



Capitolo 8

La valutazione delle obbligazioni

Contenuti del capitolo

8.1 Flussi di cassa, prezzi e rendimenti delle obbligazioni

8.2 Dinamica dei prezzi delle obbligazioni

8.3 Curva dei rendimenti e arbitraggio sulle obbligazioni

8.4 Le obbligazioni emesse dalle società

8.1 Flussi di cassa, prezzi e rendimenti delle obbligazioni

- Terminologia delle obbligazioni
 - Certificato obbligazionario
 - Stabilisce i termini dell'obbligazione
 - Data di scadenza
 - Data finale di pagamento
 - Vita residua
 - Tempo che manca alla data di scadenza
 - Cedola
 - Pagamenti degli interessi promessi

8.1 Flussi di cassa, prezzi e rendimenti delle obbligazioni (continua)

- Terminologia delle obbligazioni
 - Valore nominale o facciale
 - Importo figurativo usato per calcolare i pagamenti degli interessi
 - Tasso cedolare
 - Determina l'importo di ogni cedola, viene espresso come TPA

- Cedola

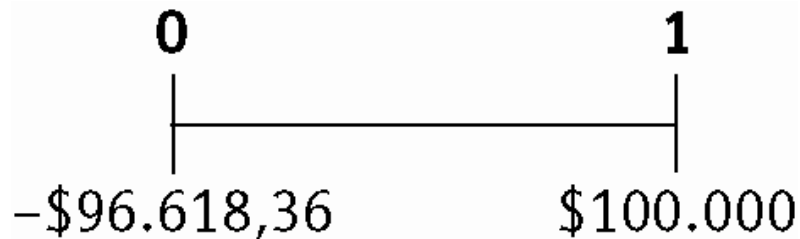
$$CPN = \frac{\text{tasso cedolare} \times \text{valore nominale}}{\text{numero di cedole all'anno}}$$

Obbligazioni e titoli *zero-coupon*

- Obbligazioni *zero-coupon*
 - Non effettuano pagamenti di cedole
 - Sono sempre negoziate **a sconto** (a un prezzo inferiore rispetto al loro valore nominale) e per questo vengono anche chiamate **obbligazioni a sconto puro**.
 - I **Buoni del Tesoro** sono obbligazioni *zero-coupon* emesse dal governo con scadenza massima a un anno.

Obbligazioni e titoli *zero-coupon* (continua)

- Supponiamo che un'obbligazione *zero-coupon* con scadenza a un anno, rischio nullo e valore nominale di \$100.000, abbia un prezzo iniziale di \$96.618,36. I flussi di cassa sarebbero:



- Benché l'obbligazione non paghi un "interesse", chi investe verrà remunerato dalla differenza tra il prezzo iniziale e il valore nominale.

Obbligazioni e titoli zero-coupon (continua)

- Rendimento alla scadenza (YTM)
 - *Il tasso di sconto che uguaglia il valore attuale dei pagamenti attesi di un'obbligazione con il suo prezzo di mercato corrente.*
 - *Prezzo di un'obbligazione zero-coupon*

$$P = \frac{VF}{(1 + YTM_n)^n}$$

Obbligazioni e titoli *zero-coupon* (continua)

- Rendimento alla scadenza
 - Per un'obbligazione *zero-coupon* a un anno:

$$96.618,36 = \frac{100.000}{(1 + YTM_1)}$$

$$1 + YTM_1 = \frac{100.000}{96.618,36} = 1,035$$

- Ovvero, il rendimento alla scadenza è il 3,5%.

Obbligazioni e titoli *zero-coupon* (continua)

- Rendimento alla scadenza
 - Rendimento alla scadenza di un'obbligazione zero-coupon di n periodi

$$YTM_n = \left(\frac{VF}{P} \right)^{1/n} - 1$$

Obbligazioni e titoli *zero-coupon* (continua)

- Tassi di interesse senza rischio
 - Un'obbligazione *zero-coupon* e priva di rischio di insolvenza che scade in data n fornisce un rendimento privo di rischio durante lo stesso periodo. Perciò, la legge del prezzo unico garantisce che il tasso di interesse privo di rischio sia uguale al rendimento alla scadenza dell'obbligazione.
 - tasso di interesse privo di rischio con scadenza nel periodo n

$$r_n = YTM_n$$

Obbligazioni e titoli *zero-coupon* (continua)

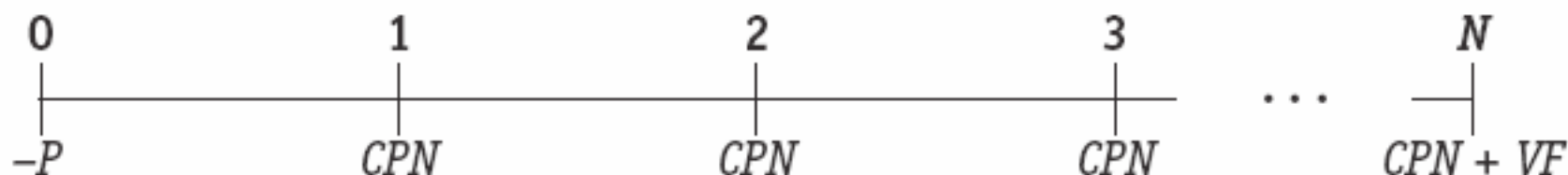
- Tassi di interesse senza rischio
 - Tasso di interesse spot
 - Un altro termine per indicare il rendimento alla scadenza di un'obbligazione *zero-coupon* e a rischio nullo.
 - Curva dei rendimenti *zero-coupon*
 - Grafico del rendimento di obbligazioni *zero-coupon* e a rischio nullo in funzione della data di scadenza.

Obbligazioni con cedola

- Obbligazioni con cedola
 - Pagano il valore nominale alla data di scadenza
 - Effettuano pagamenti regolari di cedole
- *Treasury notes*
 - Titoli con cedola del Tesoro USA con scadenza da uno a 10 anni
- *Treasury bonds*
 - Titoli con cedola del Tesoro USA con scadenza superiore ai dieci anni

Obbligazioni con cedola (continua)

- Rendimento alla scadenza
 - Il rendimento alla scadenza è l'*unico* tasso di sconto che uguaglia il valore attuale dei flussi di cassa residui dell'obbligazione al suo prezzo corrente.



- Rendimento alla scadenza di un'obbligazione con cedola

$$P = CPN \times \frac{1}{y} \left(1 - \frac{1}{(1 + y)^N} \right) + \frac{VF}{(1 + y)^N}$$

8.2 Dinamica dei prezzi delle obbligazioni

- A sconto
 - Un'obbligazione è negoziata **a sconto** se il prezzo è inferiore al valore nominale.
- Alla pari
 - Un'obbligazione è negoziata **alla pari** se il prezzo è uguale al valore nominale.
- A premio
 - Un'obbligazione è negoziata **a premio** se il prezzo è superiore al valore nominale.

Sconti e premi

- Se un'obbligazione con cedola è negoziata a sconto, un investitore otterrà un rendimento sia per le cedole sia per il valore nominale che riceverà, superiore al prezzo pagato per il titolo.
 - Se un'obbligazione è negoziata a sconto, il suo rendimento alla scadenza sarà superiore al tasso cedolare.

Sconti e premi (continua)

- Se un'obbligazione con cedola è negoziata a premio, il rendimento che l'investitore riceverà dalle cedole è ridotto dal fatto che il valore nominale sarà inferiore al prezzo pagato per il titolo.
- La maggior parte delle obbligazioni con cedola ha un tasso cedolare tale che *inizialmente* il titolo viene negoziato alla pari o quasi.

Sconti e premi (continua)

TABELLA 8.1

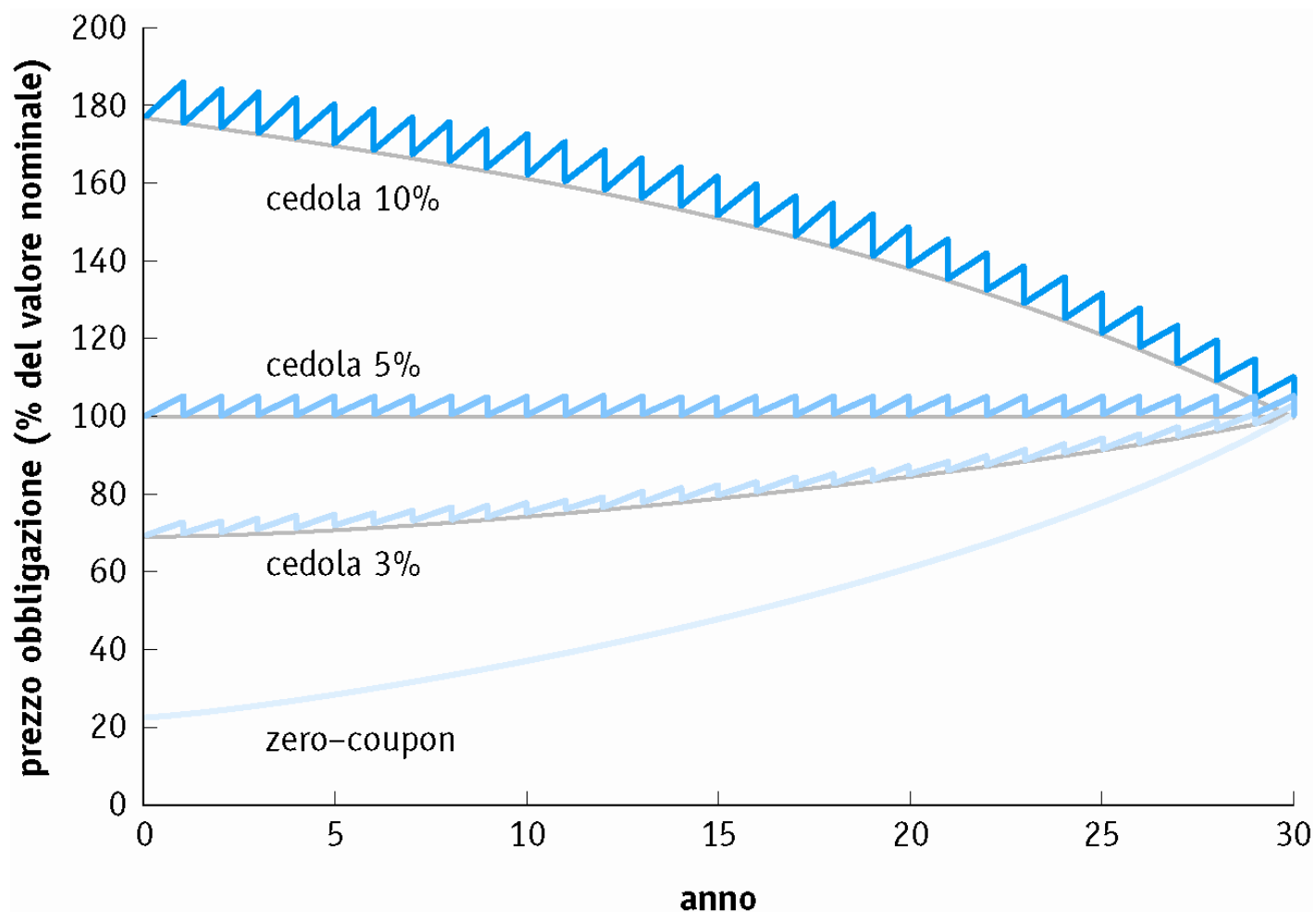
Prezzi di un'obbligazione immediatamente dopo il pagamento di una cedola.

quando il prezzo dell'obbligazione è...	maggiore del valore nominale	uguale al valore nominale	inferiore al valore nominale
si dice che l'obbligazione è negoziata...	“sopra la pari” o “a premio”	“alla pari”	“sotto la pari” o “a sconto”
ciò si verifica quando...	tasso cedolare > rendimento alla scadenza	tasso cedolare = rendimento alla scadenza	tasso cedolare < rendimento alla scadenza

Il prezzo delle obbligazioni e l'effetto del tempo

- Mantenendo fissi tutti gli altri elementi, il rendimento alla scadenza di un'obbligazione non varia nel tempo.
- Mantenendo fissi tutti gli altri elementi, il prezzo di un'obbligazione a sconto o a premio si avvicina nel tempo al valore alla pari.
- Se il rendimento alla scadenza di un'obbligazione non cambia, allora il TIR di un investimento nell'obbligazione è uguale al rendimento alla scadenza anche se l'obbligazione viene venduta prima.

Figura 8.1 L'effetto del tempo sui prezzi delle obbligazioni



Variazioni dei tassi di interesse e prezzi delle obbligazioni

- Esiste una relazione inversa tra i tassi di interesse e i prezzi delle obbligazioni.
 - Al crescere dei tassi di interesse e dei rendimenti alla scadenza delle obbligazioni, i prezzi delle obbligazioni scenderanno.
 - Al diminuire dei tassi di interesse e dei rendimenti delle obbligazioni, i prezzi delle obbligazioni saliranno.

Variazioni nei tassi di interesse e prezzi delle obbligazioni (continua)

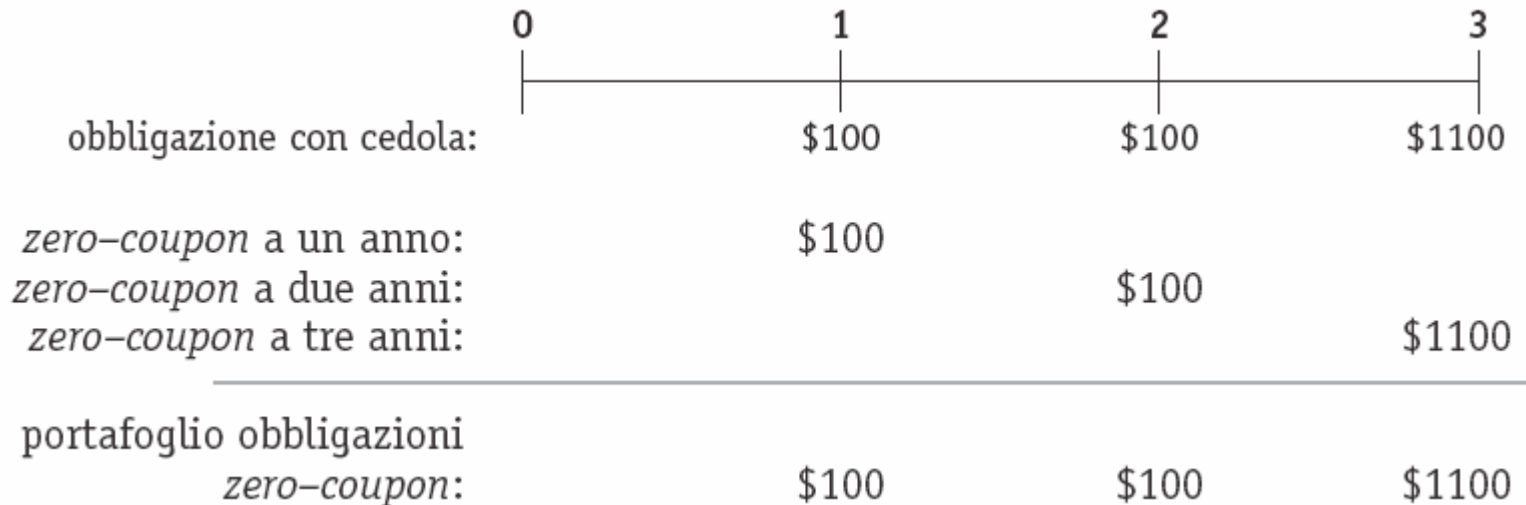
- La sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse è misurata dalla ***duration***.
 - Le obbligazioni con *duration* elevata sono molto sensibili a variazioni dei tassi di interesse.
 - Le obbligazioni con *duration* bassa sono meno sensibili a variazioni dei tassi di interesse.

8.3 Curva dei rendimenti e arbitraggio sulle obbligazioni

- Usando la legge del prezzo unico e i rendimenti di obbligazioni *zero-coupon* e senza rischio, si possono determinare il prezzo e il rendimento di qualsiasi altra obbligazione priva di rischio.
- La curva dei rendimenti fornisce informazioni sufficienti per valutare tutte le obbligazioni di questo tipo.

Come replicare un'obbligazione con cedola

- Ecco come si può replicare un'obbligazione a tre anni con valore nominale di \$1.000 che paga cedole annuali del 10% usando tre obbligazioni *zero-coupon*:



Come replicare un'obbligazione con cedola (continua)

- Rendimenti e prezzi (per valore nominale di \$100) di obbligazioni senza cedola.

TABELLA 8.2

Rendimenti e prezzi (per valore nominale di \$100) di obbligazioni senza cedola.

scadenza a	1 anno	2 anni	3 anni	4 anni
rendimento	3,50%	4,00%	4,50%	4,75%
prezzo	\$96,62	\$92,45	\$87,63	\$83,06

Come replicare un'obbligazione con cedola (continua)

obbligazione <i>zero-coupon</i>	valore nominale richiesto	costo (\$)
1 anno	100	96,62
2 anni	100	92,45
3 anni	1100	<u>$11 \times 87,63 = 963,93$</u>
		costo totale: \$1153,00

- Per la legge del prezzo unico, l'obbligazione con cedola a tre anni deve essere negoziata al prezzo di \$1.153.

Valutazione di un'obbligazione con cedola usando i rendimenti di obbligazioni senza cedola

- Il prezzo di un'obbligazione con cedola deve essere uguale al valore attuale delle cedole e del valore nominale.
 - Prezzo di un'obbligazione con cedola

$$P = VA(\text{flussi di cassa obbligazione})$$

$$= \frac{CPN}{1 + YTM_1} + \frac{CPN}{(1 + YTM_2)^2} + \dots + \frac{CPN + VF}{(1 + YTM_n)^n}$$

$$P = \frac{100}{1,035} + \frac{100}{1,04^2} + \frac{100 + 1000}{1,045^3} = \$1153$$

Rendimenti di obbligazioni con cedola

- Dati i rendimenti delle obbligazioni senza cedola, possiamo determinare il prezzo di un'obbligazione con cedola.

$$P = 1153 = \frac{100}{(1 + y)} + \frac{100}{(1 + y)^2} + \frac{100 + 1000}{(1 + y)^3}$$

$$P = \frac{100}{1,0444} + \frac{100}{1,0444^2} + \frac{100 + 1000}{1,0444^3} = \$1153$$

	NUM.RATE	TASSO	VA	RATA	VAL.FUT	formula Excel
dati	3		-1.153	100	1.000	
trova TASSO		4,44%				=TASSO(3;100;-1153;1000)

Le curve dei rendimenti dei titoli di stato

- Curva dei rendimenti di obbligazioni con cedola
 - Spesso indicata semplicemente come “curva dei rendimenti”.
- Obbligazioni *on-the-run*
 - Obbligazioni di più recente emissione.
 - La curva dei rendimenti è spesso un grafico dei rendimenti di queste obbligazioni.

8.4 Le obbligazioni emesse dalle società

- Obbligazioni emesse da società
 - Sono emesse da società
- Rischio di credito
 - Esiste rischio di insolvenza

Rendimenti delle obbligazioni societarie

- Il prezzo corrisposto dagli investitori per obbligazioni che presentano un rischio di credito è inferiore rispetto a quello di obbligazioni con caratteristiche identiche, ma prive di rischio.
- Il rendimento delle obbligazioni con rischio di credito sarà più elevato di quello di obbligazioni identiche in tutto, ma prive di rischio.

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Senza insolvenza
 - Consideriamo un Buono del Tesoro a un anno con un rendimento alla scadenza del 4%.
 - Qual è il suo prezzo?

$$P = \frac{1000}{1 + YTM_1} = \frac{1000}{1,04} = \$961,54$$

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Insolvenza certa
 - Supponiamo che l'emittente di un'obbligazione pagherà solo il 90% del suo debito.
 - Qual è il prezzo?

$$P = \frac{900}{1 + YTM_1} = \frac{900}{1,04} = \$865,38$$

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Insolvenza certa
 - Quando si calcola il rendimento alla scadenza per un'obbligazione con insolvenza certa, si usano i flussi di cassa promessi invece di quelli reali.

$$YTM = \frac{VF}{P} - 1 = \frac{1000}{865,38} - 1 = 15,56\%$$

$$\frac{900}{865,38} = 1,04$$

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Insolvenza certa
 - Il rendimento alla scadenza di un'obbligazione con rischio di insolvenza non è uguale al ritorno atteso sull'investimento nell'obbligazione. Il rendimento alla scadenza sarà sempre più elevato rispetto al ritorno atteso dell'investimento.

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Rischio di insolvenza
 - Consideriamo un'obbligazione a un anno di \$1000, *zero-coupon*. Supponiamo che i ritorni dell'obbligazione siano incerti.
 - C'è un 50% di possibilità che l'obbligazione rimborsi a pieno il suo valore nominale e un 50% di possibilità che l'emittente risulti inadempiente e paghi soltanto \$900. Perciò, l'investitore si aspetta di ricevere \$950.
 - A causa dell'incertezza, il tasso di sconto è il 5,1%.

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Rischio di insolvenza
 - Il prezzo dell'obbligazione sarà

$$P = \frac{950}{1,051} = \$903,90$$

- Il rendimento alla scadenza sarà

$$YTM = \frac{VF}{P} - 1 = \frac{1000}{903,90} - 1 = 0,1063$$

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

- Rischio di insolvenza
 - Il ritorno atteso di un'obbligazione sarà inferiore al rendimento alla scadenza se c'è rischio di insolvenza.
 - Un rendimento alla scadenza più elevato non implica necessariamente che anche il ritorno atteso dell'obbligazione sia più elevato.

Rendimenti delle obbligazioni societarie (continua)

TABELLA 8.3

Prezzo, rendimento atteso e rendimento alla scadenza di un'obbligazione Avant a un anno, senza cedola, con diverse probabilità di insolvenza.

obbligazione Avant (1 anno, senza cedola)	prezzo	rendimento alla scadenza	rendimento atteso
nessuna probabilità di insolvenza	\$961,54	4,00%	4%
50% di probabilità di insolvenza	\$903,90	10,63%	5,1%
insolvenza certa	\$865,38	15,56%	4%

Rating delle obbligazioni

- Obbligazioni *investment grade*
- Obbligazioni speculative
 - Note anche come *junk bonds* o obbligazioni ad alto rendimento

Tabella 8.4 Rating delle obbligazioni

TABELLA 8.4

Rating delle obbligazioni.

Rating*	Descrizione (Moody's)
Obbligazioni investment-grade	
Aaa/AAA	La migliore qualità. Sono titoli a minimo rischio e sono generalmente indicati come “gilt-edged” o “di prim'ordine”. Il pagamento degli interessi è protetto da un margine ampio ed eccezionalmente stabile e il capitale è sicuro. Benché i vari elementi di protezione possano variare, tali variazioni difficilmente potranno minare la posizione estremamente solida di queste emissioni.
Aa/AA	Di alta qualità rispetto a tutti gli standard. Insieme ai titoli di rating Aaa, costituiscono le obbligazioni indicate come “di alta qualità”. Hanno rating inferiore rispetto al gruppo precedente perché i margini di copertura potrebbero essere leggermente più bassi o più volatili o potrebbero esservi altri elementi che rendono il rischio a lungo termine leggermente superiore rispetto ai titoli Aaa.
A/A	Titoli che presentano attributi favorevoli e sono considerati di qualità medio-alta. I fattori che forniscono sicurezza al capitale e agli interessi sono considerati adeguati, ma potrebbero essere presenti elementi che suggeriscono un certo indebolimento in futuro.
Baa/BBB	Sono obbligazioni considerate di qualità media (cioè né a protezione elevata, né poco sicuri). La sicurezza del pagamento degli interessi e del capitale appare adeguata al momento attuale, ma alcuni elementi di copertura potrebbero mancare o risultare inaffidabili nel lungo termine. Tali obbligazioni mancano di alcune caratteristiche importanti come titoli di investimento e presentano aspetti speculativi.
Obbligazioni speculative	
Ba/BB	Obbligazioni con elementi speculativi: il futuro non può essere considerato sicuro. Spesso la copertura di interessi e capitale è molto modesta, e perciò non salvaguardata in condizioni sia favorevoli che non nel futuro. L'incertezza caratterizza i titoli in questa classe.
B/B	Titoli che mancano delle caratteristiche di un investimento appetibile. La sicurezza degli interessi e del capitale, o il mantenimento di altri termini del contratto a lungo termine, è ridotta.
Caa/CCC	Scarsa qualità. Gli emittenti potrebbero già risultare insolventi o potrebbero esserci elementi di pericolo riguardo al capitale o agli interessi.
Ca/CC	Titoli di alto livello speculativo, spesso con emittenti insolventi o con altri punti deboli di rilievo.
C/C, D	I titoli di livello più basso; si ritiene che le emissioni abbiano prospettive estremamente negative di poter assumere un carattere di opportunità di investimento vero e proprio.

Fonte: www.moody.com

* Rating: Moody's / Standard & Poor's

Curve dei rendimenti di obbligazioni societarie

- Differenziale di rischio (*default spread*)
 - Noto anche come differenziale di credito (*credit spread*)
 - La differenza fra i rendimenti delle obbligazioni societarie e quelle dei titoli di Stato.



Capitolo 8

Appendice

I tassi di interesse a termine

- 8A.1 Calcolo dei tassi a termine
 - Un **tasso di interesse a termine (o tasso forward)** è un tasso di interesse che viene garantito oggi su un investimento o finanziamento che si manifesterà nel futuro.
 - In questo capitolo, considereremo solo i contratti a termine sui tassi di interesse per investimenti con durata di un anno, quindi quando ci riferiamo al tasso a termine dell'anno 5, intendiamo il tasso disponibile oggi per un investimento che ha durata di un anno, che partirà fra quattro anni e che verrà ripagato fra cinque.

Calcolo dei tassi a termine

- Per la legge del prezzo unico, il tasso a termine a un anno è equivalente all'investimento in un'obbligazione senza cedola con scadenza a un anno.

$$f_1 = YTM_1$$

Calcolo dei tassi a termine

- Consideriamo il tasso a termine a due anni.
- Supponiamo che il rendimento dell'obbligazione senza cedola che scade fra un anno sia del 5,5% e che il rendimento di un'obbligazione senza cedola a due anni sia del 7,0%.
- Possiamo investire nell'obbligazione senza cedola biennale al tasso del 7,0% ottenendo dopo due anni $\$(1,07)^2$ per ogni dollaro investito.
- Oppure possiamo investire nell'obbligazione a un anno al tasso del 5,5%, che fornirà \$1,055 alla fine dell'anno, e allo stesso tempo garantire il tasso di interesse reinvestendo i \$1,055 per il secondo anno stipulando un contratto a termine per l'anno 2 al tasso f_2 .

Calcolo dei tassi a termine

- Alla fine dei due anni riceveremo $\$(1,055)(1 + f_2)$.
- Poichè entrambe le alternative sono prive di rischio, per la legge del prezzo unico devono fornire lo stesso rendimento:

$$(1,07)^2 = (1,055)(1 + f_2)$$

Calcolo dei tassi a termine

- Riordinando si ottiene:

$$(1 + f_2) = \frac{1,07^2}{1,055} = 1,0852$$

- Perciò in questo caso il tasso a termine per l'anno 2 sarà $f_2 = 8,52\%$.

Calcolo dei tassi a termine

- In generale:

$$(1 + YTM_n)^n = (1 + YTM_{n-1})^{n-1} (1 + f_n)$$

- Possiamo riordinare questa equazione per ottenere la formula generale per il calcolo dei tassi di interesse a termine:

$$f_n = \frac{(1 + YTM_n)^n}{(1 + YTM_{n-1})^{n-1}} - 1$$

8A.2 Calcolo dei rendimenti delle obbligazioni usando i tassi a termine

- È anche possibile calcolare i rendimenti delle obbligazioni senza cedola partendo dai tassi di interesse a termine:

$$(1 + f_1) \times (1 + f_2) \times \dots \times (1 + f_n) = (1 + YTM_n)^n$$

- Per esempio, usando i tassi a termine dell'Esempio 8A.1, possiamo calcolare il rendimento di un'obbligazione senza cedola a scadenza quadriennale:

$$\begin{aligned} 1 + YTM_4 &= [(1 + f_1)(1 + f_2)(1 + f_3)(1 + f_4)]^{1/4} \\ &= [(1,05)(1,0701)(1,06)(1,05)]^{1/4} \\ &= 1,0575 \end{aligned}$$

8A.3 Tassi a termine e tassi di interesse futuri

- Come si può confrontare il tasso a termine con l'effettivo tasso di interesse futuro?
- Può fornire una buona previsione solo quando gli investitori sono indifferenti al rischio.

8A.3 Tassi a termine e tassi di interesse futuri

- Si può considerare il tasso a termine come un tasso di pareggio.
- Il tasso di interesse futuro a pronti atteso riflette le preferenze degli investitori nei confronti del rischio di fluttuazione del futuro tasso di interesse:

TASSO DI INTERESSE A PRONTI FUTURO ATTESO =
TASSO DI INTERESSE A TERMINE + PREMIO PER IL RISCHIO

**Strumenti di
finanziamento a medio e
lungo termine**





Indice degli argomenti

- 1. Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
- 2. Capitale di rischio**
- 3. Capitale intermedio**
- 4. Capitale di debito a medio-lungo termine**
- 5. Finanziamenti strutturati**
- 6. Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
- 7. Conclusioni**

Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione

La **scelta della forma di copertura di un fabbisogno finanziario** include due considerazioni:

1) **Periodo di tempo** entro il quale si protrarrà il fabbisogno



Far coincidere le scadenze delle forme di finanziamento con quelle degli impieghi che hanno originato tale fabbisogno.

2) Vincolo del **rapporto** fra i **mezzi di terzi** e i **mezzi propri**



È sempre necessario che i mezzi propri mantengano una rilevante incidenza sul totale, per evitare che la gestione aziendale possa venire condizionata da decisioni a essa esterne.

Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione

Caratteristiche dei diversi strumenti di finanziamento a scadenza non breve:

Capitale di rischio	<ul style="list-style-type: none">• Azioni ordinarie• Autofinanziamento• Prestiti dei soci	}	<ul style="list-style-type: none">- Discrezionalità nella remunerazione periodica- Rimborso residuale- Presenza del diritto di voto
Capitale intermedio	<ul style="list-style-type: none">• Debito mezzanino• Obbligazioni convertibili e cum warrant• Azioni privilegiate e di risparmio• Obbligazioni ad alto rendimento		<ul style="list-style-type: none">- Caratteristiche di entrambe le classi di finanziamento tradizionali
Capitale di debito	<ul style="list-style-type: none">• Mutui• Obbligazioni• Eurobonds• Medium Term Notes• Linee di credito stand-by, evergreen, bid line e di gruppo	}	<ul style="list-style-type: none">- Diritto di remunerazione periodica- Priorità di rimborso- Mancanza del diritto di voto
Finanziamenti strutturati	<ul style="list-style-type: none">• Leasing• Prestiti sindacati• Project financing• Securitization		<ul style="list-style-type: none">- Caratteristiche non standard



Indice degli argomenti

1. **Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
2. **Capitale di rischio**
3. **Capitale intermedio**
4. **Capitale di debito a medio-lungo termine**
5. **Finanziamenti strutturati**
6. **Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
7. **Conclusioni**

Capitale di rischio

Tre tipologie di strumenti:

- **Azioni ordinarie e speciali**

→ capitolo 8

- **Autofinanziamento**

= l'insieme delle monetarie liberate dalla gestione aziendale

- **Presiti dei soci**

- specialmente se il fabbisogno è temporaneo

- risultati:

- Si evitano i costi derivanti dall'emissione di nuove azioni.
- Il capitale può essere conferito per un periodo di tempo limitato e rimborsato in qualsiasi momento senza particolari difficoltà.
- È possibile corrispondere al prestito una remunerazione che, avendo forma di oneri finanziari, è fiscalmente deducibile.

- dal punto di vista della logica economica tale prestito può considerarsi parte del capitale netto



Indice degli argomenti

1. **Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
2. **Capitale di rischio**
3. **Capitale intermedio**
4. **Capitale di debito a medio-lungo termine**
5. **Finanziamenti strutturati**
6. **Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
7. **Conclusioni**

Capitale intermedio

“Il **capitale intermedio** è costituito da tutte le forme di finanziamento aventi **caratteristiche intermedie** tra gli strumenti di **debito tradizionali** e il **capitale azionario ordinario**”

1) DEBITO MEZZANINO

Il debito mezzanino si articola generalmente in **due** componenti fondamentali:

- ✓ ***Il debito subordinato***
- ✓ ***L'equity kicker***, ovvero la possibilità concessa al sottoscrittore di debito mezzanino di poter convertire il proprio credito in titoli azionari della società finanziaria

Capitale intermedio

Subordinazione (postergazione)	<ul style="list-style-type: none">• In caso di liquidazione dell'azienda, i creditori subordinati vengono soddisfatti dopo aver rimborsato integralmente i creditori senior. La subordinazione può essere <i>completa</i> – quando opera nei confronti di tutti i finanziamenti in essere – oppure <i>solo parziale</i>, ovvero rispetto a uno specifico finanziamento senior.• Le garanzie reali (<i>collaterali</i>) date al creditore subordinato sono residuali rispetto a quelle del debito senior (<i>second security</i>). È questo il motivo per cui si è soliti definire il debito mezzanino una forma di finanziamento <i>cash flow based</i> più che <i>asset based</i> (come invece è il debito senior).• Il piano di rimborso del debito mezzanino è generalmente strutturato con un cosiddetto <i>grace period</i>, ovvero con un periodo – pari alla durata del debito senior – nel corso del quale non si procede al rimborso della quota capitale.
Durata	<ul style="list-style-type: none">• Mediamente compresa tra 4 e 8 anni.
Rendimento	<ul style="list-style-type: none">• Componente debito subordinato: tasso di mercato per scadenza equivalente maggiorato di uno compreso tra 2,5 e 4 punti percentuali.• Componente equity kicker: strutturato in modo da generare un rendimento annuo aggiuntivo compreso tra il 7 e il 9 per cento.
Clausole contrattuali (covenant)	<ul style="list-style-type: none">• Simili a quelle incluse nei contratti di finanziamento senior:<ul style="list-style-type: none">– Divieto di effettuare operazioni di finanza straordinaria e di distribuire dividendi senza il preventivo consenso dei creditori mezzanini.– Obbligo di mantenere il rapporto di indebitamento entro un rapporto massimo e il livello di liquidità entro un livello minimo.
Tecniche di emissione	<ul style="list-style-type: none">• <i>Private placement</i> (si veda il cap. 22)

Capitale intermedio

2) OBBLIGAZIONI CONVERTIBILI E OBBLIGAZIONI CON WARRANT

- Obbligazioni convertibili

“Le obbligazioni convertibili in azioni sono titoli di credito che attribuiscono ai possessori il diritto (non l’obbligo) di trasformare il loro status di creditori in quello di soci, convertendo l’obbligazione in azioni della società emittente (o di altra società) secondo un rapporto di conversione predeterminato contrattualmente”

L’**opzione di conversione** è assimilabile a una **call option sulle azioni sottostanti**. Il valore di conversione (calcolato moltiplicando il numero di azioni ordinarie che saranno ricevute quando il titolo sarà convertito per il prezzo corrente delle stesse) è perciò determinato dalle variabili che influenzano il valore delle opzioni (si veda il capitolo 16)

I **ragioni principali** che possono spingere le aziende a **ricorrere al debito convertibile** sono due:

- ✓ Sincronizzazione dei flussi di cassa
- ✓ Costi di agenzia

Capitale intermedio

I **modelli di valutazione del prezzo delle opzioni** (capitolo 16) vengono utilizzati **anche per** valutare **l'opzione di conversione** delle obbligazioni convertibili.

Occorre però porre particolare attenzione a **quattro** aspetti:

- Le **opzioni di conversione** sono di **lunga durata**, e ciò rende l'ipotesi di varianza costante tipica dei modelli di valutazione delle opzioni più difficile da accettare.
- L'**opzione di conversione può** essere **esercitata prima della scadenza naturale**, rendendo meno appropriato l'utilizzo di modelli di pricing delle opzioni elaborati per le opzioni europee.
- L'**opzione di conversione** delle obbligazioni convertibili e il warrant **non danno diritto ai dividendi** ai possessori delle obbligazioni **prima dell'esercizio del diritto in loro possesso**. L'attività sottostante però eroga dividendi e ciò riduce il valore dei titoli azionari e della facoltà di conversione. È necessario pertanto utilizzare modelli di valutazione delle operazioni che tengano conto dell'impatto dei dividendi.
- L'**opzione di conversione** determina una **diluizione del valore delle azioni**. Il valore dell'opzione di conversione deve dunque essere rettificato per un fattore di diluizione (valore unitario delle azioni dopo l'esercizio dei warrant).

Capitale intermedio

- **Obbligazioni con warrant**

“Le obbligazioni con warrant sono titoli obbligazionari che incorporano uno speciale diritto (denominato warrant) che permette al possessore di acquistare o sottoscrivere una o più azioni a un prezzo prefissato”

Differenze tra obbligazioni convertibili e obbligazioni con warrant:

- 1) Il **warrant** è **scindibile dall'obbligazione ed è negoziabile separatamente**, dando così luogo alla possibile convivenza di tre diverse figure: l'obbligazionista con warrant, l'obbligazionista tout court e il possessore del warrant.
- 2) L'**obbligazione con warrant** dà luogo a **due apporti di risorse finanziarie**, rispettivamente **in occasione dell'emissione delle obbligazioni e dell'esercizio del warrant**. Al contrario, le **obbligazioni convertibili non** necessitano di **ulteriore esborso** da parte del sottoscrittore iniziale, poiché le obbligazioni cessano di esistere e si trasformano in azioni.
- 3) I **warrant** si accompagnano di norma a una **durata d'esercizio** che può **eccedere** la durata del **titolo obbligazionario principale** (fattispecie però piuttosto rara).
- 4) I **warrant non** possono essere **estinti anticipatamente mentre** il **rimborso anticipato del prestito obbligazionario o** la sua **conversione anticipata** (*forced conversion*) provoca **l'estinzione anticipata del diritto di conversione**.

Capitale intermedio

Il **prezzo delle obbligazioni con warrant**:

- il **prezzo del warrant** è legato al rapporto tra il **corso dell'azione sottostante** e il **prezzo d'esercizio**;
- il **titolo obbligazionario ex warrant** ha invece un **prezzo simile ai titoli obbligazionari** con **caratteristiche e profilo di rischio simili**;
- l'**obbligazione con warrant** è così influenzato dall'**interazione tra il prezzo del titolo privo del warrant** e dello **strumento finanziario warrant**.

Modalità di **valutazione dei warrant**:

E = valore di mercato del capitale azionario

N = numero di azioni in circolazione

Nw = numero di warrant emessi

K = prezzo d'esercizio del warrant

Ammontare di denaro corrisposto dai possessori del warrant

$$\text{Prezzo azione dopo l'esercizio} = \frac{E + \overbrace{NwK}}{\underbrace{N + Nw}}$$

Numero complessivo di azioni dopo l'esercizio dei warrant

Capitale intermedio

Alla scadenza, il possessore del warrant deve decidere se abbandonare o esercitare il diritto in suo possesso; in quest'ultimo caso, la ricchezza netta in suo possesso sarà data dal prezzo dell'azione al netto del prezzo d'esercizio. Il valore del warrant alla scadenza sarà pertanto dato dal valore massimo tra zero e il prezzo dell'azione al netto del prezzo d'esercizio:

Valore del warrant alla scadenza = $\max [\text{Prezzo azione dopo esercizio} - K, 0]$

Valore del warrant alla scadenza = $\max \left[\frac{E + NwK}{N + Nw} - K, 0 \right]$

Valore del warrant alla scadenza = $\max \left[\frac{\frac{E}{N} - K}{1 + w}, 0 \right]$

Valore del warrant alla scadenza = $\frac{1}{1 + w} \max \left[\frac{E}{N} - K, 0 \right]$

Valore del warrant = $\frac{1}{1 + w} \times \text{Valore della call sulla società alternativa}$

Capitale intermedio

3) AZIONI PRIVILEGIATE, DI RISPARMIO E SPECIALI

- Azioni privilegiate

“Le azioni privilegiate sono strumenti di finanziamento nominativi che assicurano al possessore la prelazione – rispetto agli azionisti ordinari – nel riparto degli utili e nel rimborso del capitale nel caso di scioglimento della società”

- La **prelazione** di norma è stabilita in una **percentuale fissa** – indicata nello statuto della società – **sul valore nominale** delle **azioni**
- Il privilegio nella ripartizione degli utili ha in genere il carattere della **cumulatività**
- Le azioni privilegiate subiscono una **limitazione nel diritto di voto** (diritto di voto soltanto nelle assemblee straordinarie)
- Le azioni privilegiate sono **simili alle preferred stock / preference stock** con riguardo al trattamento dei dividendi. Le principali differenze sono invece:
 - ✓ Le preferred stock sono più flessibili.
 - ✓ I diritti di voto delle preferred non sono necessariamente limitati alle assemblee straordinarie.
 - ✓ Le preferred possono essere estinti prima della scadenza (callability).
 - ✓ In caso di liquidazione, i possessori di azioni privilegiate ricevono il valore nominale maggiorato di un premio di liquidazione (liquidation premium).

Capitale intermedio

Esempi di preferred stock:

Denominazione	Principali caratteristiche
Adjustable rate preferred stock	La remunerazione è legata a un parametro predefinito (tipicamente, un tasso di interesse sui titoli di Stato). Assimilabile al debito a tasso variabile.
Convertible preferred stock	Azioni convertibili in azioni ordinarie.
Participating preferred stock	La remunerazione prevede una componente fissa e, in aggiunta, anche una partecipazione agli utili.
Auction rate preferred stock	La percentuale di dividendo viene ristabilita periodicamente attraverso un meccanismo d'asta.

Capitale intermedio

Punto di vista **giuridico** → Azioni privilegiate = Titoli azionari

Non c'è situazione di insolvenza in caso di mancato pagamento!



(l'azienda può decidere di non pagare il dividendo se non vi sono risorse per farlo)

Punto di vista **economico-finanziario** → Azioni privilegiate = Debito tradizionale (remunerazione fissa)

PERO'

Dividendi non deducibili

“PREFERRED STOCKS PUZZLE”



Come mai le azioni privilegiate continuano a esistere?

- Le privilegiate sono preferite al debito per l'impossibilità di incorrere in default sui mancati pagamenti dei dividendi.
- Le agenzie di rating e gli analisti includono le privilegiate nel capitale azionario.
- Le aziende potrebbero non avere alternative.
- I venture capitalist fanno talvolta ricorso alle preferred convertibili per finanziare le aziende in forte sviluppo.

Valore dell'azione privilegiata

$$= \frac{\text{Dividendo annuale}}{\text{Rendimento atteso } (k_{PS})}$$

Capitale intermedio

- Azioni di risparmio

“Le azioni di risparmio presentano diritti e limitazioni simili a quelli delle privilegiate.”

- Si tratta di titoli che possono essere **emessi esclusivamente da società quotate in borsa**, con il tetto, comprensivo delle altre azioni a voto limitato del 50 per cento del capitale sociale
- Le azioni di risparmio **non** hanno **diritto di voto in nessuna delle assemblee** degli azionisti

- Azioni speciali

esempi: ✓ Azioni a favore dei prestatori di lavoro

Costituiscono un riconoscimento ai dipendenti volto a promuovere il loro cointeressamento alla gestione e ai risultati della società.

✓ Azioni di godimento

Sono distribuite ai vecchi soci ai quali è stato effettuato il rimborso delle azioni in loro possesso a causa di una riduzione del capitale sociale.

Capitale intermedio

IL VALORE DEL DIRITTO DI VOTO

Valore di azioni ordinarie > Valore di azioni di risparmio

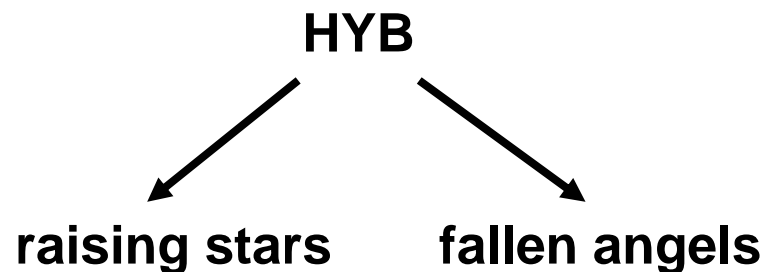
Tre possibili spiegazioni:

- ❑ Il **diritto di voto** consente di **estrarre benefici privati** dalla società maggiori nei sistemi finanziari – come ancora in parte è il nostro – dove minore è la tutela degli azionisti di minoranza
- ❑ Il **valore delle azioni di risparmio** può essere **espropriato** dagli azionisti ordinari in occasione di **operazione di finanza straordinaria**
- ❑ Laddove la probabilità che le **azioni di minoranza entrino** a far parte di una **partecipazione di controllo** sia elevata, il prezzo delle azioni ordinarie tende a crescere, mentre le **azioni di risparmio perdono relativamente interesse**

Capitale intermedio

4) OBBLIGAZIONI AD ALTO RENDIMENTO (*HIGH YIELD BONDS*)

“Le obbligazioni ad alto rendimento sono emesse da imprese con rischio di credito elevato e devono quindi garantire rendimenti che permettano di remunerare tale rischio. Dato l’elevato rischio che le caratterizza, le obbligazioni *high yield (HYB)* possono essere assimilate a capitale “ibrido” poiché presentano caratteristiche contrattuali proprie dell’investimento obbligazionario ma, allo stesso tempo, il loro profilo di rischio-rendimento le rende per certi aspetti simili a titoli azionari.”



Categorie:

- **HYB zero coupon**
- **HYB step up o multi coupon**
- **HYB extendable reset**

Capitale intermedio

Il ricorso a obbligazioni ad alto rendimento obbliga l'emittente al rispetto di una serie di **clausole contrattuali (covenant)**, volte a **tutelare gli obbligazionisti** in caso di dissesto dell'emittente

- 1. Financial covenant** → Impedimento del peggioramento delle condizioni finanziarie dell'emittente a danno degli obbligazionisti
- 2. Asset-related covenant** → Tutela del patrimonio, che costituisce la principale garanzia dell'obbligazionista

Esempi di covenant:

- Limiti all'indebitamento e alla distribuzione di dividendi
- Subordinazione
- Clausola negative pledge
- Limiti alla vendita dell'attivo patrimoniale e alle operazioni di finanza straordinaria
- Clausola cross-default
- Opzione call
- Opzione put
- Opzione claw back

Capitale intermedio

Motivazioni per giustificare il ricorso a HYB:

- ✓ La necessità di **rimborsare il debito bancario** e ridurre l'esposizione verso il sistema bancario
- ✓ La **riduzione del costo medio ponderato del capitale**
- ✓ Il **finanziamento** di **operazioni di finanza straordinaria** e **riassetto societario**
- ✓ La **creazione di valore economico** attraverso l'implementazione di strategie di business aggressive

Inoltre, la diffusione delle HYB ha consentito **l'accesso ai mercati obbligazionari anche alle medie imprese.**



Indice degli argomenti

1. **Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
2. **Capitale di rischio**
3. **Capitale intermedio**
4. **Capitale di debito a medio-lungo termine**
5. **Finanziamenti strutturati**
6. **Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
7. **Conclusioni**

Capitale di debito a medio-lungo termine

1) MUTUI

“Il mutuo è un prestito monetario a prorata scadenza con il quale il beneficiario si obbliga alla restituzione periodica di quote del capitale mutuato, con l’aggiunto di interessi”

- Le aziende fanno ricorso al mutuo per far fronte a **investimenti a utilità prorata**
- L’istituto che concede il mutuo richiede spesso **adeguate garanzie**, come ad esempio:
 - Ipoteche su immobili
 - Delegazioni tributarie
 - Fidejussioni e avalli
 - Privilegi speciali
- Le modalità di restituzione del finanziamento sono definite nel **piano di ammortamento**, il quale può prevedere:
 - La facoltà di rimborso in ogni momento o in momenti prestabiliti
 - La restituzione accelerata nei primi anni, oppure il contrario
 - Quote di rimborso costanti o decrescenti
- **Costo del mutuo** = **tasso implicito** nel piano di ammortamento + **commissione** in caso di estinzione anticipata

Capitale di debito a medio-lungo termine

2) OBBLIGAZIONI

“Le obbligazioni costituiscono uno strumento per la raccolta di capitale di prestito a medio-lungo termine presso il pubblico”

- **Costo** delle **obbligazioni** = saggio di **rendimento** nominalmente **dichiarato** + **commissione bancaria** di sportello + **commissione** all'eventuale **consorzio di garanzia**
- Il **prezzo di emissione può** essere **inferiore al valore nominale**
- Obbligazioni con possibilità di rimborso anticipato da parte dell'azienda = **obbligazioni callable**
- Obbligazioni con facoltà di richiedere il rimborso anticipato da parte degli investitori = **obbligazioni puttable**
- **Obbligazioni indicizzate:**
 - a tasso variabile \longrightarrow oggetto di indicizzazione = INTERESSI
 - a rimborso indicizzato \longrightarrow oggetto di indicizzazione = RIMBORSO
 - a indicizzazione mista \longrightarrow oggetto di indicizzazione = INTERESSI, RIMBORSO

Capitale di debito a medio-lungo termine

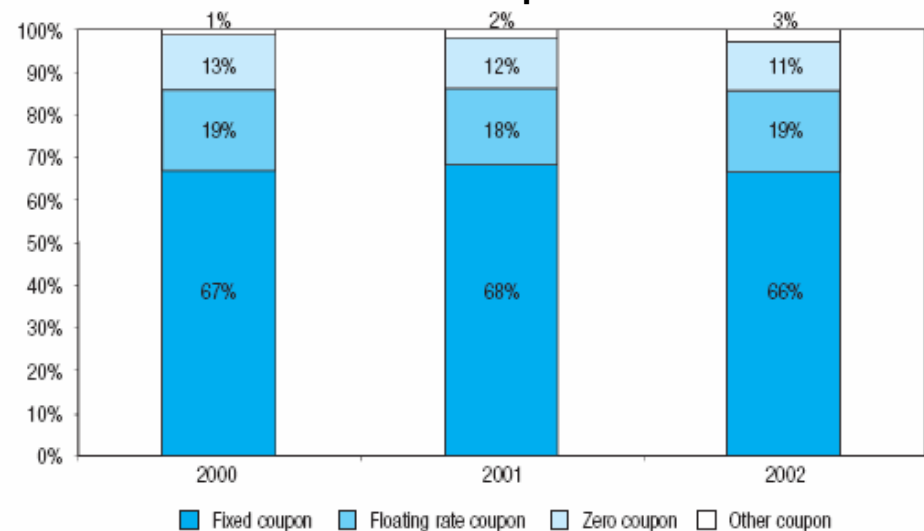
3) EUROBOND

“Gli eurobond sono titoli obbligazionari di lungo termine emessi su mercati finanziari internazionali in una valuta diverso rispetto a quello del Paese di origine dell'emittente. Si tratta di obbligazioni offerte simultaneamente su più mercati, ma denominate in una singola valuta, collocate soprattutto al di fuori del mercato della moneta nella quale sono denominate.”

Principali caratteristiche:

- Durata compresa tra 1 e 5 anni
- Cedola corrisposta trimestralmente, semestralmente o annualmente
- Titoli unsecured
- La maggior parte degli scambi avviene su mercati over-the-counter
- Quasi sempre sono titoli al portatore (bearer bonds)
- Eurobond \neq Obbligazioni estere

Ripartizione degli eurobond per tipologia di remunerazione periodica



Fonte: Bondware

Capitale di debito a medio-lungo termine

Floting Rate Notes

“Le floating rate notes sono titoli di debito dell’euromercato a cedola variabile con scadenze generalmente a medio-lungo termine.”

FRN convertibili	Al sottoscrittore di FRN convertibili in obbligazioni è lasciata la possibilità, a ogni data in cui vengono corrisposti gli interessi ed entro un certo periodo dall’emissione, di convertire i propri titoli in obbligazioni a cedola fissa della stessa istituzione che ha emesso le FRN. La limitata diffusione di questa categoria di FRN è sicuramente dettata dal fatto che la trasformazione a reddito fisso è spesso apparsa troppo rischiosa agli occhi dei tipici sottoscrittori di questa attività. Non bisogna infatti dimenticare che si tratta di un titolo di tipo «conservativo», che bene si adatta alle esigenze di coloro che desiderano ridurre l’esposizione al rischio di Interesse dei propri portafogli. Una conversione in obbligazioni a tasso fisso, soprattutto in periodi di considerevole volatilità dei tassi, costituisce una manovra in aperto contrasto con la logica di acquisto di questo tipo di attività finanziarie.
Drop-lock bond	Si tratta di comuni FRN che vengono automaticamente trasformate in obbligazioni a cedola fissa quando un certo tasso-indice di riferimento scende al di sotto di un valore predefinito. È evidente che questo tipo di attività finanziarie non lascia al sottoscrittore alcuna facoltà di decidere il momento della conversione, alla quale egli non si può in alcun modo opporre.
FRN cum warrant	Si tratta di FRN con un warrant che dà la possibilità al sottoscrittore, alla scadenza del titolo o nel corso della sua vita, di trasformare lo stesso in un altro documento; si può trattare di altre obbligazioni, talvolta convertibili, con caratteristiche diverse dalle FRN, ma anche di azioni ordinarie.

Capitale di debito a medio-lungo termine

4) MEDIUM TERM NOTES (MTN)

“Le MTN sono un tipo di debito finanziario collocato attraverso il canale privato, diffusosi inizialmente per coprire le scadenze tra gli strumenti di finanziamento a breve e le obbligazioni di lungo termine.”

- Le MTN sono offerte in via continuativa o intermittente agli investitori da intermediari finanziari nel ruolo di banche agenti
- Ciascuna emissione all'interno del programma è di norma offerta per importi contenuti ma con frequenza non sporadica
- Collocamento = “mirato” e non standard
- Maggiore flessibilità, ma minore grado di liquidità

Capitale di debito a medio-lungo termine

5) LINEE DI CREDITO STAND-BY, EVERGREEN, BID LINE E DI GRUPPO

“Le linee di credito sono caratterizzate dalla messa a disposizione da parte normalmente di un pool di banche di un determinato ammontare di capitale, utilizzabile secondo modalità prestabilite in una o più soluzioni.”

- Linee di credito stand-by

L'apertura di una linea di credito stand-by costituisce un finanziamento di ammontare massimo predeterminato, con facoltà di utilizzo ripetuto nel tempo, anche per ammontari parziali, per durate di prelievo solitamente comprese tra 1 e 6 mesi.

- Linee di credito evergreen

La linea di credito evergreen trae la denominazione dalle caratteristiche di flessibilità che la connotano e in particolare dal fatto che la scadenza non è prestabilita. Al prenditore di fondi è accordata la disponibilità di un importo massimo prestabilito, nei limiti del quale egli può attingere diverse volte senza che ogni prelievo debba essere preceduto dal rimborso delle somme già utilizzate.

Capitale di debito a medio-lungo termine

- Linee di credito bid line

La linea di credito bid line è un finanziamento strutturato in base a un particolare meccanismo composito in parte ad asta e in parte simile al normale stand-by.

- Linee di credito di gruppo

La linea di credito di gruppo (*umbrella facility*) è una forma di finanziamento rivolto a un gruppo aziendale la cui durata oscilla generalmente tra 1 e 5 anni.

- Linee di credito swing line

La linea di credito swing line è una linea di credito di gruppo con le caratteristiche di una stand-by concessa a una holding finanziaria affinché questa la ponga a disposizione di tutte le società controllate domestiche.



Indice degli argomenti

1. **Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
2. **Capitale di rischio**
3. **Capitale intermedio**
4. **Capitale di debito a medio-lungo termine**
5. **Finanziamenti strutturati**
6. **Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
7. **Conclusioni**

Finanziamenti strutturati

“I **finanziamenti strutturati** sono finanziamenti **non standard** la cui erogazione si basa principalmente sull’analisi dei flussi di cassa derivabili da **progetti di investimento enucleati dalla gestione aziendale** o da **specifici asset**”

1) LEVERAGED BUYOUT

“Il leveraged buyout è l’acquisizione di un’impresa da parte di soggetti che raccolgono gli importi necessari per effettuare l’operazione attraverso debiti. Questi ultimi sono contratti da una società (detta *newco*) costituita ad hoc dagli acquirenti. In un secondo momento, la *newco* e l’impresa acquisita si fondono creando una nuova società i cui flussi di cassa vengono utilizzati per il servizio del debito della *newco*. Le risorse raccolte vengono rimborsate innanzitutto attraverso i flussi di cassa generati dalla società acquisita.”

Finanziamenti strutturati

2) LEASING

“Il leasing è un contratto atipico, in quanto non regolamentato dal codice civile. In esso una parte (il conduttore) assume in locazione dalla seconda parte (la società di leasing) un certo bene, impegnandosi a corrispondere per un determinato periodo di tempo un canone di locazione. L'operazione è così strutturata: l'azienda locataria sceglie un bene necessario alla propria gestione; mancandole i mezzi per l'acquisto, si rivolge alla società di leasing, che lo acquista e lo consegna all'azienda locataria. Alla scadenza prestabilita, l'azienda può scegliere se divenire proprietaria del bene pagando un valore residuo oppure restituirlo alla società di leasing. In quest'ultimo caso la società di leasing consegna il bene a un acquirente o al nuovo locatario.”

Leasing finanziario

- ✓ Nessun interesse “operativo” del locatore per il bene
- ✓ Locatore è intermediario finanziario
- ✓ Manutenzione e assistenza a carico del locatario

Leasing operativo

- ✓ No cessione del bene locato a fine periodo
- ✓ Società di leasing è spesso anche la società produttrice del bene
- ✓ Manutenzione e assistenza a carico della società di leasing

Finanziamenti strutturati

- ❑ **Lease-back** → società di leasing acquista il bene dal proprietario originario il quale a sua volta riprende in leasing il bene dalla società di leasing
- ❑ **Leasing immobiliare** → utilizzato esclusivamente a fronte di operazioni inerenti a beni immobili

Componenti di costo del leasing

- quote di **ammortamento** del bene
- **interessi** sul capitale investito
- **commissioni** da corrispondere alla società di leasing per il servizio offerto
- **oneri fiscali**

Finanziamenti strutturati

3) PRESTITI SINDACATI

“Un prestito sindacato o in pool è una forma di credito in cui un gruppo di istituzioni creditizie accorda a un mutuatario – di norma imprese di medie e grandi dimensioni – la concessione di un prestito o di una linea di credito.”



Prestito in pool (*term loans*)

Aperture di linee di credito in pool

Vantaggi dei prestiti sindacati **per le aziende**

- ✓ Possibilità di far fronte a ingenti fabbisogni finanziari
- ✓ Possibilità di collocare importi elevati anche quando il mercato dei capitali non lo consente
- ✓ Possibilità di consolidare a medio termine il debito a breve termine
- ✓ Negoziabilità sul mercato secondario

Vantaggi dei prestiti sindacati **per i finanziatori**

- ✓ Diversificazione del portafoglio di prestiti bancari
- ✓ Condivisione del rischio d'insolvenza con altre banche
- ✓ Accesso al finanziamento di aziende altrimenti difficili da raggiungere
- ✓ Incasso di commissioni per la partecipazione al pool

Finanziamenti strutturati

4) PROJECT FINANCING

“Il project financing può essere definito come una tecnica di finanziamento di progetti a elevata intensità di capitale che inverte lo schema classico relativo alla concessione di un credito. I creditori accettano che le fonti per il rimborso dei debiti siano principalmente i flussi monetari generati dall'investimento stesso e che la garanzia sia rappresentata dalle attività che ne fanno parte. Perciò oggetto d'indagine da parte dei creditori è in via preliminare la fattibilità e la redditività del progetto.”

Tre importanti **differenze con le altre modalità di finanziamento all'impresa**:

- ✓ Nelle operazioni di finanziamento tradizionale il rimborso del debito e degli interessi dipende dai **flussi di cassa generati dalla gestione aziendale** nel suo **complesso**, mentre nel caso di project financing è funzione esclusivamente dei **flussi di cassa generati dal progetto**
- ✓ In caso di insolvenza i **terzi creditori** possono rivalersi su **tutto l'attivo aziendale** quando abbiano prestato denaro all'azienda senza vincolarlo a una destinazione specifica; possono invece rivalersi esclusivamente sulle **attività legate al progetto** in caso di project financing
- ✓ I finanziamenti di tipo tradizionale, quando anche vengano raccolti in vista della realizzazione di uno specifico investimento, si vanno a confondere tra le altre passività aziendali, secondo la logica per cui la **totalità del passivo aziendale finanzia la totalità dell'attivo**. I progetti finanziati secondo la logica qui esposta generano invece una **correlazione necessaria e diretta tra le attività e le passività** volte a finanziarle.

Finanziamenti strutturati

Benefici offerti dal project financing:

- ✓ Consente di vincolare l'utilizzo discrezionale dei flussi di cassa
- ✓ Consente alle aziende a bassa redditività di raccogliere debito addizionale per progetti specifici
- ✓ Consente di isolare le attività dell'impresa dal rischio del progetto finanziato
- ✓ Aumenta le opportunità d'investimento disponibili sui mercati finanziari e il loro grado di completezza

Rischi coinvolti:

- ✓ Elevato rischio, derivante da:
 - Ritardi nella pianificazione dell'opera
 - Ritardi ed errori nel processo di costruzione
 - Variazioni della configurazione del mercato dell'output prodotto dall'infrastruttura
 - Variazioni del sistema macro-economico

Stabilizzazione dei costi e ricavi del progetto:

- ✓ Contratti con i fornitori → Clausola *put or pay*
- ✓ Contratti con i clienti → Clausola *take or pay*

Finanziamenti strutturati

Attori principali di un'operazione di project financing

Special Purpose Vehicle (SPV): Una caratteristica delle operazioni di project financing è la costituzione di una società a cui faccia capo il progetto (da un punto di vista legislativo, contabile e finanziaria), le cui uniche attività sono quelle dell'infrastruttura da costruire.

Sponsor: Si tratta di uno o più soggetti o enti interessati a una particolare iniziativa economica che apportano o garantiscono il capitale di rischio e sono attivamente coinvolti non solo nell'ideazione dell'iniziativa, ma anche, se non soprattutto, nell'organizzazione del complessivo piano di finanziamento.

Appaltatori (contractor): Soggetti ai quali viene demandata la realizzazione del progetto.

Banche: Hanno principalmente il compito di fornire i finanziamenti di concerto con quelli concessi da altri finanziatori quali i fornitori degli input, i futuri acquirenti dell'output, gli appaltatori ecc.

Finanziamenti strutturati

- Advisor:** Figura chiave nelle fasi iniziali. Nella sua attività sono compresi gli studi preliminari sulla fattibilità del progetto, la redazione dei piani finanziari nei quali si analizzano approfonditamente variabili chiave come i tassi di interesse, il rischio di variazione dei tassi di cambio e dei tassi di inflazione.
- Consulenti tecnici:** Vengono selezionati dagli sponsor o dagli advisor, ed è richiesto loro di fornire pareri indipendenti sulla fattibilità del progetto.
- Pubblica amministrazione:** Quando il progetto riguarda la realizzazione di infrastrutture o altre opere di pubblica utilità, il suo intervento è determinante.
- Agenzie internazionali:** Nei paesi in via di sviluppo i progetti possono essere finanziati – anche congiuntamente – dalla Banca Mondiale, dalla Società di Finanza Internazionale e dalle diverse agenzie Regionali di Sviluppo.
- Fornitori e acquirenti:** I fornitori di materie prime, oltre a garantire la fornitura degli input necessari al progetto, forniscono anche i servizi di assistenza e possono partecipare al capitale di rischio della SPV. Gli acquirenti del prodotto finale garantiscono l'acquisto del prodotto finale e a volte possono fornire dei finanziamenti in conto anticipi alla SPV.

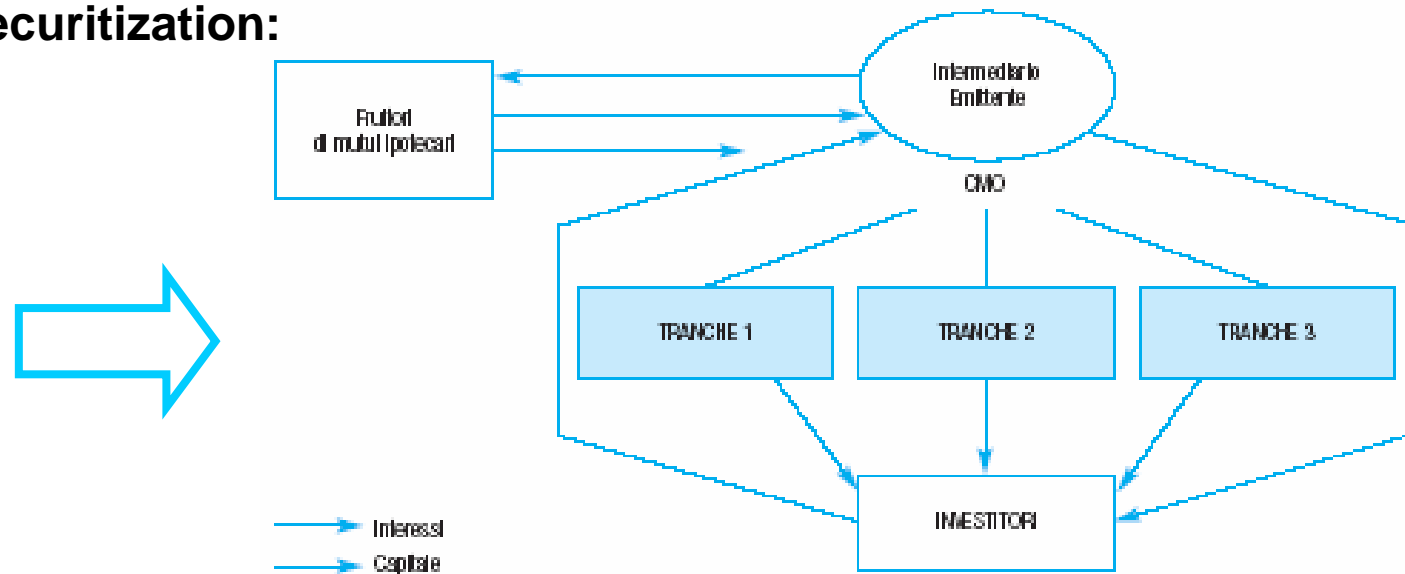
Finanziamenti strutturati

5) SECURITIZATION E COLLATERALIZED MORTGAGE OBLIGATIONS (CMO)

“La securitization (cartolarizzazione) consiste nella trasformazione di elementi dell’attivo patrimoniale in titoli negoziabili sui mercati finanziari. Essa prevede sempre la costituzione di un pool di elementi dell’attivo e la successiva emissione, a fronte di tale pool, di titoli (denominati *asset backed securities*, ABS) che saranno poi venduti al pubblico degli investitori per il tramite di uno *special purpose vehicle* (SPV).”

Un esempio di securitization:

La struttura di un'emissione di Collateralized Mortgage Obligations (CMO)





Indice degli argomenti

1. **Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
2. **Capitale di rischio**
3. **Capitale intermedio**
4. **Capitale di debito a medio-lungo termine**
5. **Finanziamenti strutturati**
6. **Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
7. **Conclusioni**

Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti

“Il **rating** è una **opinione** data dalle agenzie di rating:

- sulla **capacità** e sulla **volontà** dell'emittente di **rimborsare** il proprio **debito**
 - sulla **probabilità di insolvenza** dell'emittente.”

- ✓ Le agenzie di rating valutano qualsiasi tipo di titoli di debito indipendentemente dall'emittente, sia questa una **società di capitali**, uno **stato sovrano**, un **ente sovranazionale** o una **municipalità**
- ✓ Le agenzie di rating sono **indipendenti** l'una dall'altra e da qualsiasi altro tipo di istituzione operante nel mercato mobiliare, quali banche, intermediari, investitori o società emittenti
- ✓ Le agenzie che effettuano rating sono di **due** tipi:
 - Le società di informazione commerciale che forniscono analisi e giudizi sulla futura solvibilità delle società al fine di vendere queste informazioni a chiunque ne faccia richiesta
 - Società che svolgono analisi simili direttamente su richiesta degli enti emittenti e i cui risultati sono pubblicamente diffusi

Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti

Come si determina il grado di affidabilità?

Obiettivo

Fornire una previsione sul comportamento futuro di un soggetto economico, risultato al quale si perviene tramite l'analisi di dati passati, della situazione presente, ma anche e soprattutto tramite proiezioni dei dati futuri

Processo

- Continui incontri tra società di rating e management della società emittente
- Dati (qualitativi e quantitativi) utili all'analisi:
 - ✓ Documenti previsionali contabili e finanziari
 - ✓ Piani di spesa
 - ✓ Strategie di marketing
 - ✓ Rischi principali e opportunità di crescita dell'emittente
- Il risultato finale è un giudizio sintetico → confrontabilità
- Il rating è il frutto della decisione collettiva del team
- Il rating riflette un giudizio "dinamico"
- Terminata la valutazione, il risultato del rating viene diffuso al pubblico

Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti

Scale di rating

Lungo termine

Moody's	S&P	Fitch
Aaa	AAA	AAA
Aa	AA	AA
A	A	A
Baa	BBB	BBB
Ba	BB	BB
B	B	B
Caa	CCC	CCC
Ca	CC	CC
C	C	C
	D	DDD
		DD
		D

Investment grade

Speculative grade

Breve termine

Moody's	S&P	Fitch
P.1	A	F1+
	A.1	F1
P.2	A.2	F2+
	A.3	F2
P.3	B	F3+
N.P.	C	F3
	D	F4

Investment grade

Speculative grade

Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti

Significato delle diverse classi di rating

AAA	Le emissioni sono considerate della migliore qualità. Comportano il minimo rischio possibile. I pagamenti di interessi e il rimborso di capitale sono garantiti da margini stabili e sicuri.
AA	Le emissioni sono considerate di alta qualità sotto tutti i punti di vista. Insieme al primo gruppo costituiscono l'insieme dei titoli noti come «a standard elevato» (<i>high grade</i>). Sono inserite in una classe inferiore perché i margini di protezione non sono altrettanto ampi rispetto alla prima categoria.
A	Le emissioni posseggono numerose caratteristiche favorevoli e devono essere considerate come investimenti di qualità medio-alta. I margini di sicurezza relativi al pagamento di interessi e capitale sono ritenuti adeguati.
BBB	Le emissioni sono considerate di medio livello, ovvero non sono né altamente rischiose, né completamente prive di rischio. Insieme al gruppo precedente rappresentano l'insieme dei titoli «a standard medio» (<i>medium grade</i>).
BB	Si ritiene che le emissioni presentino aspetti speculativi. Il loro futuro, soprattutto nel medio lungo termine, potrebbe non essere considerato come certo. I margini di protezione di interessi e capitale potrebbero essere moderati.
B	Si ritiene che a queste emissioni manchi una parte delle caratteristiche che dovrebbe avere un investimento sicuro. I margini a garanzia del pagamento di interessi e capitale nel medio-lungo periodo potrebbero essere limitati. Insieme alla categoria precedente costituisce l'insieme dei titoli «speculativi».
CCC	Emissioni dallo standing limitato. Ci potrebbero essere elementi di pericolo in riferimento ai pagamenti di interessi o di quote di capitale.
CC	Emissioni altamente speculative e rischiose. Si tratta di titoli spesso in ritardo nel pagamento di interessi e/o quote di capitale.
C	Emissioni i cui interessi non vengono attualmente corrisposti.
D	Emissioni che non ricevono pagamenti di alcun tipo.

Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti

Vantaggi

Per gli **investitori**

- Disponibilità di informazioni di elevatissima credibilità a costo nullo

Per gli **emittenti**

In caso di giudizio positivo

- Ottenere credibilità senza rendere pubbliche informazioni riservate
- Maggiore facilità di collocamento dei propri titoli
- Possibilità di abbassamento del costo del capitale

Per il **mercato nel suo complesso**

- Maggiore disponibilità di informazioni
→ ↑ Efficienza del mercato



Indice degli argomenti

1. **Alternative di finanziamento a lungo termine nel panorama italiano: una classificazione**
2. **Capitale di rischio**
3. **Capitale intermedio**
4. **Capitale di debito a medio-lungo termine**
5. **Finanziamenti strutturati**
6. **Rating e valutazione di affidabilità creditizia degli emittenti**
7. **Conclusioni**

Conclusioni

- ❑ All'origine delle scelte attuate dalle imprese circa le fonti di finanziamento vi è sempre un fabbisogno finanziario, ovvero un saldo negativo fra entrate e uscite
- ❑ Le scadenze delle forme di finanziamento dovrebbero coincidere con quelle degli impieghi che hanno originato il fabbisogno
- ❑ Le scelte circa le forme di finanziamento trovano un vincolo nel rapporto fra mezzi di terzi e mezzi propri
- ❑ In questo capitolo sono stati presentati gli strumenti più diffusi relativi a tre categorie di finanziamento a lungo termine: strumenti di debito, capitale azionario e capitale intermedio
- ❑ Inoltre, è stato introdotto il concetto di finanziamento strutturato, con esempi come:
 - Leasing finanziario
 - Operazioni di sindacazione
 - Leveraged buyout
 - Project financing
 - Securitization
- ❑ È sempre più diffuso il ricorso al rating sui mercati finanziari internazionali
- ❑ Il rating è un'opinione sulla capacità dell'emittente di rimborsare il proprio debito e sulla probabilità di insolvenza dell'emittente