

Segue dalla prima

Uno degli elementi di maggior preoccupazione oggi è rappresentato dall'evoluzione del mercato obbligazionario, o dei *bond*, che dopo l'insolvenza della Cirio presenta fattori di criticità, per non dire di peggio, che potrebbero deteriorare nei prossimi due anni. Ormai l'economia italiana naviga, e qualcuno rischia di affogare, in un mare di debiti, sotto forma di *bond*. Finora questo mare è stato tranquillo, ma ci sono segnali di increspature, come in-

segna il crack Cirio, che potrebbero trasformarsi in vere e proprie tempeste. In un rapporto che circola in questi giorni dal titolo «Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane», preparato dal Servizio Studi e dai Servizi di Vigilanza della Banca d'Italia, l'Istituto centrale fornisce dati aggiornati e fondati elementi di valutazione della situazione in cui si trovano aziende private, pubbliche e istituzioni che hanno deciso di finanziarsi attraverso l'emissione di obbligazioni.

L'Unità dà il suo contributo alla giornata del risparmio che si celebra domani 31 ottobre, quando si incontreranno Fazio e Tremonti, dedicando ampio spazio a questo documento di Bankitalia perché rappresenta un avvertimento autorevole e documentato di quanto potrà accadere nel prossimo futuro.

**L'AMBIGUO «TRIONFO» DEL BOND TRICOLOR**

Ormai le obbligazioni di soggetti italiani rappresentano il 47% del prodotto interno lordo (contro il 28% nel 1998), tra il 1998 e il giugno 2003 le imprese private hanno collocato obbligazioni per complessivi 78,6 miliardi di euro, il settore pubblico (ministeri, enti locali, società a capitale statale) è arrivato a 51,8 miliardi di euro: complessivamente sono 130,4 miliardi di euro (più o meno 260mila miliardi di vecchie lire). Una bella cifra.

Il boom del *bond* tricolore è recente. Lo studio di Bankitalia rileva che «nel quadriennio 1999-2002 il volume medio annuo dei collocamenti netti di obbligazioni delle imprese italiane è ammontato a 16,5 miliardi di euro contro 0,2 miliardi nel quadriennio precedente». I prestiti «sono stati realizzati pressoché per intero sul mercato internazionale», sul mercato interno le imprese italiane hanno invece effettuato emissioni nette di obbligazioni solo nel biennio 2001-02, per un ammontare complessivo dell'ordine di 5 miliardi di euro». Tra il 1995 e la prima metà del 2003 le imprese italiane «hanno effettuato 222 emissioni sull'euromercato, per un controvalore di 85,8 miliardi di euro». Sono numeri di tutto rispetto, anche se rapportati al panorama europeo.

A questo punto il rapporto ci avverte che «nel 2004 e nel 2005 giungerà a scadenza un volume di prestiti obbligazionari assai cospicuo, pari, rispettivamente a circa 21 e 11 miliardi di euro. Nel biennio successivo scadranno titoli per un importo complessivo pari a circa 19 miliardi di euro». La fine dei prestiti vuol dire che devono essere rimborsati, cioè investitori, risparmiatori, famiglie che hanno sottoscritto i *bond* vogliono indietro i soldi. A volte



**Parmalat** Il gruppo di Calisto Tanzi (nella foto) ha collocato titoli di debito per complessivi 6,1 miliardi



**Fiat** La società guidata da Umberto Agnelli (nella foto) ha 12,6 miliardi di obbligazioni sul mercato

come nel caso della Cirio, le aziende non sono in grado di rimborsare e quindi diventano insolventi. Illuminante ci appare il fatto che Bankitalia parli di volume «assai cospicuo» dei prestiti in scadenza.

**TELECOM, FIAT, PARMALAT, ITALENERGIA E COMPAGNIA** Una delle parti più interessanti del rapporto di Bankitalia sul mercato obbligazionario è probabilmente la tabella, che riportiamo in questa pagina, con l'elenco delle imprese private italiane

“ Domani Giornata del risparmio, attesa per gli interventi di Tremonti e Fazio. Uno studio di Bankitalia lancia l'allarme sui debiti delle imprese



Dopo il crack Cirio, l'Istituto centrale teme l'enorme mole di rimborsi attesi nel 2004 e nel 2005. Il boom delle emissioni e le quotazioni in Lussemburgo ”

# L'Italia affoga in un mare di «bond»

Le obbligazioni italiane sono pari alla metà del Pil. I problemi irrisolti dei controlli

che hanno fatto ricorso all'emissione di *bond* per finanziare le loro attività di sviluppo o per coprire, ristrutturare il loro debito. I numeri, almeno a noi, fanno una certa impressione. E probabilmente anche in via Nazionale hanno studiato per bene questa tabella.

Tra il 1998 e il giugno 2003 il gruppo di aziende che fa capo a Pirelli-Telecom Italia ha collocato obbligazioni per 44,9 miliardi di euro (in vecchie lire fa più effetto: oltre 80mila miliardi), un cifra che rappresenta il 57,2% delle emissioni totali di tutte le aziende non finanziarie italiane.

Con questi numeri il gruppo guidato da Marco Tronchetti Provera è di gran lunga il primo e il più esposto sul mercato dei *bond*. Al secondo posto c'è la Fiat con 12,6 miliardi, pari al 16% del totale. Anche la Parmalat di Calisto Tanzi non scherza: ha in circolazione *bond* per 6,1 miliardi di euro (il 7,9% del totale). Al quarto posto c'è Italenergia, società riconducibile al gruppo Fiat, cui fa capo il controllo della Edison, con 1,8 miliardi di euro (pari al 2,4%), quindi al quinto troviamo il gruppo Cofide-L'Espresso di Carlo De Benedetti con 1,6 miliardi (pari al 2,1%). La Cirio,

il solo caso di default sul mercato italiano, ha emesso *bond* per 1,2 miliardi di euro, pari all'1,5% del totale. Seguono molte altre imprese note, alcune floride (come la Merloni Elettrodomestici o la Luxottica di Del Vecchio), altre che hanno problemi di indebitamento (Impregilo, Lucchini spa, Giacomelli). Non ci sono, invece, le società di Berlusconi, né Fininvest, né Mediaset. Il premier, evidentemente, è molto «liquido» e non ha bisogno di ricorrere alle obbligazioni per finanziarsi. Annotazione della Banca d'Italia alla tabella qui citata: «Sul totale delle obbligazioni



**Pirelli-Telecom** Bankitalia indica in 44,9 miliardi di euro le emissioni effettuate dalle società del gruppo

emesse da gruppi italiani a partire dal 1998 e quotate in Lussemburgo più della metà fa capo a società facenti capo ai gruppi Pirelli e Telecom, mentre quasi il 20% è stato collocato, nel complesso, da imprese del gruppo Fiat e Italenergia».

**ANCHE LO STATO NON SCHERZA**

Se le imprese private italiane hanno usato in misura sempre più rilevante il mercato obbligazionario - e ci permettiamo di azzardare che lo hanno fatto più per coprire debiti che non per realizzare investimenti finalizzati allo sviluppo - anche lo Stato non si è tirato indietro (vedi la tabella nella pagina accanto). Il Tesoro, naturalmente, si è trovato costretto ad agire con l'emissione di *bond* per finanziare il fabbisogno pub-

blico, e nell'epoca Tremonti le obbligazioni sono state lo strumento per le operazioni di cartolarizzazione. Tanto che le principali emissioni di *bond* da parte di soggetti pubblici riguardano la cartolarizzazione dei crediti Inps, e degli immobili pubblici. Si moltiplicano poi le emissioni da parte di Regioni e Comuni, che in tempi di ristrettezze cercano strumenti alternativi di finanziamento, e sono presenti tutte le principali società in cui lo Stato è azionista (Eni, Alitalia, Poste).

**CHI CONTROLLA CHE COSA**

Di fronte a questa enorme massa di obbligazioni, che ormai rappresentano metà del Pil italiano, è necessario interrogarsi se tutti i collocamenti al pubblico sono stati realizzati garantendo la massima informazione e trasparenza. Anche perché se davvero si vuole evitare che si ripetano casi come quello della Cirio, che interessa decine di migliaia di risparmiatori, azionisti e lavoratori, è opportuno definire le responsabilità di tutti i soggetti in campo: imprese, banche, Autorità di controllo. Qualche cosa non va.

Ad esempio: Bankitalia rileva che nel periodo 1999-2002, cioè negli anni di maggior offerta di obbligazioni da parte di società italiane, su 43 emissioni solo 22 erano accompagnate dal *rating* (cioè da quel giudizio di affidabilità che viene rilasciato da società indipendenti internazionali). Le obbligazioni Cirio, tanto per intenderci, erano sprovviste di *rating*. Ma chi può obbligare le aziende a chiedere questo giudizio? Forse le banche che collocano le obbligazioni e che, spesso, sono creditrici delle stesse imprese e magari temono di non vedere più i loro soldi? Appare poco convincente la difesa puntigliosa di Fazio («Per legge tocca alla Consob vigilare») perché se Bankitalia ha il compito di vigilanza sul sistema bancario - sul quale sta conducendo gli adeguati accertamenti per il caso Cirio - allora il Governatore, forse, dovrebbe chiedere agli Istituti in quale modo abbiano offerto e stiano offrendo alle famiglie e alle vecchiette, che cercano investimenti sicuri e redditizi come i Bot di una volta, i titoli del debito delle aziende italiane. In conclusione ci viene un dubbio che speriamo di poter allontanare al più presto: di questo passo, se ci fosse un altro caso Cirio, non vorremmo trovarci d'accordo con Tremonti quando chiede una nuova Autorità per la tutela del risparmio. Per noi sarebbe un colpo insopportabile.

Rinaldo Gianola

**Emissioni di obbligazioni delle imprese non finanziarie italiane sul mercato del Lussemburgo (1998 - giugno 2003)**

Capogruppo al momento dell'emissione	Capogruppo a giugno 2003	Milioni di euro	Quota sul totale
Ing. C. Olivetti & C SpA/Pirelli/Seat PG	Pirelli e Telecom	44.978	57,2%
Fiat SpA	Fiat	12.600	16,0%
Parmalat SpA	Parmalat	6.192	7,9%
Italenergia SpA	Italenergia	1.895	2,4%
Cofide/L'Espresso	Cofide - Comp. Fin. De Benedetti	1.655	2,1%
Fondiaripa SpA	Fondiaripa SpA	1.247	1,6%
Cirio/Del Monte	Cirio SpA	1.197	1,5%
Autogrill/Edizioni Holding/Benetton	Benetton Group SpA	1.081	1,4%
Impregilo SpA	Impregilo SpA	1.050	1,3%
Fin Ba SpA	Fin Ba SpA (Barilla)	875	1,1%
Lucchini SpA	Lucchini SpA	600	0,8%
Tiscali SpA	Tiscali SpA	400	0,5%
Italmobiliare SpA	Italmobiliare SpA	350	0,4%
Luxottica Group SpA	Luxottica Group SpA	350	0,4%
Telepiù SpA	Telepiù SpA	350	0,4%
Safilo SpA	Safilo SpA	300	0,4%
Bonaparte SpA	Bonaparte SpA	225	0,3%
Cartiere Burgo	Cartiere Burgo	200	0,3%
IT Holding SpA	IT Holding SpA	200	0,3%
Astaldi SpA	Astaldi	150	0,2%
De Longhi SpA	De Longhi	150	0,2%
Finmek SpA	Finmek	150	0,2%
Merloni Elettrodomestici SpA	Merloni	150	0,2%
Reno De Medici SpA	Reno De Medici	150	0,2%
Fratelli Group SpA	Gruppo Frati	130	0,2%
Cremonini SpA	Gruppo Cremonini	129	0,2%
Prada Holding NV	Prada Holding NV	129	0,2%
Fantuzzi Reggiane SpA	Fantuzzi	125	0,2%
Autostrada Torino-Milano	ASTM	120	0,2%
Elettra SpA	Elettra SpA	105	0,1%
Inter Auto Parts Italia SpA	Inter Auto Parts Italia SpA	105	0,1%
Amplifon SpA	Amplifon SpA	100	0,1%
Aprilia SpA	Aprilia SpA	100	0,1%
Bulgari SpA	Bulgari SpA	100	0,1%
Carraro SpA	Carraro SpA	100	0,1%
Chiesi Farmaceutici SpA	Chiesi Farmaceutici SpA	100	0,1%
Ducati Motor Holding SpA	Ducati Motor Holding SpA	100	0,1%
Giacomelli Sport Group SpA	Giacomelli Sport Group SpA	100	0,1%
Gianni Versace SpA	Gianni Versace SpA	100	0,1%
Giochi Preziosi Group	Giochi Preziosi Group	100	0,1%
Grandi Navi Veloci SpA	Grandi Navi Veloci - Grimaldi	100	0,1%
I Viaggi del Ventaglio SpA	I Viaggi del Ventaglio SpA	100	0,1%
Stefanel SpA	Stefanel SpA	100	0,1%
Merloni Termosanitari SpA	Merloni	77	0,1%
Arena Holding SpA	Arena Holding SpA	35	0,0%
<b>Totale</b>		<b>78.651</b>	

**Consistenza delle obbligazioni di società italiane e dell'area dell'euro (in percentuale del PIL)**

	1998	2002
<b>Italia</b>		
Banche	25	32
Altre società finanziarie	0	7
Società non finanziarie	3	7
<b>Totale</b>	<b>28</b>	<b>47</b>
di cui: mercato internazionale	4	20
<b>Area dell'euro</b>		
Banche	36	43
Altre società finanziarie	3	8
Società non finanziarie	5	8
<b>Totale</b>	<b>44</b>	<b>59</b>
di cui: mercato internazionale	16	40

**le conclusioni di Fazio**

## Alto rendimento, rischio elevato

Pubblichiamo integralmente le conclusioni del rapporto della Banca d'Italia su «Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese italiane».

Lo sviluppo del mercato obbligazionario per le imprese, che ha interessato negli ultimi anni tutti i paesi europei, fornisce un contributo importante al rafforzamento e alla crescita di ogni economia. Esso amplia le possibilità di finanziamento per le società e le scelte di impiego del risparmio; favorisce una più efficiente allocazione delle risorse.

Un maggiore ricorso a fonti di finanziamento diretto, e in particolare al debito obbligazionario a medio e a lungo termine, consente un miglior equilibrio della struttura finanziaria, rende più agevole la realizzazione dei progetti di investimento e di crescita dimensionale delle imprese.

In Italia un tessuto produttivo frammentato e caratterizzato dall'ampia presenza di piccole imprese non può che trovare beneficio nello sviluppo di un mercato obbligazionario ampio ed efficiente.

L'avvio della moneta unica ha impresso un forte impulso allo sviluppo del mercato dei capitali nei paesi dell'area dell'euro. La creazione di un mercato unico della moneta e della finanza avvenuta senza che il trattamento fiscale e le regole di emissione dei paesi membri siano stati pienamente uniformati tende a concentrare le emissioni su quei mercati in cui la fiscalità e gli adempimenti imposti dalla normativa risultano meno onerosi.

Tali mercati sono localizzati soprattutto in economie di piccola dimensione, i titoli emessi tendono a rifluire, in gran parte, nei paesi di insediamento del gruppo di appartenenza dei singoli emittenti.

L'attività delle banche internazionali contribuisce a diffondere, in tutti i mercati, tecniche e prassi omogenee nelle procedure di collocamento dei prestiti obbligazionari e a fissare adeguate condizioni di emissione in relazione ai rischi propri di ciascun emittente.

Sebbene ancora non del tutto omogenee, le modalità attraverso cui i valori mobiliari emessi sul mercato internazionale possono essere acquistati da

gli investitori privati dei paesi europei presentano diversi tratti in comune. Le Direttive comunitarie in corso di definizione riguardanti il mercato mobiliare contribuiranno a innalzare ulteriormente il livello di armonizzazione, con benefici significativi per l'ampliamento del mercato unico europeo dei valori mobiliari.

Nell'area dell'euro dall'avvio della moneta unica le emissioni obbligazionarie sono aumentate dal 44 al 59% del prodotto interno lordo. Per l'Italia i collocamenti sono cresciuti dal 28 al 47%.

La debolezza del ciclo economico internazionale ha determinato un aumento dei default. Nel 2002 32 società

europee non sono state in grado di onorare i prestiti obbligazionari. Le insolvenze si sono concentrate nei paesi dove maggiore è lo sviluppo dei mercati finanziari; un caso si è verificato in Italia.

Il collocamento dei valori mobiliari dovrà sempre più basarsi su un'ampia diffusione preventiva delle informazioni relative alla situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria dell'impresa emittente.

Un maggiore ricorso al *rating* assegnato dalle principali agenzie specializzate può contribuire a rendere più agevole la valutazione del merito di credito dei prenditori.

È indispensabile che il collocamento

delle nuove emissioni e la negoziazione dei titoli sul mercato secondario da parte degli intermediari avvengano in condizioni di piena trasparenza e correttezza, secondo le regole di comportamento stabilite dalle Autorità competenti.

Nei rapporti con i risparmiatori operazioni non consone alle caratteristiche della clientela vanno chiarite e poste in evidenza. Gli strumenti finanziari collocati o negoziati devono essere coerenti con le esigenze finanziarie, la disponibilità economica, la propensione al rischio dei singoli investitori.

Va costantemente ricordato che ad alti rendimenti si accompagnano

necessariamente rischi elevati.

Forme di garanzia sul rimborso delle somme investite riguardano unicamente i depositi bancari.

Accertamenti e verifiche, sotto forma di ispezioni, sono in fase avanzata per chiarire le vicende che hanno riguardato i titoli obbligazionari emessi da un gruppo industriale italiano.

La fiducia degli investitori, la reputazione degli intermediari responsabili dei collocamenti e delle negoziazioni, la completezza delle informazioni fornite dagli emittenti sono fondamentali perché il mercato finanziario italiano cresca e si sviluppi in maniera equilibrata e duratura.

Non giovano alla tutela del risparmio valutazioni non basate su fatti accertati e improprie generalizzazioni che possono ostacolare l'ordinato funzionamento dei mercati e alimentare attese diffuse di interventi in caso di perdite.