con certezza il valore di rimborso promesso dal titolo. Poiché il rischio di default è nullo, allora esso dovrà avere lo stesso rendimento di un BOT, in quanto sono entrambi titoli *risk free*.

Quindi il prezzo del titolo sarà uguale a:

$$P = \frac{1000}{1+YTM} = \frac{1000}{1,05} = 952,38 \text{ €}$$

Supponiamo invece, che il mercato creda che l'impresa A fallirà certamente entro un anno e che sarà in grado di ripagare solo il 90% dell'valore di rimborso. Quindi gli obbligazionisti si vedranno corrispondere solo 900€ a fronte dei 1000€ promessi. Tuttavia, visto che gli investitori possono predire tale fallimento con certezza, ma i 900€ verranno sicuramente rimborsati, allora tale somma può essere considerata priva di rischio e il bond essere considerato uno *ZCB* che garantisce un investimento privo di rischio del valore di 900€. Per cui si può comunque calcolare il prezzo del bond utilizzando il tasso privo di rischio del BOT.

Per cui il prezzo sarà:

$$P = \frac{900}{1+YTM} = \frac{900}{1,05} = 857,38 \text{ €}$$

Quindi la prospettiva di default fa diminuire i flussi di cassa e quindi il prezzo che gli investitori sono disposti a pagare.

¹⁸ J.Berk, P.DeMarzo, "Corporate Finance", Pearson

I due casi sono estremi, avendo prospettato una PD pari a 0 e una PD pari ad 1. In realtà, per quasi tutte le aziende, la probabilità di default è compresa tra 0 ed 1, ed anzi è più prossima allo 0 che non all'1.

Adesso supponiamo che l'impresa emetta lo stesso ZCB annuo del valore di 1000€, ma che questa volta i flussi siano incerti. Supponiamo che, con una probabilità del 50%, l'impresa ripaghi tutto il valore di rimborso e che, con una probabilità del 50%, l'impresa fallisca e che quindi ripaghi solo 900€. Ciò significa che l'investitore riceverà, in media 950€. Per determinare il prezzo di tale *bond*, occorrerà scontare tale somma ad un tasso equivalente a quello che il mercato è disposto a pagare ad un'impresa con le stesse caratteristiche e lo stesso profilo di rischio. Dato che le imprese sono sensibili al rischio di fallimento, specialmente nei momenti di debolezza dell'economia, gli investitori richiederanno un tasso di rendimento maggiore rispetto al tasso privo di rischio. Tale *spread* rappresenta il premio per il rischio che l'impresa deve garantire agli investitori affinché essi sottoscrivano le sue obbligazioni.

1.7. Tipologie di obbligazioni

Per via delle diverse esigenze degli investitori e delle società, si sono andate a costituire diverse tipologie di obbligazioni, che si possono suddividere secondo varie dimensioni:

1. per la presenza o meno del diritto a ricevere interessi durante l'investimento¹⁹: Una prima importante suddivisione si può realizzare proprio per quest'ultima caratteristica. I bond, infatti, possono garantire solo il rimborso del capitale a scadenza, senza che vi siano pagamenti durante l'operazione. Tali bond sono detti *zero coupon bond* (ZCB) e non danno diritto a ricevere pagamenti d'interessi sotto forma di cedole (*coupon*) per tutta la vita del titolo.
2. Se le cedole hanno un'entità nota a priori o variabile²⁰: Nel primo caso, le obbligazioni vengono definite a "tasso fisso" o *straight bond*. Il tasso scelto può essere costante oppure assumere diversi valori durante l'operazione. Nell'eventualità in cui il tasso cedolare aumenti

¹⁹ P. Bortot, U. Magnani, G. Olivieri, F.A. Rossi, M. Torrigiani, "Matematica Finanziaria" – Monduzzi Editore

²⁰ A.Saunders, M.M.Cornet, M. Anolli, B. Alemanni, "Economia degli Intermediari Finanziari", IV edizione, Mc Graw Hill,

nel tempo, l'obbligazione prende il nome di *step-up*, che garantisce quindi una remunerazione degli interessi prefissata e crescente. Viceversa, per le obbligazioni con una remunerazione prefissata e decrescente, che offrono quindi una remunerazione degli interessi prefissata e decrescente, si usa la denominazione di obbligazioni *step-down*. Nel secondo caso, le obbligazioni offrono una remunerazione degli interessi attraverso un tasso d'interesse variabile (*floating rate note*) e per tali titoli l'entità delle cedole non è nota a priori. Tale tasso d'interesse varia a seconda di parametri di mercato, scelti al momento dell'emissione e che devono essere indicati nel regolamento del prestito. Tali obbligazioni prendono il nome di obbligazioni indicizzate e per esse l'indicizzazione può essere su parametri reali, finanziari o valutari. L'indicizzazione reale può essere ottenuta collegando il flusso cedolare ad un indice generale dei prezzi al consumo, in modo tale da tutelare l'investimento nei confronti degli effetti dell'inflazione.

I beni principali che vengono utilizzati per l'indicizzazione sono il petrolio e l'oro.

L'indicizzazione finanziaria si realizza legando l'andamento del tasso all'oscillazione dei tassi di interesse interbancari, come il LIBOR e l'EURIBOR²¹. La finalità si individua nella necessità di non far distaccare eccessivamente le condizioni del prestito obbligazionario dal reale andamento dei tassi d'interesse sul mercato. Possono essere previste indicizzazioni anche al livello del rendimento di certi titoli di debito o ad un paniere di titoli azionari. Infine, l'indicizzazione valutaria prevede il pagamento delle cedole in relazione al rapporto di cambio tra valute. Essa può anche avere un ruolo di copertura nei confronti di possibili svalutazioni di moneta nazionale. Una volta scelto il parametro, il legame con l'indicizzazione può essere indiretto o diretto: con l'indiretto le cedole diminuiscono all'aumentare del parametro o viceversa. Nel caso di titoli a tasso variabile, per evitare un'eccessiva esposizione di entrambe le parti alle oscillazioni del parametro, possono essere inseriti dei limiti alla variabilità delle cedole. L'entità della variazione rispetto al parametro può avere un limite inferiore (*floor*) o un limite superiore (*cap*) o entrambi, contenendo l'oscillazione entro un corridoio di valori (*collar*). In alcune obbligazioni, al superamento del *floor*, il titolo diventa automaticamente uno *straight bond*. Un'altra categoria di obbligazioni che prevede la modifica del flusso cedolare è costituita dai *credit linked bond*, con cui l'emittente può interrompere il pagamento

²¹ A.Saunders, M.M.Cornet, M. Anolli, B. Alemanni, 'Economia degli Intermediari Finanziari', IV edizione, Mc Graw Hill,

delle cedole nel caso in cui un soggetto terzo, estraneo al rapporto, dovesse trovarsi in una difficile situazione finanziaria. Molto simili a questa categoria sono i *CAT bond* o *risk bond*, con cui l'emittente può interrompere l'afflusso di interessi nel caso in cui si verifichi una catastrofe naturale. Specificatamente, per tale categoria di obbligazioni il valore di rimborso può essere legato all'avvenire o meno di determinati eventi.

3. Per il metodo di rimborso: Nel regolamento di alcune obbligazioni può essere specificato che, invece di avvenire in forma monetaria, il rimborso avvenga sotto forma di consegna di azioni. È il caso delle obbligazioni convertibili, delle *reverse convertible* e delle obbligazioni cum warrant²². Le prime sono caratterizzate dal fatto che l'investitore possa convertire la somma investita da somma a titolo di capitale di debito a capitale di rischio ottenendo, quindi, un numero prefissato di azioni in cambio dei titoli di debito detenuti. Il procedimento prevede la fissazione di una data prestabilita, in cui l'investitore può scegliere tra il rimborso dell'obbligazione o la sua conversione in azioni. Questo consente all'investitore di realizzare un investimento più redditizio, dopo aver utilizzato il periodo precedente per lo studio della società, e alla società di ottenere capitale immediato. L'emissione di tali obbligazioni è deliberata dall'assemblea straordinaria in quanto, con tale processo, si sta provvedendo ad un aumento di capitale sociale, anche se ciò è destinato ad esso solo in caso di conversione delle obbligazioni raccolte. Nel momento dell'emissione, al fine di mantenere inalterata la precedente composizione del capitale, le obbligazioni convertibili devono essere prima offerte in opzione agli azionisti e agli altri obbligazionisti convertibili. Le obbligazioni possono essere convertite con un metodo diretto, per cui le azioni oggetto della conversione e le obbligazioni sono emesse dalla stessa società, o con un metodo indiretto, con cui le azioni e le obbligazioni non sono della stessa società. Le obbligazioni *reverse convertible* prevedono anch'esse la conversione dei titoli di debito in titoli azionari. Al momento dell'emissione si fissa un valore per la quotazione delle azioni, in modo che esso funga da strike price. Nel caso in cui, al momento del rimborso, il valore delle azioni sia maggiore dello strike price, l'investitore viene rimborsato in forma monetaria. Viceversa, se il valore delle azioni è inferiore, l'emittente ripaga l'investitore con la conversione dei titoli in azioni. Tale struttura espone al rischio prevalentemente l'investitore, in quanto questi può vedersi ripagato dell'investimento con delle azioni il cui valore è considerevolmente inferiore rispetto al

²² R.A. Brealy, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, "principi di finanza aziendale", Mc Graw Hill

corrispettivo monetario. Tale rischio non viene corso dall'emittente, che, in caso di rialzo del valore delle azioni, rimborsa in forma monetaria. Infine, le *cum warrant* rappresentano obbligazioni a cui è connessa la possibilità per l'investitore di rimanere creditore della società e di comprare un certo numero di azioni dell'emittente attraverso un'opzione detta warrant. Le condizioni di prezzo e data sono prefissate e il warrant può anche circolare separatamente dal titolo.

4. Secondo la facoltà di rimborso del prestito²³: Tale facoltà può essere a favore dell'obbligazionista o della società. Nel caso in cui sia a favore della società prende il nome di *callable*, in cui l'emittente ha la facoltà di rimborsare in anticipo il capitale rispetto alla scadenza. È previsto frequentemente un premio per l'investitore in caso di esercizio dell'opzione di rimborso anticipato. Il valore di tale premio decresce all'avvicinarsi della data di scadenza del prestito e l'opzione può essere esercitata in alcune date predefinite o lungo tutta la durata residua a partire da una certa data. Il rischio per l'investitore è il rischio di venire rimborsato anticipatamente nel caso di diminuzione dei tassi di mercato. Nel caso in cui la facoltà sia a favore dell'obbligazionista si parla di obbligazioni *puttable*.
5. per la tutela offerta all'obbligazionista: Le principali sono i *secured bond* e le obbligazioni subordinate. Le prime godono di una prelazione su certe attività dell'impresa che, in caso di fallimento, possono aggredire con priorità rispetto agli altri creditori, le seconde sono obbligazioni che, sempre in caso di fallimento, vedono il loro rimborso subordinato al rimborso degli altri creditori ordinari.
6. Secondo le esigenze di alcune tipologie di investitori: Un esempio sono i *green bond*, che vengono negoziati per la prima volta nel 2007 nella Borsa di Lussemburgo. La finalità dell'emissione è il finanziamento di progetti legati a tematiche ambientali. I progetti possono riguardare ad esempio la produzione di energie rinnovabili, l'utilizzo di fonti di energia pulite o anche lo sfruttamento sostenibile dei terreni. Affinché un *green bond* possa definirsi tale, deve rispettare quattro principi, emessi dall'ICMA, si tratta di “ linee guida procedurali non

²³ A.Saunders, M.M.Cornet, M. Anolli, B. Alemanni, ‘Economia degli Intermediari Finanziari’, IV edizione, Mc Graw Hill,

vincolanti con l'obiettivo di garantire la trasparenza e la divulgazione di informazioni, nonché di promuovere l'integrità nella crescita del mercato dei Green Bond, definendo e precisando l'approccio adeguato per emettere un Green Bond²⁴». Tali principi prevedono: 1) In che modo si utilizzano i finanziamenti raccolti. 2) La valutazione e la scelta del progetto. 3) Come gestire i proventi. 4) Il reporting. Il principale mercato su cui si scambiano *green bond* è il *Luxembourg Green Exchange* (LGX), con un valore superiore ai 100 miliardi di dollari e più di 200 bond negoziati. Un altro esempio può essere dato dai *social bond*, obbligazioni nate nei mercati anglosassoni e che consentono di investire una parte della remunerazione del prestito in iniziative sociali che migliorino il benessere della comunità.

1.8. Fattori che influenzano il prezzo delle obbligazioni²⁵

I fattori che possono influenzare il prezzo delle obbligazioni sono vari, tra i più importanti si può trovare, ad esempio, una variazione nel tasso di interesse offerto sul mercato, data da un aumento dei tassi offerti dalla FED o dalla BCE, può far diminuire il prezzo dei bond.

Un'altra ragione che può far variare il valore delle obbligazioni è la percezione che il mercato ha della qualità del titolo. Ad esempio, un deterioramento del merito creditizio dell'obbligazione fa sì che gli investitori siano disposti a riconoscere un prezzo inferiore per tale titolo e viceversa.

Anche variazioni nello spread tra titoli rischiosi e non rischiosi possono influenzare il prezzo delle obbligazioni. Tale spread riflette la percezione di rischiosità che gli investitori hanno dei *corporate bond* rispetto ai titoli di Stato.

Questo spread è funzione di cinque principali fattori:

1. La probabilità di default della società emittente
2. Il tasso atteso di recupero del bond in caso di default
3. La liquidità del titolo sul mercato secondario
4. Il livello di tassazione a cui sono esposti gli investitori
5. L'efficienza del mercato primario del bond

²⁴da "I Principi dei Green Bond 2017: Linee Guida procedurali non vincolanti per l'Emissione di Green Bond 2 Giugno 2017"

²⁵G.Gabbi A.Sironi "Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from eurobonds primary market spreads" in *The European Journal of Finance*, volume 11, 2005.

$$SPREAD_i = f(DEFAULT_i, RECUPERO_i, LIQUIDITÀ_i, TAX_i, EFFICIENZA_i) + \varepsilon_i^{26}$$

Con:

SPREAD: differenza tra il rendimento a scadenza del corporate bond i al momento dell'emissione e il titolo *risk free* con la stessa *maturity*.

DEFAULT: probabilità di fallimento dell'emittente i .

RECUPERO: tasso di recupero in caso di fallimento dell'emittente i .

LIQUIDITÀ: liquidità del titolo i sul mercato secondario.

TAX: livello della tassazione a cui è sottoposto l'emittente i .

EFFICIENZA: efficienza del mercato per l'emittente i .

1.9. Rating

Il rating rappresenta il principale indicatore del merito creditizio degli emittenti di obbligazioni.²⁷ Tale rating esprime un giudizio, sotto forma di un indicatore alfanumerico, sulla possibilità che la società emittente possa ripagare o meno le obbligazioni assunte, sia per quanto riguarda il rimborso del capitale sia per quanto riguarda il pagamento degli interessi, inoltre, all'indicatore si accompagna una sintetica descrizione del valore assegnato.

Questo giudizio viene assegnato da agenzie indipendenti e le principali agenzie di rating sono Moody's, Standard & Poor's e Fitch. La definizione di rischio di credito assegnata da queste due imprese è incentrata sulla probabilità di default e sul grado di protezione dei creditori in caso di fallimento.

Il più alto rating che un'impresa può ottenere è rappresentato dalla sigla "Aaa" per Moody's e "AAA" per Standard & Poor's e Fitch. Tuttavia, pochissime imprese riescono a raggiungere il livello massimo di rating ed è molto più comune che le imprese si collochino in livelli bassi di rating. In particolare, le obbligazioni emesse da società con una valutazione minore di Baa per Moody's e BBB per S&P vengono valutate da queste come, obbligazioni speculative o obbligazioni spazzatura.

²⁶ G.Gabbi A.Sironi "Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from eurobonds primary market spreads" in The European Journal of Finance, volume 11, 2005.

²⁷ A.Saunders, M.M.Cornet, M.Anolli, B.Alemanni, "economia degli intermediari finanziari", IV edizione, Mc Graw Hill,

Al crescere del rischio di insolvenza, il rating diminuisce e le società devono offrire un rendimento maggiore agli investitori per compensare tale rischio.

Per realizzare il rating, le agenzie tengono conto di due profili, un profilo quantitativo e un profilo qualitativo. Tale analisi consente loro di valutare la profittabilità e la capacità di contrarre debito dell'emittente.²⁸

Il profilo qualitativo prevede inizialmente un'indagine dell'ambiente competitivo in cui opera l'impresa, al fine di individuare qualunque rischio operativo che l'impresa si trova a fronteggiare.

Al fine di individuare il rischio operativo, le agenzie ricorrono allo studio di quattro dimensioni:

1. Il rischio industriale: il rating necessita di tener conto della natura del business e di fattori quali il ciclo di vita dell'impresa e la volatilità del business. L'ambiente competitivo, legato a fattori come ad esempio il numero di competitor e la maturità del settore, influenzerà il credit rating nella misura in cui essi impatteranno sulle situazione finanziaria della società e sulla sua capacità di ripagare le obbligazioni in tempo. Le agenzie, al fine di definire il rating, solitamente considerano il profilo finanziario dell'impresa come strettamente connesso alla rischiosità del settore. Esse infatti possono avere dei rating predefiniti per ciascun tipo di settore, e a volte possono assegnare un tetto massimo al rating di un'impresa per via della situazione del settore. Ciò significa che una società, pur avendo un'eccellente performance finanziaria individuale e un profilo solido, potrebbe non ricevere il livello massimo di valutazione per via del settore in cui opera.
2. Posizione di mercato: questa dimensione è particolarmente importante in settori caratterizzati da una forte competizione. Proprio per via di ciò, le imprese potrebbero non essere in grado di sopportare certi rischi a causa della loro posizione di mercato. I fattori che influenzano tale posizione sono: la quota di mercato, la competitività, la diversificazione di clienti e prodotti e la capacità di fissare il prezzo di mercato.
3. Management: l'analisi delle capacità del management sono fondamentali nel processo di definizione del rating. Esso non viene giudicato solo sulla base dei suoi successi, ma anche sulla sua capacità di definire e prevedere i rischi di mercato oltre che sull'abilità di esso di condurre l'impresa e mantenerla in una certa posizione di mercato. L'analisi include anche la capacità di pianificazione dell'impresa nel lungo periodo, attraverso il mantenimento delle strategie implementate.

²⁸ *Rating agencies – how do they assess your credit rating?* in “*treasury today*” del marzo 2008

4. Corporate governance: la composizione dell'azionariato e le sue strategie vanno ad influenzare il giudizio espresso dalle agenzie. In particolar modo il peso degli azionisti all'interno delle scelte aziendali e la libertà concessa al management da essi impattano sul rating.

Il profilo quantitativo è focalizzato sulla capacità dell'emittente di generare liquidità. La situazione finanziaria è inoltre misurata in termini di profittabilità sul livello di indebitamento, in particolare sulla sostenibilità del debito a lungo termine. L'analisi prevede, anche qui, lo studio di quattro fattori principali:

1. Profittabilità: gli analisti considerano una serie di indicatori finanziari. La capacità dell'emittente di generare profitti è l'elemento migliore per determinare il livello di rischio per il creditore.
2. Cash flow: rappresenta il principale elemento da analizzare ai fini del giudizio. Solo se i flussi di cassa operativi sono stabili l'impresa può trovarsi in una situazione in cui possa sia ripagare il debito sia effettuare investimenti per la continua crescita. Questo fattore diventa ancora più importante per gli emittenti con che faticano a trovare fonti alternative di finanziamento.
3. Struttura del capitale: la dipendenza di un'impresa da fonti esterne di finanziamento può impattare sulla sua capacità di contrarre debito. Per via del fatto che differenti settori necessitano di differenti livelli di capitale, la composizione del capitale dell'impresa deve essere sempre confrontata con il livello medio del settore.
4. Flessibilità finanziaria: con questo termine si indica la capacità dell'impresa di reagire a momenti di stress. Ciò significa che si valuta la capacità dell'emittente di ripagare il debito in momenti di volatilità del mercato e quali fonti di finanziamento alternativo esso dispone. Ovviamente al crescere delle fonti di finanziamento a disposizione, cresce anche la flessibilità dell'impresa.

Generalmente un alto livello di debito a breve termine rappresenta una limitazione nella flessibilità dell'impresa. Al contrario se l'emittente è in grado di operare con bassi livelli di debito, esso sarà maggiormente flessibile. Inoltre la capacità di accedere al mercato dei capitali, l'esperienza nell'utilizzo di strumenti finanziari e forti relazioni con le banche, sono tutti esempi di fattori che aumentano la reattività dell'impresa in momenti di stress.

Anche se la determinazione del merito creditizio passa attraverso l'analisi di tali elementi, non vi è un unico modo per trovare il rating di un emittente, in alcuni casi l'analisi dei rischi assume maggior

peso rispetto all'analisi finanziaria. In ogni modo i criteri di analisi sono trasparenti, in modo tale che sia l'impresa sottoposta a giudizio sia gli operatori di mercato sappiano come è stato assegnato tale rating.

2. EMISSIONE DI UN BOND

2.1 Introduzione

Dopo aver esaminato le caratteristiche principali delle obbligazioni societarie nel precedente capitolo, nel seguente capitolo si passeranno in rassegna le modalità attraverso le quali questi titoli vengono immessi sui mercati finanziari. Il discorso si articolerà partendo con la definizione di mercato primario e secondo quali modalità le obbligazioni vengono emesse, per poi proseguire con la descrizione della documentazione necessaria e delle parti in causa e terminando il discorso con la descrizione del consueto procedimento d'emissione.

2.2 Il mercato primario e il mercato secondario²⁹

Il mercato finanziario può essere suddiviso in due categorie, mercato primario e mercato secondario. Il mercato primario va tipicamente ad accogliere tutti quegli strumenti di nuova emissione, cioè tutti quei titoli che sono appena stati emessi sul mercato e che quindi vengono trattati direttamente con l'emittente. Il mercato secondario, invece, accoglie gli strumenti che vengono trattati successivamente all'emissione e che sono già in circolazione sul mercato.³⁰

Per cui l'emissione di un'obbligazione da parte di un'impresa consiste nel rendere possibile, a tutti gli operatori di mercato, l'acquisto di titoli di debito emessi dall'impresa.

Il collocamento iniziale di un titolo sul mercato primario può avvenire in diverse modalità a seconda del titolo trattato. I titoli di Stato, ad esempio, possono essere negoziati con meccanismi diversi rispetto ai titoli *corporate*, infatti essi possono essere emessi attraverso “asta competitiva” o “asta marginale”.

2.3 Tipologie di emissione delle obbligazioni societarie

²⁹ R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2014

³⁰ R.A. Brealy, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, “*principi di finanza aziendale*”, Mc Graw Hill

I *corporate bond* sono solitamente emessi con due modalità, il “*private placement*” e il “*collocamento a condizioni prestabilite*”.³¹

Il *private placement* prevede che emittente e sottoscrittori definiscano le caratteristiche dell’operazione in via preliminare. Essi stabiliscono quantità, durata, rimborso e condizioni di rendimento in una trattativa privata sotto la guida di un intermediario, solitamente una banca d’investimento, che assiste la trattativa in vari modi. Essa aiuta l’impresa emittente e gli investitori ad individuare il prezzo più adatto per l’obbligazione in questione. Può inoltre aiutare ad individuare i potenziali clienti del titolo oppure, nel caso in cui questi siano stati precedentemente individuati dall’emittente o comunque siano noti, può svolgere una funzione di *advisor* per le parti.

Generalmente gli emittenti di questo tipo di operazione sono medie imprese, le quali incontrano svariate difficoltà a operare un’offerta pubblica sul mercato, mentre gli investitori sono solitamente investitori istituzionali come fondi pensione, fondi d’investimento e *public companies*.

Nella maggior parte dei casi, gli investitori istituzionali che sottoscrivono un titolo mediante il meccanismo del “*private placement*” ricevono un tasso di rendimento elevato, generalmente espresso come uno spread sul tasso di rendimento di un titolo di Stato con scadenza simile, per compensare la bassa liquidità, dovuta alla scarsa standardizzazione del *corporate bond*, che può renderlo poco appetibile sul mercato secondario.

Inoltre tali tipologie di *bond* hanno solitamente un rating basso, come tripla B o inferiori, e solo una ristretta parte di essi raggiungono il livello di rating A o superiori.

C’è un grande vantaggio nel *private placement*.³³ In una singola grande operazione di emissione di un’obbligazione societaria ci sono tipicamente centinaia di investitori pronti ad acquistare il titolo offerto, l’emittente e la sua banca d’investimento stabiliscono i termini dell’operazione e, a questo punto, gli investitori possono decidere se accettare o meno i termini proposti (“*take it or leave it*”).

Nel caso di violazione delle clausole contrattuali o del prospetto, tipicamente le procedure di risoluzione di tali problematiche sono indicate in procedure standardizzate e devono semplicemente essere eseguite.

In caso di *private placement* il numero degli investitori è molto limitato, spesso si tratta di 8-10 soggetti che possono cooperare con l’emittente e i suoi *advisor* nel negoziare i termini dell’offerta e

³¹ Forestieri, Mottura, *il Sistema Finanziario*, settima edizione, Egea,

³³ F.K.Reilly, D.J.Wright, Fabozzi, F.J. (a cura di), *The Handbook of Fixed Income Securities*, sesta edizione, McGraw- Hill, New York, 2006

le eventuali coperture. In questo caso, se si verifica la violazione di una o più condizioni dell'offerta, il consorzio degli investitori può negoziare direttamente la risoluzione del conflitto con l'emittente. Per cui, attraverso il *private placement*, gli investitori possono beneficiare di una maggiore flessibilità sui termini dell'accordo.

Quindi le ragioni che spingono a utilizzare questa modalità sono i minori costi di transizione, la possibilità di sottoscrivere importi più limitati e modalità di contrattazione più flessibili date dalla trattativa privata che, con l'ausilio dell'intermediario, consente di ritagliare l'offerta sulle necessità di tutti gli operatori.

Il *collocamento a condizioni prestabilite* consiste in una modalità caratteristica di banche e imprese che definiscono, autonomamente o con l'ausilio di consorzi di banche, le condizioni di emissione³⁴. Esso prevede che l'emittente offra la sottoscrizione di un contratto di vendita di *bond* ad un prezzo, rendimento e scadenza determinato. Agli investitori viene dato un certo lasso di tempo, solitamente un giorno o anche poche ore, per decidere se sottoscrivere o meno il titolo. Se il contratto del *bond* è accettato si dice che il soggetto sottoscrittore ha "*bought the deal*"³⁵. Nel caso in cui il sottoscrittore sia una banca d'investimento, esso può poi decidere se scambiare il titolo con altri intermediari oppure venderlo ai propri clienti.

Generalmente il titolo sottoscritto è stato già venduto dalla banca sottoscrittrice ai suoi investitori ancora prima della conclusione del contratto di vendita.

Le circostanze descritte espongono l'emittente al rischio di effettuare un'offerta non appetibile sul mercato, lasciando così invenduta una parte del finanziamento, nel caso in cui vengano effettuati errore di valutazione da parte di società e consorzio. Dall'altra parte l'emittente si espone all'eventualità che l'emissione sia così attraente da provocare una domanda di sottoscrizione maggiore dell'offerta, svanendo così le possibilità per la società di applicare condizioni più favorevoli. La modalità del collocamento a condizioni prestabilite viene impiegata dalle imprese sottoscrittrici per un principale motivo. Nel mercato statunitense, in cui la "*rule 415*" della SEC garantisce una certa flessibilità in termini di tempo agli emittenti affinché essi possano approfittare delle opportunità del mercato globale, questo fatto richiede che il sottoscrittore sia in grado di

³⁴ Forestieri, Mottura, *il Sistema Finanziario*, settima edizione, Egea

³⁵ G. Forestieri, P. L. Fabrizi, P. Mottura, *Strumenti e servizi finanziari*, Egea

impegnare rapidamente il capitale per l'operazione³⁶. Questo fatto favorisce il “*bought deal*” perché da una breve quantità di tempo al sottoscrittore per concludere l'operazione.

Il rischio di incorrere in una perdita di capitale con tale modalità è più ristretta di quanto apparentemente sembri. Alcuni “*deal*”, infatti, risultano essere così chiari e lineari che l'impresa sottoscrittrice ha immediatamente una grande disponibilità di investitori istituzionali con cui scambiare il *bond*, per cui il rischio di incorrere in una perdita a causa della mancata vendita del titolo risulta ridotta o annullata.

Come detto i consorzi di collocamento sono gruppi di banche a cui l'emittente affida il compito di costruire l'operazione di emissione, di occuparsi del collocamento presso la clientela e di coprire il rischio che l'operazione comporta, infatti, esse spesso si occupano di acquistare l'eventuale finanziamento rimasto invenduto. La ragione per cui le banche si riuniscono in consorzi per sostenere l'operazione risiede nel fatto che, generalmente, un'operazione di emissione di *bond*, comporta un elevato rischio di perdere una significativa quantità di capitale³⁷. Tale rischio sarebbe insostenibile per un solo intermediario, per cui le banche, solitamente banche d'investimento, si riuniscono in consorzi per differenziare il rischio d'emissione e sopportare una perdita inferiore nel caso di *bond* invenduti. I collocamenti a condizioni prestabilite sono solitamente le modalità di emissione che presentano il grado maggiore di rischio e che necessitano l'intervento del consorzio di banche per l'operazione.³⁸

In genere ci sono tre tipologie di consorzi che si differenziano l'uno con l'altro per il tipo di servizio offerto:

1. Consorzio di semplice collocamento: le banche offrono presso gli investitori il titolo emesso secondo una ripartizione stabilita in precedenza.
2. Consorzio di garanzia: le banche che fanno parte del consorzio svolgono una funzione di garanzia, occupandosi della sottoscrizione degli eventuali titoli rimasti invenduti.
3. Consorzio di assunzione a fermo: attraverso questa modalità le banche acquistano il titolo di debito direttamente dall'emittente e si occupano poi di rivenderlo presso gli investitori.

³⁶ F.K.Reilly, D.J.Wright, Fabozzi, F.J. (a cura di), *The Handbook of Fixed Income Securities*, sesta edizione, McGraw- Hill, New York, 2006

³⁷ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, G. Forestieri, A. Bertagni, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson

³⁸ Forestieri, Mottura, *il Sistema Finanziario*, settima edizione, Egea

Il rendimento complessivo dell'emissione, una volta collocati i titoli, verrà suddiviso tra l'emittente e il consorzio. Per realizzare il rendimento, l'intera quantità di titoli offerti devono essere venduti al pubblico al valore prestabilito. Le banche d'investimento che fanno parte del consorzio dispongono solitamente di una clientela affiliata, composta dai propri clienti, sia istituzionali sia privati. Per ampliare la clientela, le banche cercano di includere nel consorzio anche imprese o intermediari esterni, andando a costituire un *selling group*. Questo gruppo amplia il consorzio di collocamento con altra clientela esterna.

I membri del *selling group* che si viene a formare possono così sottoscrivere l'offerta di titoli ad un prezzo prestabilito, solitamente inferiore al prezzo che si forma sul mercato.

2.4 Documentazione di supporto

L'emissione di obbligazioni societarie in Italia viene regolata principalmente dal codice civile. Il documento principale che la legge richiede per l'emissione di obbligazioni è rappresentato dalla delibera del consiglio d'amministrazione⁴⁰. Con tale atto si definisce la creazione e il contenuto del titolo. Essa è di competenza del consiglio di amministrazione e deve essere redatto sotto la supervisione di un notaio e successivamente depositato presso il registro delle imprese.⁴¹

Altro documento necessario all'emissione di un titolo obbligazionario è il prospetto informativo⁴². Tale documento ha la funzione di fornire agli investitori tutte le informazioni necessarie sull'emittente, in modo tale che essi possano prendere una decisione consapevole riguardo i titoli offerti. La disciplina che regola l'emissione del prospetto è il regolamento 809/2004/CE.

Vi sono poi documenti che, nella consuetudine, fungono da supporto all'emissione e sono rappresentati dai documenti relativi ai termini e le condizioni finali di ciascuna emissione, i cosiddetti *final terms*⁴³, dal contratto relativo al collocamento delle obbligazioni, il cosiddetto *subscription agreement*⁴⁴, dai contratti con il quale si identificano i mandati alle banche e agli intermediari

⁴⁰ V. Buonocore, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, XIII edizione, 2016, parte seconda, cap IV, sezione VI

⁴¹ Art 2420, *bis* cod. Civile

⁴² Cian, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2016

⁴³ Rappresentano i termini finali dell'operazione, in termini di prezzo e quantità.

⁴⁴ Il *subscription agreement* rappresenta l'accordo con cui si stabilisce il rapporto tra emittente e dealers. All'interno di esse si trova, ad esempio, l'accordo sulla commissione.

finanziari coinvolti nell'emissione, sottoscrizione e collocamento dei titoli, dai mandati e le lettere di incarico agli altri soggetti e consulenti della società emittente coinvolti nell'operazione che possono essere, ad esempio, consulenti legali e fiscali o revisori dei conti, ed infine mandati e lettere verso controparti di natura tecnica ed istituzionale.

Tra di esse si può individuare la *comfort letter*, essa consiste in un comunicato, realizzato da una o più società di revisione contabile, verso gli investitori e deve essere presentata ad essi prima delle firme. In tale comunicato la società di revisione certifica che la situazione economico-finanziario dell'emittente sia stabile, andando a garantire la stabilità della società per il periodo che va dall'ultimo bilancio al momento del collocamento dei titoli. Solitamente la società di revisione si occupa di analizzare e certificare solo alcune componenti del bilancio societario, come il capitale sociale e il debito a lungo termine.

Un altro esempio è dato dalla *Legal opinion*, un'indicazione sui contenuti legali dell'operazione, fornita prima delle firme da esperti legali sui contenuti dell'offerta.

Infine la *bring-down due diligence agenda* rappresenta un questionario, sottoposto all'emittente, in cui esso deve rispondere ad una serie di domande sulla composizione del management e sul business aziendale e su vari aspetti di natura legale.

2.5 Parti coinvolte

Il ruolo principale è ovviamente svolto dall'emittente, il quale rappresenta la società che emette il titolo sul mercato. Solitamente le società emittenti si dividono in società finanziarie e non finanziarie, a seconda della natura del business dell'impresa.

Altra parte fondamentale è rappresentata dal consorzio di collocamento, o *joint leaders managers*, il quale, come già detto, si occupa del collocamento del titolo sul mercato e del reperimento di acquirenti per l'offerta.

Entrambi questi due soggetti sono solitamente affiancati dal *legal advisor*, che devono fornire consulenze di natura fiscale e civilistica sull'emissione oltre che indicazioni sia sulla legislazione nazionale che internazionale. Data la complessa attività svolta e la vastità degli argomenti trattati, spesso tale ruolo è affidato a più studi legali.

Altri importanti ruoli, spesso assunti da una banca, sono il *fiscal agent*, il *paying agent* e il *listing agent*.

Il primo si occupa essenzialmente di affiancare le parti in aspetti legali, fiscali e amministrativi.

Il *paying agent* ha un ruolo di “tesoriere” nelle operazioni. Esso infatti è incaricato dello scambio di flussi di cassa tra emittente ed investitore e viceversa. Si occupa di versare le cedole di interesse da parte della società ai vari possessori dei titoli, evitando così che sia la società ad occuparsene in prima persona. Tale operazione semplifica molto le trattative, specie quando i titoli sono quotati sul mercato e vi siano numerosi operatori, per cui sarebbe complesso per la società versare flussi di cassa a ciascun operatore.

L'ultimo operatore è tipico delle fattispecie in cui il titolo viene quotato sul mercato. In tal caso il *listing agent* si occupa di fare da intermediario tra la borsa di riferimento e l'emittente, fornendo al mercato tutti i documenti richiesti (esempio: il prospetto).

Un ulteriore ruolo è l'*auditors*, spesso assunto da società di revisione contabile, che si occupa di tranquillizzare gli investitori riguardo la stabilità societaria attraverso la *comfort letter*.

Ruolo simile è assegnato alle agenzie di rating, le quali forniscono un giudizio non sull'emissione bensì sull'emittente, fornendo un giudizio in un codice alfanumerico.

Infine si ha il “*common safekeeper*” con il ruolo di clearing house.

2.6 Procedimento di emissione e definizione del prezzo

I nuovi bond vengono quindi emessi sul mercato primario per svariate ragioni, ad esempio per rinegoziare il debito giunto a scadenza oppure per sostituire i bond che sono stati rimborsati. Inoltre con il passare del tempo i bond in circolazione diventano sempre meno liquidi, per cui una grande emissione di titoli sul mercato primario ha effetti positivi diretti anche sul secondario. Ciò avviene perché il mercato dei *corporate bond* è, per sua natura, un mercato per la maggior parte illiquido e quindi risulta difficile agli operatori finanziari che operano in esso rendersi conto del valore dei titoli in circolazione. Una nuova emissione di obbligazioni societarie aiuta quindi nel processo di individuazione del livello del prezzo di mercato.⁴⁵

Ciò avviene perché, stabilendo un adeguato prezzo di emissione, si consente a investitori ed emittenti del settore di correggere le valutazioni in base allo spread applicato sulla nuova emissione.

Le imprese non finanziarie emettono obbligazioni principalmente come alternativa alla finanza bancaria. Tuttavia vi sono anche altri vantaggi nell'emissione. Principalmente i *bond* hanno una scadenza superiore a rispetto ai servizi offerti dalle banche, consentendo così di intraprendere progetti di durata superiore, e consentendo anche di diversificare il portafoglio di investimenti societario.

⁴⁵ F.S. Mishkin, S.G. Eakins, G. Forestieri, A. Bertagni, Istituzioni e mercati finanziari, Pearson

Spesso, al fine di utilizzare il mercato dei bond, un emittente stabilisce un rapporto con una banca d'investimento, che prenda il ruolo di *advisor*, al fine di coadiuvarlo nel processo di emissione. Nella maggior parte dei casi, l'impresa accede al mercato attraverso il già citato consorzio di collocamento. L'approccio comune tra emittente e banche è detto "negotiated transaction". Tale approccio prevede che il candidato emittente incontri una o più banche le quali presentano le loro ipotesi all'emittente su come accedere al mercato dei bond nel miglior modo possibile. Si parla di negoziazione in quanto lo spread che sarà applicato sul titolo è dato dalla trattativa tra le parti.

Questo "concorso di bellezza" si svolge, solitamente, in più sessioni, ciascuna delle quali contribuisce a diminuire la quantità di banche che prenderanno parte all'operazione, eliminando le proposte meno interessanti, fino ad arrivare ad un gruppo con un ridotto numero di banche dal quale estrarre i leader del consorzio.⁴⁷

A seconda della realtà in cui avviene l'emissione, si possono o meno formalizzare i ruoli dei bookrunner, si parla di "*Active book runner*" per quegli intermediari che hanno un ruolo attivo nel processo di emissione e si impegnano nel reperimento della clientela, e "*passive bookrunner*" per quegli intermediari con il solo compito di sottoscrivere i titoli emessi.

La negoziazione vera e propria prende il via dopo una fase di marketing, durante la quale gli emittenti presentano la propria impresa ai potenziali investitori, tale fase viene solitamente definita "*road show*" ed è necessaria affinché gli operatori possano farsi un'idea del valore dell'offerta proposta. Durante il "*road show*" il management dell'impresa e gli *advisor* visitano vari mercati, incontrando analisti, fund manager e potenziali investitori per aumentare l'interesse di essi nei confronti dell'emissione. L'evento si sposta attraverso varie località, può interessare una singola nazione o più nazioni, e si realizza in una durata di tempo prestabilita.⁴⁸

Il "*road show*" può coprire una moltitudine di temi. Solitamente viene presentata la storia dell'azienda e i suoi piani per il futuro, evitando stime quantitative sul futuro, ma solo qualitative, raccontando risultati già noti al pubblico e raggiunti con certezza, oltre che i suoi *asset*, tangibili o intangibili che siano, e il piano di vendita collegata all'offerta.

Oltre a fornire informazioni riguardo l'offerta, il "*road show*" consente all'impresa di rispondere alle domande che possono essere sollevate da investitori, in modo tale da poter chiarire ogni potenziale dubbio riguardo l'emissione e sul business dell'azienda. Potenziali rischi e informazioni non

⁴⁷ F.K.Reilly, D.J.Wright, Fabozzi, F.J. (a cura di), *The Handbook of Fixed Income Securities*, sesta edizione, McGraw-Hill, New York, 2006,

⁴⁸ A.Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Isedi

disponibili sul prospetto. Situazioni tipiche riguardano, ad esempio, le differenti ottiche di investimento di fondi pensioni o banche, con i primi tipicamente interessati a investimenti di lungo periodo ed a tasso fisso e i secondi di breve e a tasso variabile.

Questa fase è di vitale importanza per la corretta riuscita dell'operazione e viene inoltre usata dagli emittenti per analizzare i trend del mercato e per eventualmente modificare l'offerta in base alle risposte ricevute.

Successivamente al “*road show*”, il consorzio sollecita gli investitori a presentare degli ordini per l'emissione, i quali verranno poi messi insieme per andare a formare un insieme di proposte. Si tratta del cosiddetto *book building process*, in cui vengono analizzate le informazioni estrapolate dal *road show* per andare a decidere quale spread applicare all'emissione. In questa fase si cerca di determinare il valore dell'emissione, basandosi sulla domanda degli investitori.

Alcuni parametri dell'emissione, come il taglio delle obbligazioni e la scadenza, possono essere modificate in seguito in base ai feedback ricevuti durante la campagna di marketing.

Prima del lancio effettivo delle obbligazioni sul mercato il consorzio di collocamento viene ampliato, aggiungendo alle banche d'investimento e ai soggetti specializzati in investimento anche soggetti dotati di un'efficace capacità di collocamento di titoli sul mercato.

La data dell'emissione non è sempre una data fissa. Il lancio delle obbligazioni sul mercato può essere rimandato a seconda delle condizioni del mercato. Nel caso in cui il mercato stia attraversando una fase sfavorevole o un momento di incertezza, l'emittente può sospendere l'operazione e riprendere il processo quando le condizioni di mercato miglioreranno.

Alternativamente a tale processo, nel caso di mercati che garantiscono buone prestazioni, viene impiegata la modalità del “*bought deal*”, specialmente per le operazioni che presentano un volume ristretto di capitale. Con questa pratica un esiguo gruppo di banche presentano offerte per i titoli emessi dall'impresa. Tra queste quella che presenta l'offerta più conveniente si aggiudica il contenuto dell'emissione. Come già detto, solitamente l'obbligazione acquistata viene frazionata e venduta sul mercato, senza l'intermediazione di altri soggetti.

Indipendentemente dall'approccio scelto, i titoli di nuova emissione vengono sottoscritti dagli intermediari finanziari e dagli investitori nella fase di negoziazione. Questi, una volta che i titoli

vengono messi in circolazione, ne diventano proprietari e si occupano di collocarli presso gli investitori.⁵⁰

Il compenso che l'intermediario riceve per la collocazione del *bond* è dato dalla differenza tra il prezzo al quale il titolo viene venduto agli investitori sul mercato e il prezzo al quale l'intermediario acquista il titolo dall'emittente.

Se il contratto d'acquisto viene concluso "*within fees*", significa che il *bond* è stato venduto ad un prezzo tale da consentire al sottoscrittore di ottenere un profitto tramite esso. Tuttavia la condizione secondo cui il sottoscrittore ottiene un profitto non è sempre verificata, anzi può persino verificarsi una perdita. Ciò è particolarmente vero nel caso in cui l'intermediario effettui una valutazione erronea del prezzo che il mercato riconosce per il titolo oppure se il mercato subisce ritardi o interruzioni tra il momento di sottoscrizione e il momento di collocamento del *bond*.⁵¹

Al termine della fase di negoziazione si passa al momento alle firme (*signing date*).

Prima di tale giorno, devono essere definiti e approvati i *final terms*, i pareri legali di tutti gli advisor riguardo a ogni aspetto, il *subscription agreement*, le *comfort letter* e i pareri delle agenzie di rating. Il giorno della firma, tali documenti vengono sottoscritti e in particolare i *final terms* devono essere firmati e inviati al *listing agent*, il quale si occupa di comunicarli alla borsa presso la quale è stata realizzata l'operazione. Al termine delle firme si ha l'invio di tutta la documentazione a ciascuna parte in causa e, dopo che la borsa ha accettato i documenti comunicatogli dal listing agent, si può passare allo scambio di flussi tra il consorzio e l'emittente, chiudendo così l'operazione di emissione delle obbligazioni societarie.

⁵⁰ G.F. Campobasso: Diritto commerciale, UTET, Torino

⁵¹ F.K.Reilly, D.J.Wright, Fabozzi, F.J. (a cura di), The Handbook of Fixed Income Securities, sesta edizione, McGraw- Hill, New York, 2006

3. EMISSIONE BOND ACEA 1 FEBBRAIO 2018

3.1 Introduzione

Nel seguente capitolo, andremo a ripercorrere il processo che ha portato il collocamento di obbligazioni sul mercato da parte di Acea. Il discorso si articolerà partendo da una descrizione dell'azienda e delle sue performance, per poi analizzare la situazione macroeconomica italiana dagli anni della crisi del debito ad oggi, per capire le ragioni che hanno portato all'utilizzo di tale strumento di finanziamento da parte di Acea. Infine si ripercorrerà in maniera cronologica il procedimento di emissione, partendo dalla delibera del consiglio di amministrazione, fino al collocamento vero e proprio.

3.2 Il Gruppo ACEA

Il Gruppo Acea è uno dei principali operatori italiani nel settore idrico, energetico e ambientale. Nel settore idrico⁵³, esso rappresenta il primo operatore nazionale, con una RAB⁵⁴ di €1.3 miliardi e 9 milioni di utenti serviti nel 2017.

Nella distribuzione di energia elettrica⁵⁵ rappresenta il secondo gruppo italiano con RAB di € 1.9 miliardi e 1.600.000 pods⁵⁶ nel 2017.

Sulle condizioni ambientali, Acea è il sesto operatore nazionale con circa 1.000.000 di tonnellate di rifiuti trattati e 360 Gwh di elettricità prodotti. Inoltre si presenta con la stessa posizione a livello nazionale anche per la vendita di elettricità e gas, con 1.6 milioni di clienti serviti nel 2017 e 360 GWh prodotti.

Il Gruppo è attivo sul territorio nazionale nelle regioni di Lazio, dove ha sede, Umbria, Campania e Toscana.

⁵³ ACEA “Fixed Income Investor Presentation”, gennaio 2018

⁵⁴ “Regulatory Asset Base” rappresenta un indicatore dei cespiti per lo svolgimento del servizio pubblico soggetti a regolazione da parte dell'autorità di competenza per aziende operanti in settori di monopolio naturale.

⁵⁵ ACEA “Fixed Income Investor Presentation”, gennaio 2018

⁵⁶ “point of delivery” rappresenta un codice alfanumerico con cui si identifica il punto fisico in cui l'energia elettrica viene consegnata al cliente finale

L'azionariato è composto per il 51% dal Comune di Roma Capitale, per il 23,33% da Suez SA, per il 5% dal Caltagirone Group e per il restante 20% da altri azionisti⁵⁷.

Come detto, il core business di Acea è rappresentato dall'attività nei settori idrico, energetico e ambientale.

Per il futuro il trend previsto per il settore dell'acqua, anche per via della stringente regolazione governativa, si focalizzerà su uno sviluppo industriale e su investimenti in infrastrutture per colmare il gap presente attualmente rispetto agli obiettivi fissati dall'Unione Europea per il servizio idrico integrato.

Per il settore energetico il Gruppo punta ad incrementare la sicurezza energetica, andando a garantire flessibilità, adeguatezza ed elasticità per il network, ad investire su tecnologia ed innovazione, al fine di rendere i clienti più attivi e consapevoli, e a promuovere un processo di deregolamentazione del mercato e consolidamento industriale.

Infine, Acea è intenzionato ad investire nell'ambiente soprattutto nell'economia circolare, realizzata nel riciclo e recupero di rifiuti, e nelle infrastrutture, in modo da colmare il gap, specie nel trattamento dei rifiuti organici, ottenendo significative sinergie infra-settoriali.

In sintesi la strategia futura del gruppo, secondo il piano industriale 2018-2022, si fonda su quattro pilastri: *Crescita, Local focus, Tecnologia, innovazione e qualità e efficienza operativa*.

1. *Crescita*: si cerca di realizzare tale obiettivo attraverso lo sviluppo delle infrastrutture e con un approccio basato su due direttrici, una *customer-oriented* e l'altra *service based*.
2. *Territorio e sostenibilità*: sviluppo sostenibile con dialogo e collaborazione con il territorio, aiutandone la crescita.
3. *Tecnologia, innovazione e qualità*: con questo pilastro si punta alla ricerca e innovazione applicata ai processi industriali e al miglioramento della *customer experience*.
4. *Efficienza operativa*: tale pilastro è orientato all'incremento delle prestazioni operative, all'ottimizzazione della catena del valore e del modello organizzativo.

3.3 Performance finanziaria del Gruppo⁵⁸

⁵⁷ CONSOB data at 10/09/2018

⁵⁸ "bilancio consolidato gruppo Acea 2017"

Nel settore idrico, il gruppo Acea ha visto un incremento dell'EBITDA del 4,1%, passando da € 336 milioni del 2016 ai € 350 milioni del 2017, ed un incremento del valore degli investimenti del 19,5%, per un valore di € 271 milioni nel 2017 rispetto a € 227 milioni del 2016.

Il settore del *energy infrastructure* ha sostenuto una perdita di valore rispetto al 2016, con una diminuzione dell'EBITDA del 14,3%, passando da 388 a 333, ma, con l'eliminazione del cosiddetto "*regulatory lag*" si ha un effetto positivo sull'EBITDA, con una crescita del 20,2 %.

Complessivamente il settore ha rilevato anche un decremento della spesa per investimenti del 7,3 % con un decremento da € 226 milioni a € 209 milioni tra 2016 e 2017.

Il settore commerciale ha invece mostrato una diminuzione dei volumi di vendita di gas ed elettricità, con conseguente calo dell'EBITDA da € 98 milioni del 2016 a € 78 milioni del 2017 e un calo degli investimenti del 29,3 %. Il settore ambientale ha portato ad un incremento sia dell'EBITDA del 12,6% con una crescita da € 57 milioni a € 62 milioni.

La posizione finanziaria netta⁵⁹ il 31 dicembre 2017 si presenta di € 2.421,4 milioni di debito netto, con un aumento di 295 milioni di Euro rispetto al 2016. Esso prevede una posizione finanziaria a medio-lungo termine pari a 2.745 milioni di Euro, mentre la posizione a breve termine è pari a 285,1 milioni di Euro.

L'indebitamento a lungo termine è composto per 1.695,0 da obbligazioni e per la restante parte da finanziamenti a lungo termine. Le obbligazioni registrano una riduzione di € 324,4 milioni per via della riclassificazione di € 328,8 milioni del prestito obbligazionario in scadenza il 12 settembre 2018.

Il debito presenta una *maturity* media di 7 anni, con il 98% di esso che scadrà dopo il 2018, un costo medio del 2.65% ed è composto per il 68% da debito a tasso fisso.

⁵⁹ "comunicato stampa ACEA: approvati il progetto di bilancio e il bilancio consolidato 2017"

€ milioni	31/12/17	31/12/16	Variazione	Variazione %
Attività (Passività) finanziarie non correnti	2,7	2,1	0,7	32,0%
Attività (Passività) finanziarie non correnti verso Controllanti, controllate e collegate	35,6	25,7	10,0	38,8%
Debiti e passività finanziarie non correnti	(2.745,0)	(2.770,9)	25,8	(0,9%)
Posizione finanziaria a medio - lungo termine	(2.706,7)	(2.743,1)	36,4	(1,3%)
Disponibilità liquide e titoli	680,6	665,5	15,1	2,3%
Indebitamento a breve	(544,6)	(79,2)	(465,3)	0,0%
Attività (Passività) finanziarie correnti	32,9	(78,1)	111,0	(142,1%)
Attività (Passività) finanziarie correnti verso Controllante e Collegate	116,2	108,0	8,2	7,6%
Posizione finanziaria a breve termine	285,1	616,2	(331,1)	(53,7%)
Totale posizione finanziaria netta	(2.421,5)	(2.126,9)	(294,6)	13,9%

Tabella 1⁶⁰

Nella tabella sottostante si può osservare la struttura dell'indebitamento bancario del Gruppo, con l'ammontare e la tipologia di tasso utilizzata.

Finanziamenti Bancari:	Debito residuo Totale	Entro il 31.12.2018	Dal 31.12.2018 al 31.12.2022	Oltre il 31.12.2022
a tasso fisso	518,7	22,3	349,9	146,5
a tasso variabile	646,0	126,1	184,3	335,6
a tasso variabile verso fisso	36,8	8,3	28,4	0,0
Totale	1.201,5	156,8	562,6	482,1

Tabella 2⁶²

Il giudizio di rating dato sul debito da due agenzie di rating, Moody's e Ficht, sono, rispettivamente, Baa2 e BBB+ con un outlook stabile secondo entrambe.

La previsione delle scadenze per debito finanziario per il futuro è la seguente⁶³:

⁶⁰ "bilancio consolidato gruppo Acea 2017"

⁶² "bilancio consolidato gruppo Acea 2017"

⁶³ ACEA "Fixed Income Investor Presentation", gennaio 2018

Debt Structure

Maturity Profile

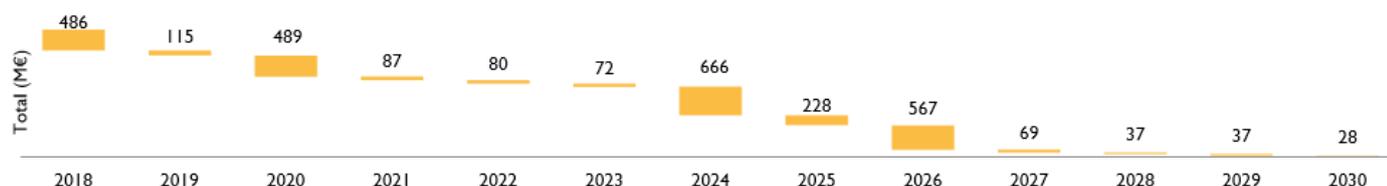


Tabella 3

In cui si può notare come gli impegni maggiori a cui deve far fronte l'azienda nel breve termine sono nel 2018 e nel 2020.

3.4 Emissioni di obbligazioni societarie in Italia

Storicamente, in Italia, le emissioni obbligazionarie hanno sempre avuto scarso rilievo, soprattutto per quel che riguarda le emissioni da parte di imprese industriali. Le cause di questo fenomeno vanno individuate, principalmente, nella composizione del tessuto industriale nazionale, in cui vi è una prevalenza di imprese di piccole e medie imprese che, per via dell'onerosità del processo di emissione, faticano ad accedere a tale fonte di finanziamento, preferendo rivolgersi al finanziamento bancario. Altro fenomeno che incide fortemente sul mercato obbligazionario è il trattamento fiscale, particolarmente oneroso, riservato alle imprese per il pagamento degli interessi. Il valore delle emissioni totali di obbligazioni, sia per il settore pubblico che per il settore privato, sul PIL, è cresciuta circa del 30% tra il 2007 e il 2015 raggiungendo, nel 2015 un valore del 108% rispetto al PIL⁶⁴. Tuttavia tra i motivi di questa espansione vanno individuati la contrazione del PIL, dovuta alla crisi economica, e l'aumento del deficit pubblico.

Anche il settore privato ha registrato un'importante crescita fino al 2013, passando dal 55% al 78% del PIL, trainato soprattutto dal settore bancario, per poi diminuire fino al 59% nel 2015.

Focalizzandosi sulle emissioni nette private, si può osservare come i flussi relativi a banche e imprese siano negativi a partire dal 2010, ciò a causa di un contesto fortemente volatile e incerto sui mercati e per via del forte incremento degli spread sui tassi d'interesse rispetto ai titoli guida.

Questo processo ha avuto il suo massimo nel dicembre 2011, in cui il differenziale tra titoli di stato italiani e titoli di stato tedeschi superò i 500 basis point. Questa crisi del debito sovrano va ad

⁶⁴ Forestieri, Mottura, *il Sistema Finanziario*, settima edizione, Egea, capitolo 5, pagina 164 tabella 5.3

impattare sul debito delle imprese e banche italiane impedendogli, così, di accedere liberamente al mercato. L'aumento del rischio dei titoli obbligazionari porta a sostituire questi con altre forme di provvista, in quanto l'aumento del rischio comporta una crescita del costo dei titoli.

Il 2016 ha ottenuto un'importante spinta dovuta al “*corporate sector purchase programme (CSPP)*”, portato avanti nell'ambito del *quantitative easing*.

Infatti dall'8 giugno del 2016 la BCE ha dato il via ad programma di acquisto di *corporate bond*, provocando una sensibile riduzione dei tassi di rendimento del mercato obbligazionario, come testimoniato nel grafico sottostante⁶⁵.

L'obiettivo di tale programma è rivolto a contrastare il rischio di deflazione nell'Area Euro, in accordo con la politica monetaria espansiva portata avanti da Francoforte che prevede di portare il livello dei prezzi ad un livello prossimo, ma inferiore, al 2% nel medio periodo⁶⁶.

La BCE stabilisce dei requisiti per l'acquisto di tali *corporate bond*. Innanzitutto si valuta il merito creditizio. L'emittente del titolo deve avere un rating *investment grade* (BBB-/Baa3/BBB-, o equivalenti o migliori) per almeno una tra quattro agenzie di rating (Moody's, Standard & Poor's, Fitch e Dbrs). L'emittente deve avere sede legale nell'Area Euro, deve aver emesso il titolo in euro ed essere una società non finanziaria. Le obbligazioni acquistabili devono avere una maturity minima di 6 mesi e una maturity massima di 30 anni.⁶⁷

Al fine di evitare speculazioni da parte degli operatori finanziari, la BCE ha deciso di divulgare i nomi degli emittenti dei titoli sottoscritti ma non la quantità e l'importo di titoli sottoscritti. Il piano ha visto prevalentemente l'acquisto di titoli emessi da grandi imprese, soprattutto perché esse sono le più vicine ai parametri di eleggibilità richiesti. Tra le grandi imprese italiane che hanno beneficiato del programma vi sono Enel, presente nella top 10, Telecom, Atlantia, Terna, Hera, Snam, Acea, Iren, Italgas, AdR, Ferrovie dello Stato, Exor, Cnh.⁶⁸

Il 2017, nonostante le premesse, ha visto una notevole ripresa del segmento corporate, superando i livelli record del 2009. Il volume di emissioni ha raddoppiato il valore del 2016, passando da 21,6

⁶⁵ Morya Longo “Le 3 incognite del piano Bce sui bond aziendali” in “il Sole 24 ore” 3 giugno 2016

⁶⁶ https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html

⁶⁷ Andrea Franceschi “La Bce inizia ad acquistare corporate bond. Come funziona il nuovo Qe” in “il Sole 24 ore” 8 giugno 2018

⁶⁸ Raffaele Ricciardi “Ecco le aziende che beneficiano degli acquisti della Bce” in “Repubblica” 29 ottobre 2017

miliardi a 44,2 miliardi⁶⁹. Il settore ha visto in particolare una crescita delle emissioni di *green bond* da parte di Ferrovie dello Stato, Cassa depositi e prestiti e Intesa Sanpaolo. Il fenomeno dell'aumento delle emissioni non è stato limitato alla sola Italia, ma condiviso con tutti i paesi dell'Area Euro, grazie alla manovra espansiva della Bce e al momento di elevatissima liquidità nel mercato dei capitali. Le aziende hanno cercato di cogliere l'opportunità offerta dal mercato per rifinanziare il debito esistente con nuovo debito a tassi inferiori, come realizzato ad esempio da Wind Tre o da Acea a fine 2016, o fare pre-funding, grazie al basso livello generale dei tassi, anticipato la provvista per fabbisogni futuri⁷⁰.

Una delle ragioni di questo record è da individuare nella volontà di molti emittenti di reperire fondi prima delle elezioni italiane del marzo 2018, cercando di evitare le fasi di volatilità del mercato.

3.5. Motivazioni dell'emissione di Acea ⁷¹

Le motivazioni che hanno spinto Acea a considerare l'eventualità di emettere un bond sono essenzialmente tre.

La prima riguarda il rifinanziamento delle scadenze del debito finanziario del biennio 2018-2019, pari complessivamente a € 600,000,000.

La seconda motivazione concerne il finanziamento delle scadenze delle linee di credito a 12/18 mesi erogata a fine 2017 per supportare i livelli di liquidità, pari a € 250,000,000.

Ed infine, la terza ragione, è attinente al fabbisogno degli investimenti previsti per il Piano Industriale del biennio, pari a circa € 330,000,000.

Tenuto conto della liquidità del mercato e dell'andamento dei tassi di interesse, specialmente per quello che riguarda l'Area Euro, Acea ritiene opportuno cogliere le opportunità offerte dal mercato al fine di ridurre il costo medio del debito e prolungare le scadenze, proprio come realizzato dalle altre imprese italiane, per via del contesto macroeconomico nazionale.

Per cui la ragione principale che spinge Acea all'emissione è rappresentata dalla condizione favorevole offerta dal mercato nel primo trimestre del 2018, che gli consentirebbe di ottenere liquidità al fine di coprire il fabbisogno dovuto al Piano Industriale e alle scadenze dei debiti, sia di

⁶⁹ Mara Monti “è corsa all'emissione di bond: in Italia collocamenti a 65 miliardi” in “il Sole 24 ore” 27 dicembre 2017.

⁷⁰ Maximilian Cellino “Bond societari, l'anno dei primati. In Italia emissioni a 57,3 miliardi” in “il Sole 24 ore” 19 ottobre 2017.

⁷¹ “delibera Consiglio di amministrazione 23 gennaio 2018”

natura bancaria sia di natura obbligazionaria. Come analizzato nello studio del paragrafo 1.3. le imprese di grandi dimensioni, con un'organizzazione efficiente tendono a preferire l'emissione di obbligazioni rispetto al ricorso al credito bancario. Ragionando in questa logica, si capisce come la prima e la seconda ragione siano strettamente collegate, in quanto la scadenza del debito finanziario, da rinnovare, e delle linee di credito portano Acea a scegliere di continuare ad emettere bond anziché ricorrere al finanziamento bancario. In questo modo l'impresa cerca di sostituire le obbligazioni emesse in precedenza con obbligazioni nuove che, per via della situazione vantaggiosa dei mercati finanziari, le permetterebbe di abbassare la spesa per interessi.

Inoltre la terza motivazione, dovuta agli investimenti previsti dal Piano Industriale del 2018-2022, il quale prevede una crescita infrastrutturale, si collega con lo studio del paragrafo 1.3 in cui si dimostra come l'emissione di bond per finanziare tale crescita sia la modalità preferita delle imprese per supportare tale processo.

Per tali ragioni si ritiene opportuna l'emissione di uno o più prestiti obbligazionari, nell'ambito del programma EMTN, per un controvalore di € 1,000,000,000, suddivisi in una o più tranches, non subordinati e da emettere entro il 15 luglio 2018 sulla Borsa di Lussemburgo, e sarà rivolta ad investitori istituzionali italiani ed esteri, con esclusione degli Stati Uniti d'America, in accordo con lo *United States Securities Act* del 1933.

A valle dell'approvazione del Piano Industriale avvenuta il 28 novembre 2017, i ridotti tempi tecnici dovuti all'inattività del mercato nel periodo natalizio, non hanno consentito al gruppo di emettere nell'ultimo trimestre dell'anno, come realizzato dalla maggior parte degli emittenti; l'azienda ha colto pertanto l'ultima finestra favorevole del mercato nel primo trimestre del 2018, sfruttando la finestra temporale prima delle elezioni politiche, che in prospettiva possono aumentare la volatilità del mercato.

3.6. Il programma EMTN⁷²

Il programma Euro Medium Term Note prevede la facoltà di emissione di più prodotti di finanziamento a medio termine da parte di Acea ed è stato approvato per la prima volta nella seduta del consiglio di amministrazione del 10 Marzo 2014. Il vantaggio per Acea nell'utilizzo di tale programma consiste nel fatto che, una volta prodotta tutta la documentazione base, questa possa essere utilizzata per ogni emissione attraverso dei documenti più semplificati, evitando così ad Acea

⁷² "Acea Base Prospectus"

di produrre un prospetto per ogni emissione e facendole acquisire una maggiore flessibilità operativa.

Attraverso l'EMTN, che prevede una sorta di manutenzione/aggiornamento annuale, Acea può emettere titoli obbligazionari, i cosiddetti "Notes", con il supporto di uno o più soggetti detti "Joint Lead Managers" scelti tra i "Dealers" indicati nel prospetto, ai quali possono aggiungersi altri *dealers*, detti *dealers for the day*, per una singola emissione.

I *dealers* indicati nel prospetto di Acea sono:

Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.; Banca IMI S.p.A.; Barclays Bank PLC; BNP Paribas; Crédit Agricole Corporate and Investment Bank; Deutsche Bank AG, London Branch; Goldman Sachs International; Mediobanca – Banca Di Credito Finanziario S.p.A.; MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.; Morgan Stanley & Co. International plc; Société Générale; UBI Banca S.p.A.; UniCredit Bank AG;

Ciascuna *notes* ha un taglio minimo di emissione di 100.000€ (o se emesso in una diversa moneta, un ammontare equivalente a tale cifra in euro). Le emissioni sono rivolte esclusivamente ad un pubblico di investitori professionali (banche, fondi d'investimento, assicurazioni, asset manager, etc).

Il valore nominale aggregato dei *notes* emessi di volta in volta non può superare il valore massimo indicato nel programma, che, per Acea era inizialmente pari a €1,500,000,000 (o l'equivalente in un'altra valuta) e successivamente incrementato a € 3.000.000.000,00.

3.7. Delibera di emissione⁷³

All'interno del contesto descritto nel paragrafo 3.4 ed a seguito dell'approvazione del Piano Industriale 2018-2022, realizzata nel novembre del 2017, il Consiglio di amministrazione di Acea si riunisce il 23 gennaio 2018 per deliberare un'emissione di obbligazioni nell'ambito del programma Euro Medium Term Note.

⁷³ "delibera Consiglio di amministrazione 23 gennaio 2018"

Per tale emissione di prestiti obbligazionari sono stabilite delle caratteristiche, le quali possono variare per ciascuna Serie, nel caso in cui si opti per l'emissione di una pluralità di Serie. Tali caratteristiche sono per la maggior parte indicative e non definite nello specifico in sede di consiglio di amministrazione, in modo tale da consentire ampia libertà di negoziazione durante le fasi di mercato.

Prima caratteristica definita riguarda il tasso di interesse fisso o variabile; esso, infatti, può determinarsi anche a seconda delle condizioni di mercato vigenti. A seconda dei casi e delle aspettative si andamento dei tassi, l'azienda può decidere contestualmente o successivamente all'emissione di coprire, in tutto o in parte, l'eventuale rischio legato al tasso, tramite strumenti derivati, nella fattispecie attraverso gli "*interest rate swap*"⁷⁴

Seconda caratteristica dell'emissione riguarda le modalità dell'offerta. Esse prevedono il collocamento dei titoli presso investitori istituzionali, attraverso l'ausilio di banche o di sindacati di collocamento, oppure mediante collocamenti privati, da realizzarsi in base alle opportunità che offre il mercato.

Terza caratteristica riguarda la durata massima e il rimborso, il quale deve essere alla scadenza, ferme restando le opportunità di rimborso anticipato, regolate dal prospetto del programma EMTN. Tali opportunità sono legate, ad esempio, all'eventualità di un "*change of control event*". Con tale termine si indica una situazione in cui il 50% o più del totale delle azioni aventi diritto di voto dell'emittente viene acquistato da uno o più soggetti terzi con contestuale deterioramento del rating. Nel caso in cui si verifichi il "*change of control*", gli investitori possono richiedere di usufruire del "*Change of Control Put Event*", solo se ricorre una delle tre situazioni seguenti:

1. Che le obbligazioni debbano aver subito un deterioramento del merito creditizio, passando in 180 giorni da un *investment grade credit rating* (BBB-/Baa3/BBB-, o equivalenti o migliori) ad un *non investment grade credit rating* (BB+/Ba1/BB+, o peggiori) e che nei 180 giorni successivi al *downgrading* non vi sia un ritorno ad un livello di rating da investimento.
2. Che le obbligazioni abbiano un *non investment grade credit rating* e che nei successivi 180 giorni dal *change of control* sia declassato di uno o più notches da parte di agenzie di rating

⁷⁴ Gli *interest rate swap* consistono in strumenti derivati in cui le due parti si scambiano pagamenti a tasso fisso con pagamenti a tasso variabile. Spesso si tratta di contratti a lungo termine, che offrono una protezione pluriennale su un nozionale pari a tutto o a una porzione del debito sottostante.

e che nei 180 giorni successivi non si verifichi una rivalutazione da parte di tali agenzie con il ripristino del rating precedente.

3. Che non vi sia alcun *credit rating* assegnato alle obbligazioni e che nessuna agenzia assegni un livello di investimento entro 90 giorni dal cambio di proprietà.

Nel caso in cui, quindi, si verifichi il cambio di proprietà e un declassamento del merito creditizio di Acea, i sottoscrittori possono richiedere il rimborso anticipato come indicato nel programma EMTN.

Quarta caratteristica principale riguarda le cedole, le quali si prevedono trimestrali, semestrali, annuali o zero coupon.

Inoltre alle Serie sono applicabili le condizioni riguardanti le *Material subsidiaries* e gli *events of default*. Infatti, saranno considerate *material subsidiaries* di Acea le società controllate individuate mediante percentuale di ricavi o di attività pari ad almeno il 10% delle rispettive voci del bilancio consolidato. Inoltre vige il divieto, per Acea e le sue *Material subsidiaries*⁷⁵ di emissione di prestiti obbligazionari che beneficino di garanzie reali, escludendo però le garanzie già esistenti su attività acquisite successivamente all'emissione, che beneficino di eventuali garanzie a copertura di *project bond* o di cartolarizzazioni il cui debito sottostante non superi il 10% dell'attivo consolidato.

Gli *Events of default* riguardano il sopravvenire di alcune fattispecie, al seguito delle quali le Serie saranno ritenute dovute e pagabili per un corrispettivo pari al valore di rimborso più gli interessi maturati fino a quel momento. Tali fattispecie riguardano, tra le altre:

- a. *il mancato pagamento* : l'emittente non provvede al pagamento del valore di rimborso oppure degli interessi dovuti
- b. *violazione di vincoli contrattuali*: l'emittente infrange o non rispetta dei vincoli contrattuali inclusi nel prospetto.
- c. *Fallimento dell'emittente o di sue sussidiarie*: qualunque indebitamento dell'emittente o dei suoi sussidiari diventa esigibile prima della scadenza.
- d. *Insolvenza*: l'emittente o uno tra i suoi *Material Subsidiaries* è (o è, o potrebbe essere, giudicato dalla legge o da un tribunale) insolvente o in bancarotta o incapace di pagare i suoi debiti, smette di pagare, sospende o potrebbe sospendere il pagamento di tutto o una parte del debito rimanente.

⁷⁵ Società controllate o collegate alla capogruppo

e. Eventi analoghi:

Al termine della riunione del consiglio, la quale si è conclusa con la decisione di emettere un prestito, viene conferito il mandato di dare concreta attuazione dell'operazione all'amministratore delegato, affidandogli il compito di:

1. Proseguire l'analisi del progetto di emissione dei prestiti obbligazionari e a decidere in merito all'emissione, valutando se emettere una o più serie, tenendo conto dell'andamento dei mercati finanziari.
2. Provvedere alla fissazione di tutte le caratteristiche, le condizioni e le finalità di ciascuna serie fissando importi, valuta, tasso di interesse, quotazione, prezzo di emissione e durata.
3. Selezionare, con affidamento diretto, tutti i soggetti che prenderanno parte all'emissione come, ad esempio, banche, intermediari finanziari, consulenti legali o agenzie di rating.
4. Predisporre e presentare alle competenti Autorità ogni atto, domanda, prospetto o documento richiesto per l'emissione e il collocamento di ciascuna Serie emessa ai sensi della delibera.
5. Compiere tutti gli atti, predisporre, sottoscrivere i contratti necessari ai fini dell'emissione e del collocamento di ciascuna Serie emessa ai sensi della delibera.

A seguito della definizione della struttura e delle caratteristiche dell'offerta e dell'affidamento all'amministratore delegato, comincia la fase successiva, relativa all'individuazione del prezzo e del *roadshow*.

3.8. Quotazione di pricing precedente al roadshow.

Solitamente gli istituti bancari realizzano degli aggiornamenti di mercato per le aziende nei quali, monitorando il mercato, individuano delle possibili tipologie di titoli da emettere, fornendo così delle proposte per durata, tasso e strategia di collocamento ai potenziali emittenti.

In uno di tali resoconti, immediatamente precedente la riunione del consiglio d'amministrazione, si andavano ad analizzare svariate tipologie di emissione, realizzando due tipologie di ipotetico titolo. La prima tipologia prevedeva il lancio di un titolo ad 8 anni, la seconda tipologia il lancio di un titolo a 10 anni.

Nel caso del benchmark con scadenza di 8 anni si individua uno *mid swap rate*⁷⁸ di partenza pari a 0.769, a tale tasso occorre applicare uno spread di 55 basis points, che riflette il rischio corporate e calcolato in base alle condizioni di mercato, e un ulteriore spread denominato *new issue premium*, il quale consiste in una remunerazione offerta dall'emittente agli investitori in modo tale da incentivare il loro interesse, pari a 5 basis points. La somma di tali spread si va ad applicare allo swap rate di partenza, ottenendo così un tasso di rendimento indicativamente del 1.369% (0.769+0.55+0.05) per il titolo con maturity di 8 anni.

Il titolo a 10 anni invece, vede un incremento dello swap rate a 0,978. In questo caso, il premio rimane comunque costante e pari a 5 basis points, mentre lo spread da applicare cresce di 10 punti percentuali, per via della maturity superiore, arrivando a 65. La somma di questi valori fa sì che il tasso offerto sia pari a 1.678%.

Maturity	Swap rate	INDICATIVE SPREAD VS MS (FAIR VALUE)	Final new issue premium	INDICATIVE SPREAD VS. MS (FINAL VALUE)	Re-offer yield (%)
8 anni	0,769	+55bps area	+5bps	+60bps area	1.369 area
10 anni	0,978	+65bps area	+5bps	+70bps area	1.678 area

Tabella 4⁸⁰

Ma come si ottiene lo spread da stimare per l'emissione? Esso si può ipotizzare osservando le performance di titoli emessi da Acea e in circolazione sul mercato secondario, nonché attraverso colloqui dei dealers con gli investitori potenzialmente interessati.

Tali obbligazioni hanno avuto le performance indicate nella tabella seguente:

⁷⁸ Interest rate swap interpolato sulla scadenza indicata

⁸⁰ Banca IMI and Bloomberg as of January 22th 2018

Secondary Market – Recent Performance of Acea Euro Notes

Issuer	Coupon (%)	Issue Date	Maturity	Residual life (yr)	Amount (Eur)	Bid Price (%)	Bid Yield (%)	Bid Z-Spread (bps)
Acea	3.750	9/12/2013	9/12/2018	0.64	330,389,000	102.49	(0.184)	7
Acea	4.500	3/16/2010	3/16/2020	2.15	422,775,000	109.63	(0.002)	11
Acea	2.625	7/15/2014	7/15/2024	6.48	600,000,000	109.65	1.017	49
Acea	1.000	10/24/2016	10/24/2026	8.75	500,000,000	96.72	1.400	55

Tabella 5 ⁸²

Sul mercato secondario, vi sono presenti 4 titoli emessi da Acea, di cui due nell'ambito del programma EMTN, i titoli emessi nel 2014 e nel 2016.

Per i titoli emessi, prima dell'approvazione del programma, nel 2010 e nel 2013, con una vita residua rispettivamente di 2,15 e 0,64 anni, viene richiesto un tasso di rendimento negativo/nullo.

Confrontando il titolo emesso nel 2010 e quello emesso nel 2014, si può notare come gli investitori siano disposti a pagare quasi lo stesso prezzo, pur essendo molto maggiore la vita residua del titolo del 2014.

Questo effetto è dovuto al maggior tasso cedolare del titolo del 2010, che offre una cedola quasi doppia rispetto a quello del 2014, compensando così la scadenza inferiore.

Il bond emesso nel 2016, corrispondente al titolo con la vita residua maggiore, presenta il tasso di rendimento richiesto maggiore e il prezzo inferiore rispetto agli altri in circolazione, per via dell'elevata maturity e al basso tasso cedolare, che non compensa il rischio assunto dall'investitore.

Per tali ragioni gli investitori sono disposti a pagare solo 96,72 rispetto alla pari, ottenendo un rendimento complessivo del 1,4%. Questo titolo presenta il benchmark ideale in caso di emissione di un bond a 8 anni a tasso variabile. Il suddetto valore di 55 basis points da applicare come spread all'emissione si può individuare in maniera definita.

Per individuarlo occorre calcolare il tasso interno di rendimento della sommatoria dei flussi di cassa attualizzati che tale bond offre, dal 23 gennaio fino alla scadenza nel 2026, scorporare la componente pari al valore di mercato del *mid swap rate* nel momento in cui viene calcolato il tasso di rendimento, per ottenere così un valore indicativo dello spread di Acea. Infine tale valore viene aggiustato dalle banche d'investimento attraverso l'interazione vera e propria con gli investitori che usualmente detengono il titolo, in modo tale da rivedere la stima secondo il sentiment del mercato.

⁸² Banca IMI and Bloomberg as of January 22th 2018

Dati V il valore nominale del titolo, c la cedola, il cui valore, come mostrato nel paragrafo 1.6, è pari al prodotto tra il tasso cedolare e il valore nominale, ed indicando con BP il *bid price* del titolo, si ottengono i flussi rappresentati nella tabella seguente:

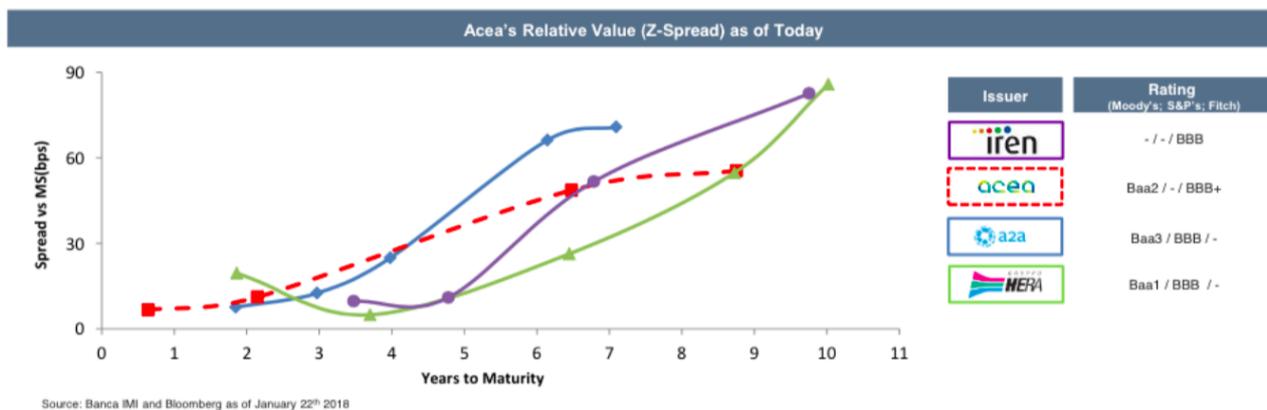
ANNI	FLUSSI	VALORE	
2018	BP	€ -96,72	YTM=1,43695%
2019	C	€ 1	
2020	C	€ 1	
2021	C	€ 1	
2022	C	€ 1	
2023	C	€ 1	
2024	C	€ 1	
2025	C	€ 1	
2026	$C+VN$	€ 101	

$$YTM-SWAP RATE= 1,437\% - 0,769\% = 0,587$$

Il target suggerito per l'emissione prevede due scenari differenti, uno per l'emissione a tasso fisso e uno a tasso variabile. Nel primo si ipotizza un tasso variabile a 5 anni con una proposta di premio iniziale di 15 basis points per poi andare a chiudere senza premio e un secondo scenario con tasso fisso a 8/10 anni e premio che oscilla tra 20 e 25 basis points e per poi chiudere la trattativa tra 5 e 10 basis points.

Nel grafico sottostante sono riportate la curva relativa agli spread di Acea e le curve relative alle altre imprese nel settore.⁸³

⁸³ Banca IMI and Bloomberg as of January 22th 2018



Hera, a2a ed Iren sono tre multi-utility quotate attive, come Acea, nei settori ambientale e dell'energia e operanti nel centro-nord Italia.

Esse presentano un rating simile ad Acea, differendo le prime due per un solo notch secondo Moody's, mentre Iren presenta un rating inferiore secondo Fitch. Acea presenta un rating superiore a a2a ma peggiore rispetto ad Hera. Osservando il grafico in corrispondenza delle scadenze comprese tra 6 e i 7 anni, Acea offre uno spread superiore ad Hera ma inferiore ad a2a, questo per via del rating differente di ciascuna. Per le scadenze a 9 anni si può osservare come lo spread offerto da Hera ed Acea converga allo stesso valore.

3.9.il roadshow

Il 25 gennaio Acea annuncia un roadshow intorno all'Europa per l'emissione di un Eurobond a 9-10 anni, con l'ipotesi di emissione di un altro bond a tasso variabile da € 300 milioni, con scadenza 5 anni⁸⁴.

la fase del roadshow ha preso il via il 29 gennaio 2018 ed ha interessato le piazze di Francoforte, Parigi e Londra, mentre la piazza di Milano è stata raggiunta solo mediante videoconferenze. Il roadshow è durato in totale 3 giorni, 29, 30 e 31 gennaio, e i principali argomenti trattati riguardavano la struttura del Gruppo e le sue aree di business, lo scenario di mercato e le strategie future del gruppo, in particolare richiamando il già citato piano industriale 2018-2022 e le

⁸⁴ In "Emissione Obbligazionaria, Sintesi dell'operazione effettuata" di Acea 5 febbraio 2018

performance finanziarie. Inoltre, durante il roadshow si sono definiti i Joint Lead Managers dell'operazione: Banca IMI; BNP Paribas; CA CIB; Citigroup; Deutsche Bank; Mediobanca; Natixis; Societe Generale; UBI Banca; UniCredit.

Il 30 gennaio il road show ha luogo a Francoforte. La situazione sul mercato secondario dei titoli Acea quel giorno si presenta come descritta nella tabella sottostante:

Acea & main comps secondary curve								
Issuer	Rating (Moody's/S&P)	Coupon (%)	Amount (€ mn)	Maturity	Tenor (year)	Bid Cash Price (%)	Bid Yield (%)	Bid I- Spread (bps)
ACEA	Baa2/NR	4.500	330	Mar-20	2.2	109.4	0.046	14
ACEA	Baa2/NR	2.625	423	Jul-24	6.6	108.8	1.144	49
ACEA	Baa2/NR	1.000	500	Oct-26	8.8	95.7	1.529	58

Tabella 6⁸⁵

A seguito dell'annuncio dell'emissione, il rendimento dei titoli sul mercato secondario è cresciuto di 4 basis points per il bond con scadenza nel 2020, di 12 basis points per quello con scadenza 2024 e di 13 basis points per il titolo con scadenza 2026, comportando per tutti i titoli una diminuzione del prezzo richiesto per essi sul mercato. Per il primo e terzo titolo l'aumento del rendimento e la diminuzione del prezzo ha fatto sì che crescesse l'ipotetico spread, mentre per il secondo è interessante notare come l'effetto descritto non abbia fatto variare lo spread, rimasto invariato ad un valore di 49.

A seguito di ciò, si è fatta una prima valutazione sul prezzo di emissione da proporre alla chiusura del roadshow.

Per il titolo a 5 anni a tasso variabile si è utilizzato come tasso di riferimento Euribor a 3 mesi pari, il 30 gennaio 2018, ad -0,328%⁸⁶. L'ipotesi iniziale di spread da applicare prevedeva un valore compreso tra 40 e 45 basis points, il che fa sì che il tasso offerto sia praticamente nullo, in quanto, come detto precedentemente, esso è dato dalla somma tra il tasso di riferimento e lo spread.

Differente la situazione con i titoli a tasso fisso. La proposta di emissione prevedeva due diverse scadenze, a 9 e 10 anni.

Per il titolo a 9 anni il *mid swap rate* di riferimento sul mercato aveva valore pari a 1.016%⁸⁷

⁸⁵ Banca IMI and Bloomberg as of January 22th 2018

⁸⁶ <https://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/>

⁸⁷ Bloomberg (data as of 30th January 2018)

Ad esso si associa una proposta di spread sul tasso di riferimento pari a 65 basis points, per arrivare così ad un rendimento pari a 1.666%. Inoltre, viene suggerita una cedola annua di 1.625%.

Il titolo a 10 anni presenta un *mid swap rate* pari a 1.068 e la proposta associata ha valore compreso tra 1.718/1.768%, in cui si applica un intervallo compreso tra 65 e 70 basis points. Per questo titolo, il valore della cedola si ipotizza tra 1.625% e 1.750%.

Il giorno successivo, il roadshow giunge a Londra. Il 31 gennaio non vede alcuna variazione nel valore dei titoli Acea trattati sul secondario, per cui viene richiesto lo stesso prezzo e rendimento del giorno precedente. Per cui le indicazioni di prezzo e cedola rimangono le stesse del giorno precedente.

Tuttavia, vengono accumulati alcuni feedback, da parte dei Joint Lead Managers, in cui gli investitori riportano se sono interessati, il format preferito e, raramente, l'importo che desidererebbero sottoscrivere.

Ad esempio, la situazione dell'investitore rappresentato dalla prima riga dell'immagine sottostante ha manifestato interesse verso il titolo a tasso variabile, ma non verso il titolo a tasso fisso e non ha lasciato indicazioni né sul valore che vorrebbe sottoscrivere né sullo spread proposto, dichiarando di essere interessato all'emissione per via del nome dell'emittente e di essere però legato al prezzo proposto.

Interest	Format		Size		Spread	
	FRN	FIX	FRN	FIX	FRN	FIX
✓	✓	✗				
✓	✓	✓				
✓		✓✓				FV Low 60s' – landing high 60s'
✓		✓✓				+70bps
✓		✓✓				+65/70bps
✓	✓✓		10mn		DM+45	
✓		✓✓		5mn		reoffer
✓	✗	✓✓		50mn		+70bps
Not sure						
✓	✓	✗				
Not sure						
Not sure						
Not sure						
✓						
Not sure		✓				
✓	✓✓	✓✓	15mn	10mn	10bps concession	+75/85bps

Tabella 7⁸⁸

⁸⁸ “operazione effettuata, Acea” 1 febbraio 2018

Gli investitori corrispondenti alla quarta e quinta riga della tabella hanno dimostrato un forte interesse verso l'emissione del titolo a tasso fisso e non si sono pronunciati sull'emissione a tasso variabile. Essi inoltre, al contrario dei precedenti, hanno quantificato lo spread proposto per l'emissione del titolo fisso. Il quarto investitore ha affermato che al di sopra di 70 basis points di z-spread esso è intenzionato a trattare. Al contrario, per un valore inferiore, non si dimostrerebbe interessato.

L'investitore corrispondente alla settima riga ha dimostrato un fortissimo interesse verso il titolo a tasso fisso, indicando il taglio che intende sottoscrivere, pari a 5 milioni di Euro, e precisando che è anche disposto a rilanciare in caso di aumento del prezzo proposto.

Infine l'ultima riga mostra un soggetto interessato ad entrambe le tipologie di emissione proposte da Acea, sia il titolo a tasso fisso sia il titolo a tasso variabile. Essa rappresenta un investitore asiatico che, assieme alla manifestazione d'interesse, ha mostrato qualche perplessità sulla stabilità degli emittenti italiani per via delle elezioni ravvicinate. Ha perciò precisato di voler essere cauto verso il titolo a tasso per il fisso, sostenendo che, prendendo come riferimento il bond di Acea, con scadenza nel 2026, uno spread di 15 basis points su di esso rappresenterebbe un ottimo prezzo, per il quale sarebbe disposto a spendere 10 milioni di Euro. Invece, per il titolo a tasso variabile si è dichiarato interessato a seconda del prezzo proposto, indicando che potrebbero essere interessati ad acquistare più di 15 milioni di Euro se lo spread applicato fosse di 10 basis points.

Osservando la tabella, si può notare come le proposte di spread dei titoli a tasso fisso siano molto simili alle quotazioni proposte il 23 gennaio e il 30 gennaio.

3.10. La contrattazione⁸⁹

Il 31 gennaio si chiude il roadshow e si apre la fase di contrattazione sul mercato del titolo.

Questa si apre l'1 febbraio 2018 dichiarando i “*books open*”.

Al fine di ottimizzare il costo medio dell'operazione, nonché di distribuire le date di rimborso su anni pressoché privi di ulteriori scadenze finanziarie, si è deciso di lanciare anche la tranche a 5 anni a tasso variabile (prima FRN note di Acea), anche a seguito dell'interesse mostrato da molti investitori per questa tipologia.

⁸⁹ In “Emissione Obbligazionaria, Sintesi dell'operazione effettuata” di Acea 5 febbraio 2018

L'annuncio realizzato sul mercato prevede il lancio di una *dual tranche* da parte di Acea, in Euro, composta da un 5y FRN da € 300.000.000,00 e da un Long 9-year FIX con taglio "benchmark", sulla borsa di Lussemburgo.

I titoli avranno, rispettivamente, una cedola quadrimestrale, ed una cedola annuale.

Alle 9:15 Acea ha annunciato il prezzo iniziale per l'operazione:

1. per il titolo a 5 anni da €300 milioni si è utilizzato come base il tasso Euribor a 3 mesi, con uno spread di 50/55 basis points.
2. Per il titolo a 9 anni si è annunciato come base il MidSwap, a cui si aggiunge uno spread di 80 basis points.

A seguito di tale annuncio sono partiti gli ordini e la fase di contrattazione vera e propria.

La domanda che ne è seguita è stata immediata, forte, e di ottima qualità. I book sono stati velocemente riempiti da importanti investitori istituzionali, fino a giungere a volumi 2,5 volte superiori all'offerta.

Alla luce di tale situazione, Acea ha rivisto l'offerta, modificando la *guidance* al ribasso:

1. La tranche a 5 anni FRN è stata ridotta a 40 basis points, con la possibilità di rivedere ancora l'offerta di 3 punti al ribasso o al rialzo, mantenendo come base il tasso Euribor a 3 mesi.
2. La tranche long 9 anni a tasso fisso è stata diminuita al Mid Swap con spread 70/75basis points, anziché l'offerta iniziale di 80 basis points. Per tale titolo, per via del buon andamento delle operazioni, si è arrivati ad un importo di € 700.000.000,00.

In breve, le condizioni finali sono state fissate con successo ai valori minimi della *guidance*.

Gli ordini sono continuati a crescere, anche per via di 2 importanti ordini giunti post *guidance*, consentendo all'azienda di chiudere con 37 basis points e 70 basis points, il minimo proposto durante la *guidance*, e di annunciare il taglio di €300 milioni e €700 milioni, rispettivamente per il titolo a 5 anni e il titolo a 9 anni.

La tranche a 5 anni di €300.000.000,00 è stata prezzata così a Euribor 3 mesi +37bp (al di sotto quindi del fair value corrispondente), mentre la tranche a 9 anni è stata chiusa a MidSwap +70bp per l'importo massimo atteso previsto di €700.000.000,00.

È interessante notare come la tranche a tasso variabile, essendo prezzata utilizzando come base l'Euribor a 3 mesi, ha un tasso praticamente nullo per via del valore attualmente assunto dall'Euribor a 3 mesi, pari ad -0,328%⁹⁰.

⁹⁰ <https://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/>

I “Final books” per il primo titolo hanno visto una domanda 4 volte maggiore rispetto all’offerta, di 1,2 miliardi di Euro, mentre per il secondo titolo si è avuto un overbooking di 1,7 volte l’offerta, per un importo pari approssimativamente a 2,5 miliardi di Euro.

Per entrambe le tranches, i Funds Managers sono stati gli investitori più rappresentati, aggiudicandosi l’81% dell’ammontare offerto per il titolo a 5 anni e il 65% per il titolo a 9, seguiti dalle Banche con (12%) per il 5y e da assicurazioni e fondi pensione (23%) per il titolo a lunga durata.

DISTRIBUTION BY INVESTOR TYPE

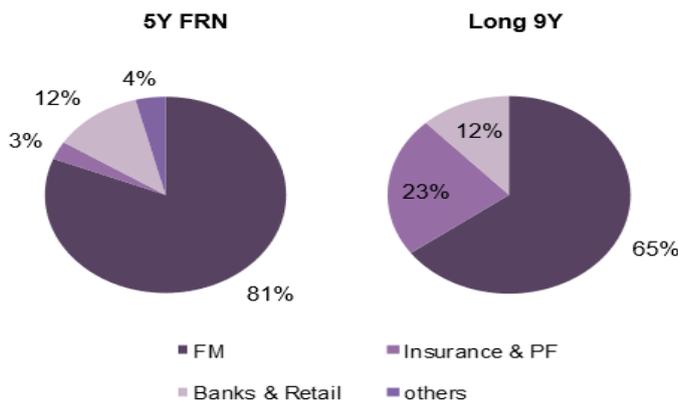


Tabella 8⁹¹

Dal punto di vista geografico, per la tranche a 5 anni si è vista una predominanza di Spagna e Francia, rappresentanti la porzione maggiore di investitori, rispettivamente 24% e 23%, mentre la Francia e il Regno Unito sono stati i Paesi maggiormente rappresentati nella tranche a lungo termine (31% e 30%).

⁹¹ “operazione effettuata, Acea” 1 febbraio 2018

DISTRIBUTION BY GEOGRAPHY

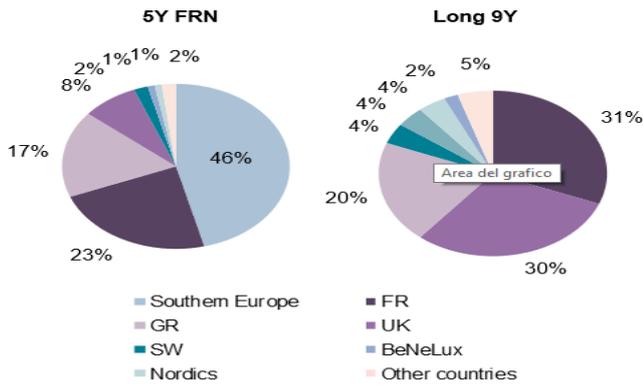


Tabella 9⁹²

3.11. Le firme ⁹³

il 1° febbraio 2018, alla chiusura della finestra di mercato alle 13, si conclude quindi l’operazione di collocamento sul mercato.

Al termine di ciò, come accordato durante la riunione del consiglio di amministrazione, vengono conferiti all’amministratore delegato dell’azienda, mediante determina, tutti i poteri necessari a chiudere formalmente l’operazione, compilando e predisponendo tutta la documentazione, in nome e per conto di Acea.

Termina così il collocamento della *dual tranche* dal valore complessivo maggiore mai collocata da Acea sul mercato.

⁹² “Emissione Obbligazionaria, Sintesi dell’operazione effettuata” di Acea 5 febbraio 2018

⁹³ “determina del 1 febbraio 2018”

4. CONCLUSIONI

L'elaborato si è sviluppato su tre filoni principali, in cui si è descritto complessivamente l'emissione di un corporate bond. Il primo capitolo dell'elaborato ha analizzato gli aspetti principali dei corporate bond, partendo da una domanda: perché le imprese si indebitano?

Il ricorso all'indebitamento è un interrogativo cruciale per le imprese, in quanto modifica, in maniera quasi permanente, la loro struttura finanziaria.

La scelta che si pone davanti alle imprese consiste nello scegliere tra il ricorso al credito bancario o all'emissione di titoli di debito. Abbiamo osservato come la struttura e le caratteristiche dell'impresa, orientino la scelta verso l'una o l'altra opzione. Dopo aver scelto di indebitarsi tramite l'emissione di obbligazioni, un'impresa si trova davanti alla possibilità di scegliere tra un'ampissima gamma di tipologie di strumenti, che consentono di adattarsi alle necessità dell'emittente.

Nel secondo capitolo si è analizzato il processo solitamente utilizzato per l'emissione di bond sul mercato. Tale processo, come esaminato, si articola in una serie di atti che coinvolgono svariate parti, al finalizzate al collocamento del titolo sui mercati. Tale processo vede la partecipazione di innumerevoli figure professionali ed organizzazioni, appartenenti a diversi settori, le quali cooperano per assicurare il successo dell'emissione, nel rispetto dei regolamenti vigenti sul mercato finanziario.

Infine l'analisi effettuata nei primi due capitoli, è stata inserita in un contesto pratico, descritto nel terzo capitolo attraverso lo studio di un'emissione effettuata sul mercato europeo ad inizio 2018.

L'emissione in questione è l'emissione di due bond da parte Acea del 1 febbraio 2018. Essa ha visto il collocamento di una dual tranche presso la Borsa di Lussemburgo, e tale tranche è stata la più ricca in termini di importo nella storia di Acea, con valore complessivo di 1 miliardo di Euro.

Nel corso della trattazione si è rivissuto cronologicamente il processo di collocamento. Partendo da una breve descrizione dell'azienda e del contesto in cui essa opera, oltre che con uno sguardo sul contesto macroeconomico italiano, si sono analizzate le ragioni che hanno spinto Acea all'emissione.

A seguire si è studiata la situazione sul mercato secondario dei titoli Acea, per ottenere una previsione sul prezzo. Tale previsione è poi stata utilizzata nel road show delle tranche per orientare le quotazioni di pricing.

Infine si è analizzato il momento della contrattazione dei titoli, osservando i diversi pricing applicati e le intenzioni dei diversi investitori per ciascuna tranche.

Al termine dell'elaborato, si può notare come lo studio del caso abbia confermato alcune delle premesse iniziali, come quelle fornite nel paragrafo 1.3, in cui si ipotizzava, in riferimento allo studio "*Financing Investment: The Choice Between Bonds and Bank Loans*", che le imprese intenzionate a crescere in futuro, esattamente come Acea dopo il Piano Industriale, preferiscano l'emissione al debito bancario. Inoltre, come analizzato sempre nel paragrafo 1.3, possiamo notare come le scelte di investimento sono fortemente influenzate dalla struttura e dal rating dell'emittente: in particolare il rating *investment grade* di Acea e l'utilizzo di un programma strutturato come l'EMTN le abbiano consentito di ottenere un finanziamento di un miliardo di Euro in tempi brevissimi.

Abbiamo quindi osservato la grande flessibilità operativa di Acea che, sfruttando l'ultima finestra di mercato disponibile per il collocamento, è riuscita a finanziarsi a costi molto bassi, quasi prossimi allo zero per l'obbligazione a tasso variabile, dando prova di come l'emissione di obbligazioni possa essere un'opzione di finanziamento molto appetibile se le dimensioni delle imprese e la sua struttura organizzativa consentono di collocare sul mercato rapidamente, evitando così che l'iter sia appesantito dalla necessità di produrre una notevole mole di documentazione.

Per concludere, il ricorso all'indebitamento attraverso l'emissione di obbligazioni può essere un ottimo strumento di crescita, utilizzabile sia per rifinanziare il debito in scadenza a tassi inferiori, come fatto da Acea, consentendo così di migliorare la posizione finanziaria di un'impresa, rinviando le scadenze ed abbassando il tasso che l'azienda deve pagare, sia per incrementare le disponibilità di cassa, sfruttando anche la presenza di grande liquidità sui mercati, in modo tale da poter finanziare futuri progetti di crescita, obiettivo anch'esso raggiunto da Acea.

BIBLIOGRAFIA:

- R.A. Brealey, S.C. Myers, F. Allen, S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, Milano 2015.
- J.Berk, P.DeMarzo, *Corporate Finance*, Pearson.
- F.K.Reilly, D.J.Wright, Fabozzi, F.J. (a cura di), *The Handbook of Fixed Income Securities*, sesta edizione, McGraw- Hill, New York, 2006
- Forestieri, Mottura, *il Sistema Finanziario*, settima edizione, Egea
- R. Costi, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, 2014
- Cian, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2016
- G.F. Campobasso: *Diritto commerciale*, UTET, Torino
- P. Bortot, U. Magnani, G. Olivieri, F.A. Rossi, M. Torrigiani, “*Matematica Finanziaria*” – Monduzzi Editore
- ‘I Principi dei Green Bond 2017: Linee Guida procedurali non vincolanti per l’Emissione di Green Bond 2 Giugno 2017’
- V. Buonocore, *Manuale di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, XIII edizione, 2016
- A.Banfi, *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, Isedi
- G. Forestieri, P. L. Fabrizi, P. Mottura, *Strumenti e servizi finanziari*, Egea
- P.L. Fabrizi, *Economia del mercato mobiliare*, Egea
- F.S. Mishkin, S.G. Eakins, G. Forestieri, A. Bertagni, *Istituzioni e mercati finanziari*, Pearson

ARTICOLI:

- Erwan Morellec, Philip Valta, Alexei Zhdanov (2015) *Financing Investment: The Choice Between Bonds and Bank Loans*. *Management Science* 61(11):2580-2602.
- Andrea Franceschi “*La Bce inizia ad acquistare corporate bond. Come funziona il nuovo Qe*” in “*il Sole 24 ore*” 8 giugno 2018
- Raffaele Ricciardi “*Ecco le aziende che beneficiano degli acquisti della Bce*” in “*Repubblica*” 29 ottobre 2017
- Mara Monti “*è corsa all’emissione di bond: in Italia collocamenti a 65 miliardi*” in “*il Sole 24 ore*” 27 dicembre 2017.
- *Rating agencies – how do they assess your credit rating?*” in “*treasury today*” del marzo 2008

- Franco Modigliani; Merton Miller, “The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment,” in American Economic Review, vol. 3, n. 48, giugno 1958,
- E.L. Fernandez, J. Urraca “*how do business finance themselves? Loans vs Bonds*” in BBVA “economics, business and finance” del 23 giugno 2016
- Maximilian Cellino “Bond societari, l’anno dei primati. In Italia emissioni a 57,3 miliardi” in “il Sole 24 ore” 19 ottobre 2017
- G.Gabbi A.Sironi “Which factors affect corporate bonds pricing? Empirical evidence from eurobonds primary market spreads” in The European Journal of Finance, volume 11, 2005.
- Morya Longo “Le 3 incognite del piano Bce sui bond aziendali” in “il Sole 24 ore” 3 giugno 2016

DOCUMENTAZIONE

- Acea signing and closing agenda
- Acea, Piano industriale 2018-2022, Milano, 28 novembre 2017
- ACEA “Fixed Income Investor Presentation”, gennaio 2018
- “bilancio consolidato gruppo Acea 2017”
- comunicato stampa ACEA: approvati il progetto di bilancio e il bilancio consolidato 2017
- Banca IMI and Bloomberg as of January 22th 2018
- “Emissione Obbligazionaria, Sintesi dell’operazione effettuata” di Acea 5 febbraio 2018
- “operazione effettuata, Acea” 1 febbraio 2018
- “determina emissione Acea” del 1 febbraio 2018
- “delibera Consiglio di amministrazione 23 gennaio 2018”
- “Acea Base Prospectus”

SITOGRAFIA:

- <https://www.euribor.it/tassi-storici-euribor/>
- <https://www.bloomberg.com/europe>
- https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160421_1.en.html
- <http://www.consob.it/>
- <https://www.borsaitaliana.it/homepage/homepage.htm>