



## Esperienze di Consulenza alle Imprese per l'Emissione di Obbligazioni

Nicolò Nunziata, Head of Research  
JCI Capital Ltd



**Analisi e valutazione del rischio di credito  
delle obbligazioni corporate**

11 giugno 2014- Milano - Palazzo Turati - Via Meravigli, 9/b  
Sala Conferenze

## Il Contesto italiano

Il contesto dei tassi di interesse in Italia è un vero paradosso:

- In un mondo che stampa moneta, le aziende, soprattutto di medie e piccole dimensioni, si trovano di fronte ad un vero e proprio **Credit Crunch**

**Si tratta di un fenomeno passeggero o possiamo definirlo un “New Normal”?**

Dopo la crisi del 2008 gli interventi delle grandi banche centrali hanno creato base monetaria senza precedenti

- Tra questi la Banca Popolare Cinese, la Fed (3 fasi di QE più il cosiddetto Operation Twist), la BOE e La BOJ.

**Perché allora in Italia la liquidità non si trasmette nuovamente anche al settore privato?**

## Il Contesto italiano

La risposta a questo squilibrio risiede in parte nell'obiettivo dell'EBA di uniformare il settore bancario dei diversi paesi. Per ottenerlo, ha adottato un contesto regolamentare molto stringente. In particolare, l'EBA ha richiesto requisiti patrimoniali che hanno obbligato le banche italiane a cedere asset, ad aumentare il capitale e a ridurre i prestiti alle aziende. L'aumento degli accantonamenti degli ultimi anni ha poi ulteriormente accelerato questo fenomeno.

Le banche per raggiungere questi obiettivi hanno ridotto i cosiddetti RWA.

Le aziende italiane si sono trovate perciò in un contesto creditizio da "anni '70" pur a fronte di tassi di interesse sui minimi storici e alla maggiore parte delle banche centrali che adottavano una politica monetaria ancora iper-espansiva.

## La Reazione delle Aziende per sopravvivere...

Le aziende più internazionalizzate hanno cercato di spostare gli impianti nei paesi emergenti, con un triplice effetto positivo: abbassare i costi fissi, raggiungere nuovi mercati di sbocco, abbassare l'aliquota fiscale.

Ancora più complessa la situazione per le imprese non sufficientemente internazionalizzate.....

Nonostante un palese miglioramento nei conti la difficoltà a finanziarsi è infatti rimasta, almeno fino alla fine del 2013, anche per società quotate di medie dimensioni.

L'obiettivo delle imprese degli ultimi due anni è stato perciò soprattutto trovare fonti di finanziamento alternative al sistema bancario.

**Fortunatamente**, il mercato del debito societario alla ricerca di rendimenti più appetibili di quelli offerti dalle emissioni governative, ha permesso alle imprese di finanziarsi sempre meglio, come possiamo notare dal numero delle emissioni e da quantità richieste multipli di quelle offerte.

## La Consulenza alle Imprese per l'emissione obbligazionaria

La consulenza alle imprese si basa innanzitutto sull'individuare la fonte di finanziamento più efficiente che, nell'attuale contesto, risultano essere le obbligazioni societarie.

L'impresa è conscia che il tasso di interesse pagato potrebbe essere elevato e non dissimile da quello che otterrebbe dal sistema bancario, ma i vantaggi di entrare nel circuito del debito societario possono essere di vario tipo:

- diversificazione delle fonti di finanziamento, delle scadenze
- maggiore potere contrattuale nella rinegoziazione con le proprie banche di riferimento.
- possibilità di penetrare in mercati esteri

## La Consulenza alle Imprese per l'emissione obbligazionaria

Nella consulenza il primo step è individuare con l'azienda la duration. Si tratta di un mix tra le sue necessità finanziarie e le scadenze potenzialmente appetibili per il mercato.

Il secondo passo è individuare la corretta tipologia di bond.

Sintetizzando, possiamo ricondurre a 3 le tipologie di obbligazioni:

- Un'emissione "Senior"
- Un'emissione "Mezzanino" (strumento di debito ibrido a metà tra l'azione e l'obbligazione)
- Un'obbligazione Convertibile o "Cum Warrant".

## La Consulenza alle Imprese per l'Emissione obbligazionaria

Individuati il bond da emettere e la size, vanno definiti i **COVENANTS**, ovvero i parametri che l'impresa deve rispettare per la tutela dei diritti economici degli obbligazionisti.

Il consulente cercherà di aiutare l'impresa a individuare parametri che, pur tutelando il cliente, siano "ragionevolmente" rispettabili in condizioni operative "normali".

Progressivamente all'introduzione di una componente di equity nell'emissione, anche i flussi e il valore di rimborso possono essere modulabili e "taylor made".

In questo genere di emissioni l'investitore vuole una chiara disclosure dei progetti dell'impresa e del loro IRR in rapporto alla "capital structure" che raggiungerà anche grazie al loro apporto in termini di capitale di credito e/o ibrido.

## La Consulenza alle Imprese per l'emissione obbligazionaria

Un'emissione di grado **Senior** generalmente implica Covenants "Standard".

Un rapporto in linea con il settore tra Debito Netto ed Ebitda è il parametro più semplice e più utilizzato.

Non ci sono in questo caso particolari limitazioni alla distribuzione di un dividendo, ad operazioni straordinarie, alla cessione di asset.

Potrebbero esserci vincoli su ulteriori emissioni obbligazionarie di carattere analogo.

I clienti tradizionali sono investitori istituzionali come i fondi di investimento.



## La Consulenza alle Imprese per l'emissione obbligazionaria

Un bond **Mezzanino** implica Covenants più “restrittivi” per l'impresa e non più standard. I covenants potrebbero essere negoziati “**taylor-made**” con i principali clienti interessati.

Con questa emissione potrebbero esserci limitazioni alla distribuzione di un dividendo, ad operazioni straordinarie e alla cessione di asset.

Potrebbero esserci vincoli su ulteriori emissioni obbligazionarie di carattere analogo.

I clienti tradizionali sono assicurazioni, fondi specializzati (in Italia sono pochi ma ce ne sono diversi in Europa) e Hedge Funds.

## La Consulenza alle Imprese per l'emissione obbligazionaria

Un'emissione convertibile o Cum Warrant permette all'impresa di accedere al credito e contemporaneamente di emettere capitale a scadenza. Il mix è interessante perché da un lato l'impresa si finanzia a tassi di interesse inferiori al suo rating, dall'altro potrebbe emettere capitale a premio rispetto all'attuale valutazione, coinvolgendo un investitore tendenzialmente di elevato standing.

I Covenants non sono mai Standard ma Taylor-made e sono generalmente restrittivi per l'impresa emittente.

I clienti tradizionali sono quasi esclusivamente Hedge Funds che richiedono rendimenti a doppia cifra, raggiungibili soprattutto all'"equity kicker" di fine periodo.

- **LONDRA**

*T + 44 207 2976700  
78 Brook Street  
Mayfair , London W1K5EF*

- **MILANO**

*T +3902 87282710  
Corso Sempione, 2  
20154 Milano*

- **ROMA**

*T +39 06 45508133  
Via Porta Pinciana, 6  
00187 Roma*