



# Analisi e valutazione del rischio di credito delle obbligazioni corporate

---

*MiniBond e Rischi di Credito*



**Mario Bottero**  
*MiniBond Specialist*

Milano, 11 Giugno 2014

**ADB - TRACK RECORD**

**2013**



**CAAR SpA**  
*Senior Unsecured*  
*Fixed 6.5% 07/2018*  
**EUR 3,000,000**  
*Advisor*  
2013 Italy



**FILCA COOPERATIVE**  
*Senior Unsecured*  
*Fixed 6% 09/2019*  
**EUR 16,000,000**  
*Advisor*  
2013 Italy

**2014**



**JSH Group SpA**  
*Senior Unsecured*  
*Fixed 7.5% 01/2019*  
**EUR 1,800,000**  
*Advisor*  
2014 Italy



**IPI SpA**  
*Senior Secured*  
*Fixed 7% 04/2021*  
**EUR 20,000,000**  
*Advisor*  
2014 Italy



**SEA SpA**  
*Senior Unsecured*  
*Fixed 6% 05/2019*  
**EUR 3,000,000**  
*Advisor*  
2014 Italy



**ZENIT SGR**  
*Fondo Chiuso Riservato*  
*6 anni + 18 mesi*  
**EUR 100,000,000**  
*Advisor*  
2014 Italy

ADB – Analisi Dati Borsa SpA

## Consulenza di Investimento

**ADB SpA** (Analisi Dati Borsa) è una società di consulenza finanziaria, fondata nel 1985 a Torino. Offre sia servizi di **advisory** per Clientela Istituzionale e Privata con un volume di *Asset under Advisory* superiore a 300 milioni di Euro, sia servizi di consulenza alla Clientela *Corporate*, con particolare riguardo alle PMI.



**ISTITUZIONALI**



Consulenza su Asset di Proprietà  
 Consulenza su Prodotto  
 Portafogli Dedicati

**CORPORATE**



**MiniBond**  
 Equity Research  
 Consulenza Forex & Commodity

**RETAIL**



Consulenza di Investimento  
 Asset Allocation  
 Portafogli Modello

## IL RISCHIO DI CREDITO

### DEFINIZIONE

Il **rischio di credito** (o rischio di insolvenza) è il rischio che nell'ambito di un'operazione creditizia il **debitore** non assolva anche solo in parte ai suoi **obblighi di rimborso** del capitale e/o al **pagamento degli interessi** al suo creditore.



# Affrontare il Rischio di Credito

---

## Affrontare il Rischio di Credito

### Quantificazione del rischio di credito

#### SCORING INTERNO

- Dati Storici
- Dati Andamentali
- Dati Prospettici

#### RATIOS BILANCIO

- PFN/PN
- PFN/EBITDA
- EBITDA/Oneri Finanziari

#### RATING ESTERNO (CRA)

- CRIF
- CERVED

## Affrontare il Rischio di Credito

### Il processo di Screening

<b>FATTURATO</b>	<b>&gt; 10 milioni</b>
<b>UTILE (ultimi 3 anni)</b>	<b>Positivo</b>
<b>EBITDA Margin</b>	<b>&gt; 7 %</b>
<b>PFN / PN</b>	<b>&lt; 3x</b>
<b>PFN / EBITDA</b>	<b>&lt; 4x</b>
<b>EBIT / Oneri Finanziari</b>	<b>&gt; 1,5 x</b>
<b>Debt Service Cover Ratio</b>	<b>&gt; 1,2 x</b>



## Affrontare il Rischio di Credito

### Il processo di Screening

#### Requisiti qualitativi (1/2)

- **No distress / No turnaround**
- Capacità ed **esperienza** del Management
- Visione di **medio lungo termine**
- **Internazionalizzazione**
- **Trasparenza** nella gestione operativa
- Qualità del prodotto / del servizio
- Diversificazione prodotti e clientela
- Adeguato controllo di gestione

#### Screening: requisiti qualitativi (2/2)

- Struttura organizzativa e legale
- Struttura proprietaria e management
- Strategie, modello operativo di business,
- Situazione di ciclicità e stagionalità
- Posizione di mercato
- Piani di acquisizione e di investimento
- Contratti di fornitura
- Parti correlate (affitti, pagamento royalties)

## Affrontare il Rischio di Credito

### Il processo di Screening

#### Analisi e valutazione del piano industriale di sviluppo

- ❑ Analisi della **performance storica** della società (inclusa la crisi del biennio 2008-2009) **vs performance futura**
- ❑ **Credibilità dell'*assumptions*** alla base del *business plan* con riferimento a:
  - marginalità (EBITDA margin e EBIT margin),
  - tassi di crescita medi (CAGR),
  - generazione di flussi di cassa,
  - gestione del circolante,
  - sostenibilità degli investimenti (Capex/Sales e Capex/ammortamenti)
  - coerenza tra piano industriale e necessità di cassa
  - sensitivity analysis della struttura del passivo alla luce del nuovo debito
  - verifica del merito di credito post emissione

# Mitigare il Rischio di Credito

---

## Mitigare il Rischio di Credito

**1**

**GARANZIE A SUPPORTO DEL MINIBOND**

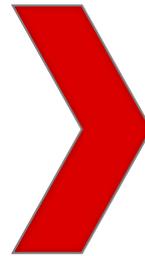
**2**

**INSERIMENTO DI COVENANTS**

**3**

**BULLET Vs AMORTISING**

## Il Decreto “Destinazione Italia”



Destinazione  
Italia

**NOVITA'**

- ❑ **Ampliamento novero delle garanzie** che possono essere utilizzate con riferimento ai prestiti obbligazionari
- ❑ Trattamento fiscale delle garanzie accessorie alle obbligazioni con regime agevolato dell'**imposta sostitutiva dello 0,25%** dell'importo delle obbligazioni collocate. (maggiore certezza della fiscalità)

## Mitigare il Rischio di Credito

### GARANZIE

#### Reali

- **Ipoteca**
- **Privilegio speciale ex art. 46 TUB**
- **Pegno**
  - Beni mobili e inventario
  - Su Azioni di SpA o quote di Srl
  - Su diritti di proprietà intellettuale

#### Cessione di Crediti in garanzia

- **Crediti Vs Pubblica amministrazione**
- **Crediti Sanitari**
- **Crediti Vs Clienti**

#### Altre

- **Fidejussioni (bancarie, personali dei soci)**
- **Garanzie autonome a prima richiesta (Fondo di Garanzia PMI, SACE, Confidi ecc..)**

## Mitigare il Rischio di Credito

### Case History / 1

#### Emittente: IPI Spa

- **Settore:** Real Estate
- **Fatturato:** 41 milioni c.a.
- **EBITDA:** 5 milioni c.a.
- **PN:** 103 milioni c.a.

#### GARANZIE REALI (a copertura del capitale)

- Marentino (TO)
- Genova (GE)
- Firenze (FI)

**VALORE PERIZIATO TOTALE: 27 milioni €**

#### Fidejussione Bancaria (a copertura delle cedole)

- A favore degli obbligazionisti da parte di Istituto Bancario a supporto delle cedole





**IPI SpA**  
*Senior Secured*  
*Fixed 7% 04/2021*  
**EUR 20,000,000**  
*Advisor*

2014 Italy

## Mitigare il Rischio di Credito

### Case History / 1



ADVISOR: **ADB – ANALISI DATI BORSA**



Co-ADVISOR: **Banca Intermobiliare (BIM)**



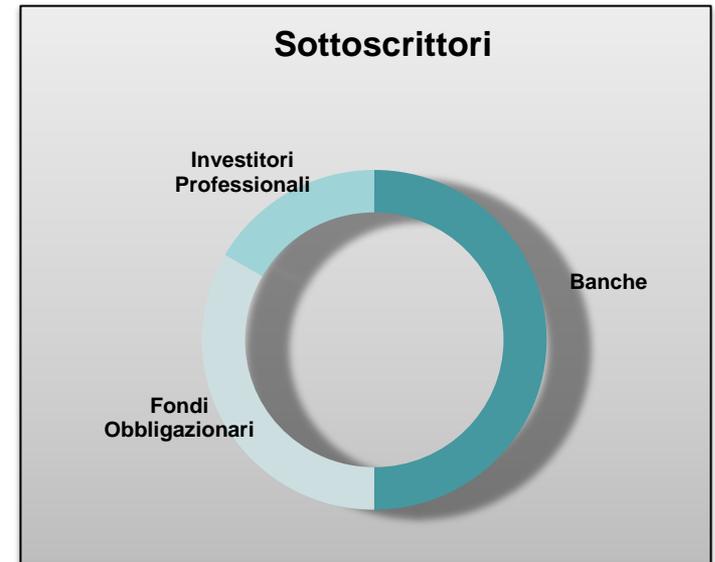
ARRANGER: **ADVISORY & FINANCE**



SOCIETA' DI REVISIONE: **KPMG**



STUDIO LEGALE: **GIANNI – ORIGONI**



## Mitigare il Rischio di Credito

1

GARANZIE A SUPPORTO DEL MINIBOND

2

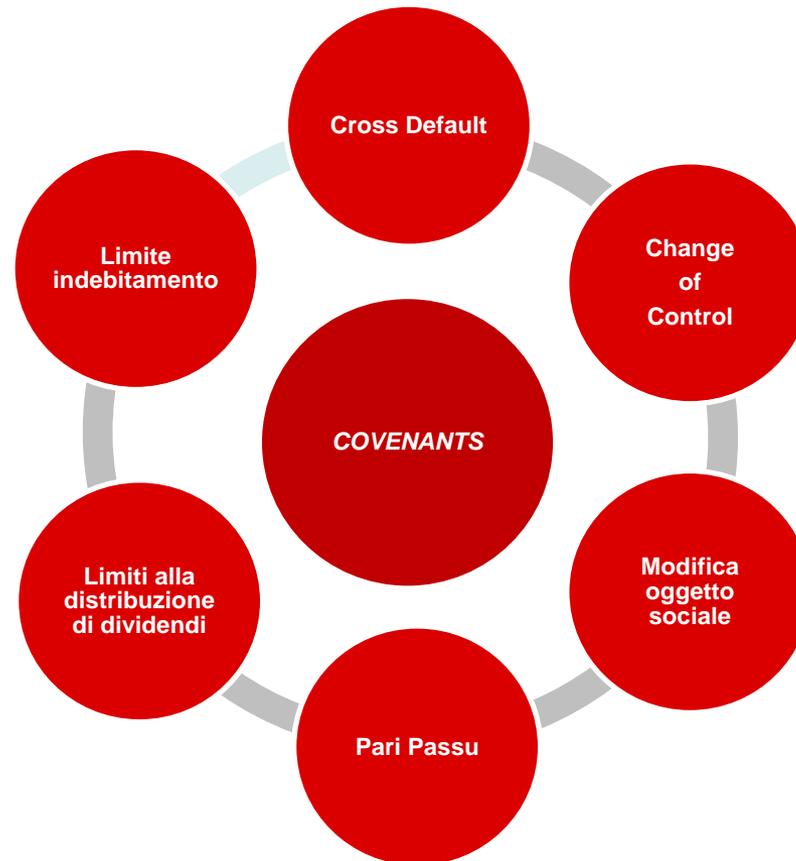
**INSERIMENTO DI COVENANTS**

3

BULLET Vs AMORTISING

## Mitigare il Rischio di Credito

### PRINCIPALI COVENANTS



## Mitigare il Rischio di Credito

### Case History / 2

- ❑ **EMITENTE: SEA SpA**
  - **Settore:** servizi ambientali
  - **Fatturato:** 16 milioni c.a.
  - **Ebitda:** 1,6 milioni c.a.
  - **PN:** 4,4 milioni
  - **PFN:** 4,6 milioni

- ❑ **COVENANTS**

- ❑ **Limiti alla distribuzione di dividendi**
- ❑ **Change of control**
- ❑ **Modifica all'oggetto sociale**
- ❑ **Pari Passu**
- ❑ **Use of proceeds**



**SEA SpA**

*Senior Unsecured*

*Fixed 6% 05/2019*

**EUR 3,000,000**

*Advisor*

2014

*Italy*

## Mitigare il Rischio di Credito

1

GARANZIE A SUPPORTO DEL MINIBOND

2

INSERIMENTO DI COVENANTS

**3**

**BULLET Vs AMORTISING**

## ***La Strutturazione del Bond: Bullet Repayment***

### **Elementi Chiave**

- Paga interessi a date prefissate e **rimborsa il capitale (Principal) in un'unica soluzione alla scadenza**

### **Vantaggi**

- Consente all'Emittente di destinare l'intero ammontare del P.O. a un determinato progetto senza lo «stress» di dover rimborsare il capitale
- E' generalmente preferito dagli investitori per le grosse emissioni mentre risulta meno interessante per le emissioni di MiniBond

### **Svantaggi**

- Maggiori Costi per l'Emittente che paga gli oneri finanziari sull'intero ammontare del Prestito
- Il Rischio di Credito rimane fisso per la vita del P.O. perché l'elemento centrale del Rischio è legato al rimborso del capitale

## ***La Strutturazione del Bond: Amortising Repayment***

### **Elementi Chiave**

- ❑ Paga interessi a date prefissate e rimborsa il capitale (Principal) in più periodi predefiniti e concomitanti con il flusso degli interessi.

### **Vantaggi**

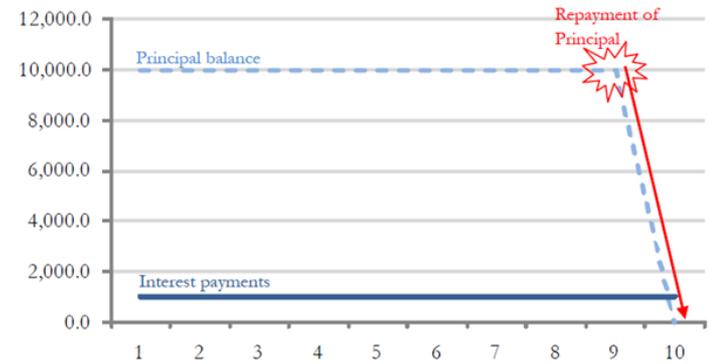
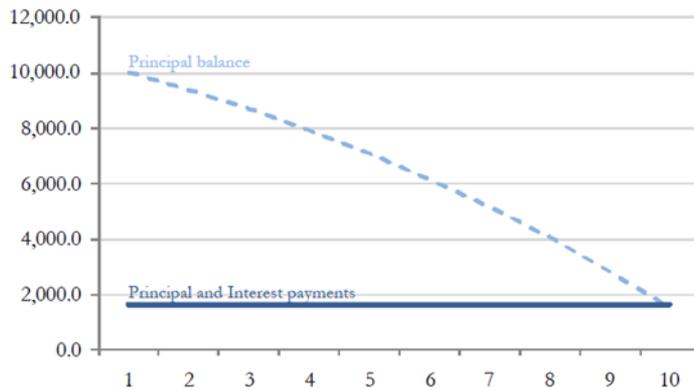
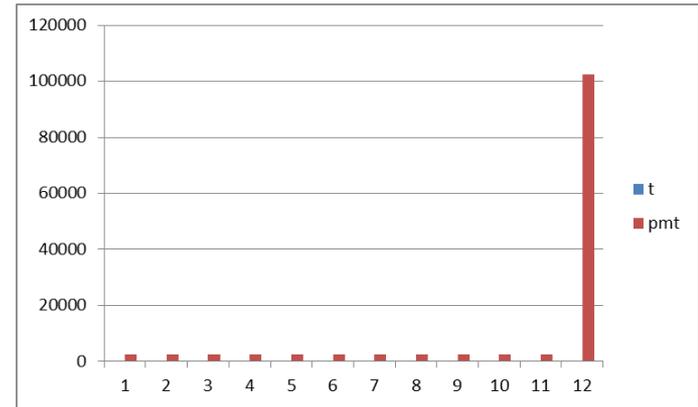
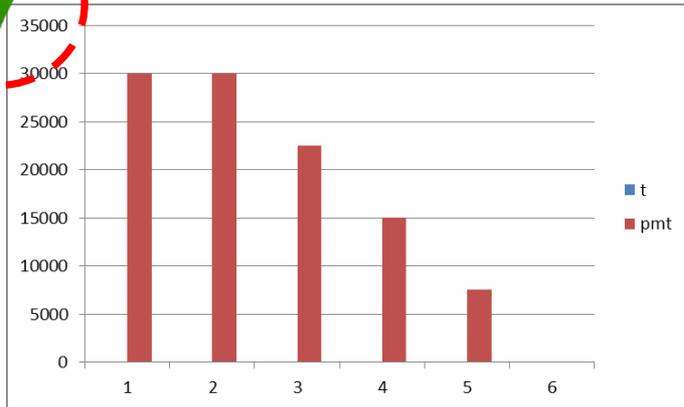
- ❑ Più economico per l'Emittente che vede ridurre l'importo degli oneri da pagare man mano che si riduce il Principal
- ❑ Il Credit risk è mitigato con il passare del tempo
- ❑ Si crea spazio per un'ulteriore tranche di prestiti da parte dell'emittente comprovato dalla riduzione dell'indebitamento complessivo ad ogni data di pagamento che determina un miglioramento nel profilo debitorio dell'emittente.

### **Svantaggi**

- ❑ Aumenta la pressione sui flussi di cassa dell'emittente perché i rimborsi sono effettuati sia sul capitale che sugli interessi.

Mitigare il Rischio di Credito

# Amortizing Vs Bullet





---

**ADB – Analisi Dati Borsa SpA**

Corso Duca degli Abruzzi, 65

10129 Torino (TO)

Italia

---

Tel. +39 011 5813777

Fax. +39 011 5813741

Email [corporatefinance@adb.it](mailto:corporatefinance@adb.it)

[Sequi ADB su](#)



Grazie per l'attenzione