

GLI STRUMENTI DI DEBITO

EMM A - Lezione 4

Prof. C. Schena – Università dell'Insubria

TITOLI DI DEBITO: le tipologie.

- Emittenti: pubblici e privati
- Strumenti di indebitamento: mercato monetario (b.t) e finanziario (m.l.t.)
 - **Obbligazioni:**
 - titoli di Stato (Bot, Ctz, BTp e CcT);
 - obbligazioni ordinarie private (imprese finanziarie e non finanziarie);
 - **Altri strumenti:**
 - obbligazioni convertibili e *cum warrant (equity related)*
 - Obbligazioni strutturate
 - ABS (asset backed securities)= cartolarizzazione di crediti (tit. con rating se indirizzati al pubblico); MBS (mortgage backed securities) = securitisation di mutui ipotecari
 - strumenti di *near capital* (innovativi, ibridi e subordinati)
 - accettazioni bancarie, PCC, CF (strumenti mercato monetario)
 - Titoli di Poste Italiane

STRUMENTI OBBLIGAZIONARI

Le obbligazioni: caratteristiche generali

- Titoli di credito
 - generalmente al portatore; emessi in massa (fungibilità)
- Titoli complessi
 - diritto principale alla restituzione del capitale (mantello): “alla pari” (rimborso val. nominale)
 - diritti accessori: cedole o differenza tra P acquisto e P rimborso (titoli *zero-coupon*)
- Grado di privilegio
 - se non stabilito diversamente dalla delibera di emissione, gli obbligazionisti sono chirografari

Caratteristiche tecniche:

- Il valore nominale
- Il taglio minimo sottoscrivibile
- Il tasso nominale (interesse % / valore nom.)
 - fisso;
 - variabile: predeterminato o indicizzato
- Le modalità di estinzione
 - Ordinarie: a scadenza (zero-coupon); rimborso progressivo (estrazione; riduzione valore nominale)
 - Straordinarie (rimborso anticipato; acquisto su mk)
- La durata: massima (contrattuale sino a scadenza), minima, media.
- Il prezzo di rimborso (valore del titolo)

Indicizzazione finanziaria

- Elementi di variabilità (del capitale, o delle cedole o di entrambi), che modificano il rendimento del titolo adeguandolo ai tassi di mercato
 - Adeguamento del valore dei flussi di cassa del titolo alle variazioni di uno o più parametri
 - Finalità: annullare le variazioni di prezzo attribuibili alle variazioni di tassi

Le tipologie di indicizzazione finanziaria

- In relazione al tipo di indice prescelto
 - Finanziaria (di mercato monetario: euribor, tasso BOT, ecc; di mercato finanziario (rendistato, rendiob, equity, index, ecc.)
 - Valutaria (indici rappresentativi di rapporti di cambio, ad esempio euro/dollaro). *((attenzione: diverso da titoli in valuta))*
 - Reale (indice di variazione dei prezzi)
- In relazione al procedimento con cui i parametri vengono agganciati al capitale e/o agli interessi
 - indicizzazione completa o piena
 - indicizzazione parziale (più usata), con adeguamento proporzionale o non all'indice, con floor (val. nom. minimo garantito) o meno, ecc.

Esempio di calcolo della durata (esercitazioni)

Un prestito obbligazionario emesso il 1.1.2001 con scadenza 31.12.2004 prevede un piano di rimborso progressivo secondo cui alla fine di ogni anno l'emittente procede al rimborso di una parte del quantitativo emesso (25% del valore nominale il 31.12.2001, il 25% il 31.12.2002, il 25% del valore nominale il 31.12.2003 e il 25% del valore nominale il 31.12.2004). Quindi:

Durata minima = 1 anno

Durata massima = 4 anni

Durata media = 2 anni e 182 giorni, ossia

$$25 \times 1 + 25 \times 2 + 25 \times 3 + 25 \times 4$$

$$\text{-----} = 2,5$$

$$100$$

Il rendimento effettivo ex-ante dei titoli obbligazionari con cedole (esercitazioni)

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} + \frac{V}{(1+r)^n}$$

- P = prezzo
- V = valore di rimborso
- C = cedola periodica
- n = numero cedole
- r = rendimento effettivo a scadenza (*yield to maturity*) che eguaglia alla somma investita il valore attuale dei flussi di pagamenti futuri

Esempio 1 (esercitazioni)

Qual è, in regime di capitalizzazione composta, il tasso di rendimento a scadenza del seguente titolo?

- prezzo di mercato: 101
- cedola (pagata semestralmente): 10%
- durata: 2 anni

$$101 = 5/(1+i)^{0.5} + 5/(1+i)^1 + 5/(1+i)^{1.5} + 105/(1+i)^2$$

$$i = 9,5\%$$

Il rendimento effettivo ex-ante dei titoli zero-coupon (esercitazioni)

$$P = \frac{V}{(1 + r_n)^n}$$

$$r_n = (V / P)^{1/n} - 1$$

dove:

- P = prezzo del titolo;
 - V = valore di rimborso o di vendita;
 - r_n = tasso di rendimento effettivo;
 - n = periodo di detenzione.
- il rendimento effettivo (*yield to maturity*) ex-ante è il tasso che eguaglia alla somma investita (P) il flusso futuro relativo al rimborso del capitale (V).

Esempio 2 (esercitazioni)

- Si calcoli il rendimento effettivo percentuale a scadenza, in ipotesi di capitalizzazione composta del seguente *zero coupon bond*:
 - durata : 5 anni
 - prezzo di sottoscrizione : 60
 - valore di rimborso: 100
- $i = (100/60)^{1/5} - 1 \cong 11\%$

Titoli di Stato

- Tipologie
- Aspetti fiscali: ritenuta alla fonte 12,5%
- Modalità di emissione: sistema ad asta
- Modalità di contrattazione: MTS -
Mercato secondario all'ingrosso con
sistema di negoziazione telematico
(vedremo in seguito)

Titoli di Stato: tipologie

- Mercato monetario: **BOT**
- Mercato finanziario:
 - **CTZ**
 - **BTP**
 - **CCT**

I Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)

- Titoli a breve termine, *zero-coupon*
- Titoli al portatore
- Scadenze: 3, 6 e 12 mesi
- Taglio minimo: mille euro
- Emissione: inferiore alla pari secondo un sistema ad asta competitiva
- Prezzo di rimborso: 100 di valore nominale
- Rendimento: differenza tra il prezzo di rimborso e quello di emissione rapportato alla durata (tassazione 12,5% all'emissione)
- Quotazione di diritto in Borsa Valori (MOT)
- Trattati sul circuito telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato (MTS), per importi minimi definiti

I Certificati del Tesoro a tasso zero **(CTZ)**

- Emessi solo dal 1995 (scadenza intermedia della curva dei rendimenti)
- Titolo al portatore biennale privo di cedola (*zero-coupon*)
- Rendimento: differenza tra prezzo di emissione e valore di rimborso (ritenuta fiscale del 12,5% sullo scarto)
- Taglio minimo: mille euro
- Emissione: sistema dell'asta marginale
- Quotazione di diritto in Borsa Valori (MOT)
- Trattati sul circuito telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato (MTS), per importi minimi definiti

I Buoni del Tesoro poliennali (BTP)

- Titoli a medio-lungo termine
- Scadenze: 3, 5, 10, 30 anni
- Vengono emessi al portatore
- Tasso *fisso* con cedola semestrale prestabilita al momento dell'emissione (tassazione 12,5% sullo scarto)
- Taglio minimo: mille euro
- Emissione: asta marginale
- Rimborso: unica soluzione a scadenza
- Quotati di diritto in Borsa Valori (MOT)
- Trattati sul circuito telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato (MTS), per importi minimi definiti

Certificati di Credito del Tesoro (CCT)

- Titoli di Stato a medio-lungo termine indicizzati (da 1977)
- Durata: sette anni
- Taglio minimo: mille euro
- Emissione: asta marginale
- Rendimento del titolo: *variabile* (tassazione 12,5%);
- Parametro di indicizzazione delle cedole:
 - rendimento lordo all'emissione dei Bot a sei mesi relativo all'asta tenutasi alla fine del mese precedente la decorrenza della cedola, maggiorato di uno *spread fisso* per l'intera durata del prestito
- Quotati di diritto in Borsa Valori (MOT)
- Trattati sul circuito telematico all'ingrosso dei Titoli di Stato (MTS), per importi minimi definiti

Titoli di Stato: modalità di emissione

- Caratteristiche definite per ciascuna emissione in base a Decreto Ministro del Tesoro
- Realizzate presso la Banca d'Italia con meccanismo d'asta (per diffusione dei titoli, costi contenuti e trasparenza del collocamento):
 - Asta competitiva
 - Asta marginale
- In base al TUIF, alle aste partecipano banche e Sim (italiane, comunitarie e extra-comunitarie), che operano in conto proprio e per conto terzi

Aste dei titoli di Stato

- **Modalità**
 - Invio telematico delle domande
- **Tipologie:**
 - **Asta competitiva**, utilizzata per BOT:
 - offerta di titoli: quantitativo definito, senza indicazione di P minimo (max e min accoglibile per evitare speculazioni)
 - domande: max 3 per partecipante con P diversi; si può modificare P entro un certo orario; importo min. 1,5 ml euro
 - titoli assegnati in base al *P indicato* dai singoli aggiudicatari, in ordine decrescente di P (entro quantitativo definito): P differenti per vari aggiudicatari
 - **Asta marginale**, utilizzata per BTP, CCT, CTZ:
 - offerta di titoli: quantitativo definito, senza indicazione di P minimo
 - domande: max 3 per partecipante con P diversi; importo min. 500.000 euro
 - titoli assegnati in base al P inferiore tra quelli offerti dagli aggiudicatari: stesso P per tutti gli aggiudicatari, quindi più oneroso
 - **DAL 7.10.2008: per evitare eccesso di volatilità** BTP e CCT asta marginale con fissazione discrezionale di importo e prezzo nel periodo annunciato dal 2° comunicato e all'interno di arco temporale definito

Titoli di debito di emittenti privati: alcune precisazioni

- possono essere raccolti sia sul mercato dei capitali che attraverso il ricorso al sistema bancario o finanziario
- presentano una durata ed un piano di restituzione predefiniti contrattualmente, ovvero la facoltà alla scadenza di convertire il debito in capitale proprio
- la remunerazione è stabilita a priori a tasso fisso o variabile
- gli oneri finanziari che scaturiscono dagli impegni assunti dall'emittente sono deducibili fiscalmente ai fini IRPEG
- Costo dell'emissione: costo organizzazione e collocamento; interessi passivi
- ritenuta = 12,5% se durata > 18m; 27% per scadenze inferiori

Titoli di debito di emittenti privati: principali tipologie

- Titoli di *mercato monetario* emessi da imprese (a differenza dei BOT, sono scarsamente liquidi per mancanza di ampi mk secondari):
 - accettazioni bancarie
 - PCC
 - CF
- Titoli di debito a *medio-lungo termine* emessi da imprese:
 - obbligazioni ordinarie
 - obbligazioni convertibili
 - obbligazioni *cum warrant*
 - strumenti ibridi
 - Innovazione finanziaria

STRUMENTI DI MERCATO MONETARIO



- Soddisfacimento esigenze finanziarie di breve termine
- il ricorso diretto al mercato implica capacità/necessità di reperimento di fondi di importo totale rilevante
- accesso più costoso e difficile al decrescere delle dimensioni e dell'expertise dell'impresa

Accettazione bancaria (AB)

- E' un titolo di credito (cambiale tratta) a b.t. (3-12 mesi)
- Altamente negoziabile grazie alla firma della banca (=obbligato principale): titolo circola attraverso la girata senza garanzia (pro-soluto) e ciò crea il presupposto per lo sviluppo del mercato secondario
- Taglio minimo: 50.000 euro (sino a 250.000 euro)
- AB non origina da un credito commerciale e quindi, in caso di insolvenza del traente, l'azione di regresso non trova oggetto su cui rivalersi: per questo la banca richiede al traente di costituire (pre-scadenza dell'AB) la provvista di fondi necessaria per estinguere l'obbligazione
- Le banche alimentano il mercato delle accettazioni bancarie, sia concedendo la firma ai traenti (al momento dell'emissione), sia supportando il traente nella negoziazione del titolo sul mercato secondario.
- La negoziazione sul mk assicura all'impresa la disponibilità dei fondi sino al momento della scadenza della tratta.
- **Ritenuta fiscale 27%: penalizza diffusione del titolo**

Polizza di credito commerciale (PCC)

- Diversa da AB, perché è una lettera di riconoscimento/di legittimazione di un debito a b.t. (1-3 mesi).
- La PCC è liberamente trasferibile; una fidejussione bancaria trasferibile garantisce il pagamento del debito ai portatori del documento (cessioni pro-soluto).
- L'impresa che emette PCC (a tasso fisso e scadenza determinata) è debitore nei confronti del soggetto che acquista PCC e da cui ottiene fondi in cambio di una remunerazione. La banca fidejubante non è obbligata principale (come invece accade nell'AB), ma garante.

Polizza di credito commerciale (PCC)

- Costo: tasso i al creditore (**ritenuta penalizzante 27%**) + commissione per fidejussione + commissione di negoziazione PCC (se a tal fine interviene un IF)
- Le PCC danno vita ad un mercato tra imprese e costituiscono uno degli strumenti di ottimizzazione della gestione della tesoreria delle imprese
- Se taglio è elevato (200.000 euro) si crea un mercato secondario (imprese, banche, fondi)

Le cambiali finanziarie (CF)

- Strumento di raccolta diretta a b.t. di risorse finanziarie sul mk, che consente all'impresa emittente di colmare i fabbisogni di liquidità
- Emissione consentita a:
 - soc. con titoli quotati;
 - altre società, se bilancio in utile da 3 esercizi e se emissione assistita da garanzia fidejussoria pari almeno alla metà del valore di rimborso
 - IF (escluse le banche, per motivi fiscali)
- Disciplina delle CF:
 - TUB '93, art.11 consente raccolta risparmio anche a soggetti non bancari
 - D.Lgs. N.43/94 disciplina la cambiale finanziaria
 - Delibera CICR '94 di attuazione

Le caratteristiche tecniche delle cambiali finanziarie

- La CF è un TITOLO DI CREDITO (titolo esecutivo) a breve termine, non garantito.
- Analogia con cambiali ordinarie:
 - incorpora il diritto di credito nel documento e questo lo rende facilmente cedibile. Per questo, all'estero e di recente anche in Italia, si sono sviluppati mercati secondari (che tuttavia necessitano di strumenti di controllo: *rating*).
- Differenze rispetto alle cambiali ordinarie:
 - la natura finanziaria delle CF (non sottostà una transazione commerciale)
 - la girata senza garanzia (esclude la responsabilità dei giranti e assicura la negoziabilità)

Le caratteristiche tecniche delle cambiali finanziarie

- Le CF sono emesse in serie (titolo di massa) su decisione del CdA;
- Possono essere collocate presso i privati (private placement) oppure offerte al pubblico (OPS); sono considerate valori mobiliari (disciplina dell'art.129 TUB = comunicazione preventiva alla Banca d'Italia, in caso di emissioni superiori a 50 ml di euro, e norme trasparenza; se sollecitazione al pubblico risparmio: anche disciplina Consob). Pertanto sono diverse dalle cambiali ordinarie e dalle PCC (strumento di finanziamento bilaterale)
- La DURATA è compresa tra 3 e 12 mesi
- Il TAGLIO MINIMO di ciascun certificato non può essere inferiore a 51.000 euro (investitori consapevoli)
- L'emissione avviene A SCONTO, ossia il prezzo di emissione è inferiore alla pari mentre il rimborso ha luogo al valore nominale.

Le caratteristiche tecniche delle cambiali finanziarie

- LIMITE AL TOT. CF:

CF + obbligazioni + certificati di investimento \leq Capitale + riserve

- COSTO: tasso i + commissione a IF per garanzia e per collocamento + imposta di bollo e di registro

- ritenuta fiscale 12,5% (favorevole rispetto altri strumenti a b.t.)

Prospettive per le CF

- DDL (arenato) per semplificare e incrementare emissioni di CF da parte di imprese non quotate *senza* garanzia bancaria, purché emittenti si dotino di *rating*; a tal fine il ddl prevedeva contributo in c/capitale del 50% del costo del rating per PMI che si dotino di sistemi di trasparenza (bilanci certificati, rating)

Le obbligazioni di emittenti privati

- **Esclusività** (sino al 31.12.2003)
 - l'emissione è consentita alle sole Spa e Sapa, previa deliberazione dell'assemblea straordinaria
- Riforma diritto societario: da 1.1.2004 emissione obb. ordinarie decise da **CdA**
- **Limite quantitativo** valido sino al **31.12.2003**:
 - max = ammontare del capitale versato ed esistente
- limite superabile nei seguenti casi:
 - garanzia ipotecaria su immobili della società
 - titoli di Stato a garanzia dell'eccedenza
 - ragioni di interesse nazionale
 - società quotate
 - banche

Le obbligazioni (segue)

- Riforma diritto societario da 1.1.2004:
 - a) Il **limite quantitativo** è pari a 2 volte capitale sociale + riserva legale + riserva disponibile ((consente maggiore leva finanziaria))
 - b) Tale limite è **superabile** se obbligazioni sottoscritte da investitori istituzionali. Nel caso di successiva cessione al mercato (investitori individuali), l'originario investitore istituzionale garantisce la solvibilità dell'emittente.
 - c) I punti a) e b) **NON** si applicano a:
 - Società quotate, se obbl. quotate in Borsa
 - Obbl. garantite ipoteca I grado su immobili emittente
 - Obbl. emesse per ragioni di interesse nazionale
 - Obbl. bancarie

Obbligazioni ordinarie: ulteriori precisazioni

- Per la generalità degli emittenti l'emissione di titoli a m.l.t. è soggetta anche alla disciplina pubblicistica:
 - comunicazione a **Bd'It** se importo >50 ml di euro (art. 129 TUB) e >150 ml di euro se emissione destinata alla quotazione o titoli già quotati;
 - informativa alla **Consob** e al mercato (prospetto informativo); le emissioni delle banche sono esentate, salvo che non ne sia richiesta la quotazione

Le obbligazioni (segue)

- Le obbligazioni bancarie seguono disciplina specifica (salvo convertibili dirette per le quali valgono le regole del cod. civile):
 - Emissioni decise da CdA e non da assemblea
 - Emissioni non sottoposte a limiti quantitativi (raccolta bancaria)
 - Tipologia emissioni differenziata in base a solidità della banca:
 - B. maggiori: emissioni rivolte al pubblico (taglio minimo 1.000 euro) – mercato retail -
 - B. minori: emissioni destinate a sottoscrittori consapevoli del maggior rischio (taglio minimo 10.000 euro) – mercato wholesale -

Le obbligazioni convertibili

Sono obbligazioni che oltre a tutte le caratteristiche che contraddistinguono le obbligazioni ordinarie, offrono al loro possessore la *facoltà di scegliere*, ad una scadenza predeterminata, se mantenere lo *status di creditore* della società (la stessa o 3° = **metodo diretto/indiretto**) continuando a percepire gli interessi periodici e avendo diritto al rimborso del capitale a scadenza, oppure se acquisire lo *status di azionista* **consegnando le obbligazioni in cambio di un numero di azioni prestabilito** all'atto dell'emissione sulla base del cosiddetto **rapporto di conversione**.

Le obbligazioni convertibili

- il detentore passa da un rapporto di mutuo (indebitamento) ad uno di partecipazione **senza alcun versamento in contanti**
- viene solitamente corrisposto un **tasso** di interesse nominale inferiore, a parità di condizioni, rispetto a quello corrisposto da obbligazioni ordinarie

I principali elementi che caratterizzano un prestito obbligazionario convertibile

- la convertibilità totale o parziale
- il metodo di conversione
- il periodo di conversione
- il rapporto o prezzo di conversione
- le caratteristiche economiche dell'emissione

L'emissione

- Le obbligazioni convertibili devono essere offerte in **prelazione** agli azionisti (della società le cui azioni sono oggetto di conversione) in proporzione al numero di azioni possedute: **Rapporto di sottoscrizione**
 - Se il rapporto di sottoscrizione è $2/5$ allora l'azionista che possiede 10.000 azioni avrà diritto a sottoscrivere 4.000 obbligazioni convertibili
- In caso di mancata sottoscrizione delle convertibili, l'azionista può **cedere l'opzione** a terzi

La conversione: modalità

- La conversione si realizza in relazione al ***rapporto di conversione*** definito al momento di emissione delle obbligazioni
 - Se il rapporto di conversione è pari a $1/2$, il possessore di 4.000 obbligazioni convertibili - esercitando la facoltà di conversione - ottiene 2.000 azioni di compendio
- Dal rapporto di conversione si determina il **prezzo di conversione delle azioni di compendio**
 - Se il rapporto di conversione è pari a $1/2$ e il valore nominale delle obbligazioni convertibili è di 5 euro, il prezzo di conversione delle azioni è di 10 euro (Hp. conversione totale)

La conversione: i tempi

- Il periodo di conversione definisce l'intervallo di tempo durante il quale il possessore della convertibile può **esercitare la facoltà** di conversione
 - La prassi prevalente negli anni Ottanta consisteva nel fissare periodi limitati di conversione (1-2 mesi all'anno)
 - Attualmente si assiste alla tendenza opposta, fino ad arrivare a emissioni con facoltà di conversione **continua**

Procedimento di emissione

Diretto --> azioni dell'emittente la convertibile

- azioni proprie in circolazione
- azioni nuove di futura emissione

Indiretto --> azioni di un'altra società

- azioni in circolazione
- azioni nuove emesse contestualmente
- azioni nuove di futura emissione

Le principali funzioni economiche

- Raccolta di fondi a condizioni vantaggiose per l'emittente
- Smobilizzo di azioni proprie / di terzi
- Riequilibrio struttura finanziaria dell'emittente / di terzi

Le obbligazioni cum warrant

- Sono obbligazioni che oltre a tutte le caratteristiche che contraddistinguono le obbligazioni ordinarie, offrono al loro possessore la facoltà di acquisire, entro una data scadenza e ad un prezzo predeterminato, un certo numero di azioni (o di altri strumenti finanziari) contro la consegna del warrant ("buono di acquisto") che incorpora tale diritto ed il pagamento di una somma pari al prezzo di esercizio prestabilito moltiplicato per il numero delle azioni acquisibili.

(segue)

- Il *warrant* è in genere **staccabile** dall'obbligazione e può essere oggetto di negoziazione separata
- Dopo lo "stacco" del warrant **l'obbligazione rimane in circolazione** (diversamente dall'obbligazione convertibile).
- possono coesistere sul mercato tre diverse categorie di investitori:
 - il possessore dell'obbligazione provvista di *warrant*
 - il possessore dell'obbligazione priva di *warrant*
 - il possessore del solo *warrant*

Aspetti salienti

- Procedimento di emissione
 - **diretto** vs. **indiretto**
- Facoltà connessa all'esercizio del warrant
 - **acquisto** (azioni già emesse)
 - **sottoscrizione** (azioni di nuova emissione)
- Il titolare del warrant che **esercita l'opzione** è tenuto ad effettuare un **investimento aggiuntionale** ...
- ... e non una mera opzione di sostituzione (come il titolare dell'obbligazione convertibile)

(segue)

- Non esiste una disciplina organica delle obbligazioni *cum warrant*
 - è possibile l'emissione sotto la pari
 - non (sempre) sono offerte in prelazione agli azionisti
 - non esiste una tutela specifica dei portatori di obbligazioni con *warrant*
- La funzione economica è la medesima delle obbligazioni convertibili

Strumenti ibridi

- Forme di “near capital” (“quasi capitale”)
- Clausola di **subordinazione** = postergazione del rimborso rispetto a creditori non subordinati (ma prima degli azionisti)
- Forme tecniche: certificati di deposito, obbligazioni ordinarie, obbligazioni irredimibili, ecc.
- Molto utilizzati dalle banche

Il ranking nelle priorità di rimborso (priorità decrescente):

⇓	CREDITORI PRIVILEGIATI SENIOR
⇓	CREDITORI CHIROGRAFARI SENIOR
⇓	CREDITORI SUBORDINATI
⇓	SOTTOSCRITTORI DI CAPITAL SECURITIES
⇓	AZIONISTI PRIVILEGIATI
⇓	AZIONISTI ORDINARI

Strumenti di near capital

(*) Nel caso sia esplicitamente previsto nel regolamento del prestito

	Strumenti innovativi di capitale	Strumenti ibridi	Passività subordinate
Durata originaria	Irredimibile	≥10 anni (1)	≥ 5 anni
Rimborso anticipato sull'iniziativa dell'emittente	Si (dopo 10 ani)	Si (dopo 10 anni)	Si
Assorbimento delle perdite	Si	Si	No
Sospensione del pagamento degli interessi	Si	Si	No
Cumulabilità delle "cedole"	No	Si	Non app.
Periodo di ammortamento negli ultimi anni di durata del prestito	No	No	Si
Clausola di subordinazione "senior" rispetto a:	Azioni	Strum. innov. di cap.	"strumenti ibridi" (*)

Sintesi delle caratteristiche tecniche e della finalità delle emissioni



Un confronto tra obbligazioni, *equity related* e prestiti subordinati



nell'ottica dell'impresa emittente la scelta dello strumento comporta riflessi su struttura dei costi, politiche dei dividendi, assetto proprietario, *governance*, ecc.