

2008-2018: I PERICOLI A 10 ANNI DA LEHMAN
I mercati obbligazionari

Dall'inizio della crisi del 2008 a oggi i debiti totali (pubblici e privati) sono aumentati di 72mila miliardi di dollari. I rischi maggiori oggi in mano alle grandi società di gestione del risparmio dopo la stretta delle regole bancarie

Tanti debiti, poca liquidità: nuova ombra sui mercati

Morya Longo

Chi nel 2008 definì la valanga finanziaria che si stava abbattendo sull'umanità come la «crisi del debito», riferendosi a quei tempi ai mutui americani, oggi dovrebbe trovare una definizione ben più enfatica. Perché da allora i debiti totali (pubblici e privati) secondo iif sono aumentati di 72 mila miliardi di dollari, arrivando alla cifra quasi impronunciabile di 237 mila miliardi. E di questi, 59 mila miliardi sono sulle spalle delle aziende di tutto il mondo. Ma, sebbene impressionanti, non sono i numeri il problema. Sono piuttosto le modalità con cui questi debiti sono cresciuti.

Grazie alle politiche monetarie ultraespansive e alla regolamentazione internazionale che ha legato le mani alle banche, a finanziare questa espansione creditizia sono stati infatti in gran parte i mercati finanziari. A partire dalle società di asset management. Non tanto le banche. Grandi rischi sono quindi oggi nelle mani di grandi società di gestione del risparmio che sono tutt'ora sottoposte a regole prudenziali ben più blande rispetto alle banche. Così molti sono oggi convinti che siano queste le istituzioni «too big to fail». Troppo grandi per fallire.

Alti rischi, bassi rendimenti
Anni di politiche monetarie ultraespansive hanno geneticamente modificato la propensione al rischio degli investitori e la struttura stessa dei mercati obbligazionari. A preoccupare

sono soprattutto quelli delle aziende, i cosiddetti «corporate bond». Non solo sono cresciuti in dimensioni, ma sono aumentati in rischiosità «congenita» nonostante i rendimenti siano scesi sui minimi storici. E ora che sono un po' risalti, continuano a non remunerare i rischi che gli investitori corrono. Sono i numeri a parlare da soli.

Nel 2007 su 100 corporate bond emessi a livello mondiale solo 20 avevano un rating superiore a «BBB» (dunque avevano un'elevata affidabilità) e 20 avevano un rating speculativo («junk»). Oggi la proporzione si è quasi invertita e i «non investment grade» sono il 42% del totale.



L'inversione.
Nel 2007 su 100 corporate bond emessi a livello mondiale solo 20 avevano un rating superiore a «BBB» (dunque avevano un'elevata affidabilità) e 20 avevano un rating speculativo («junk»). Oggi la proporzione si è quasi invertita e i «non investment grade» sono il 42% del totale.

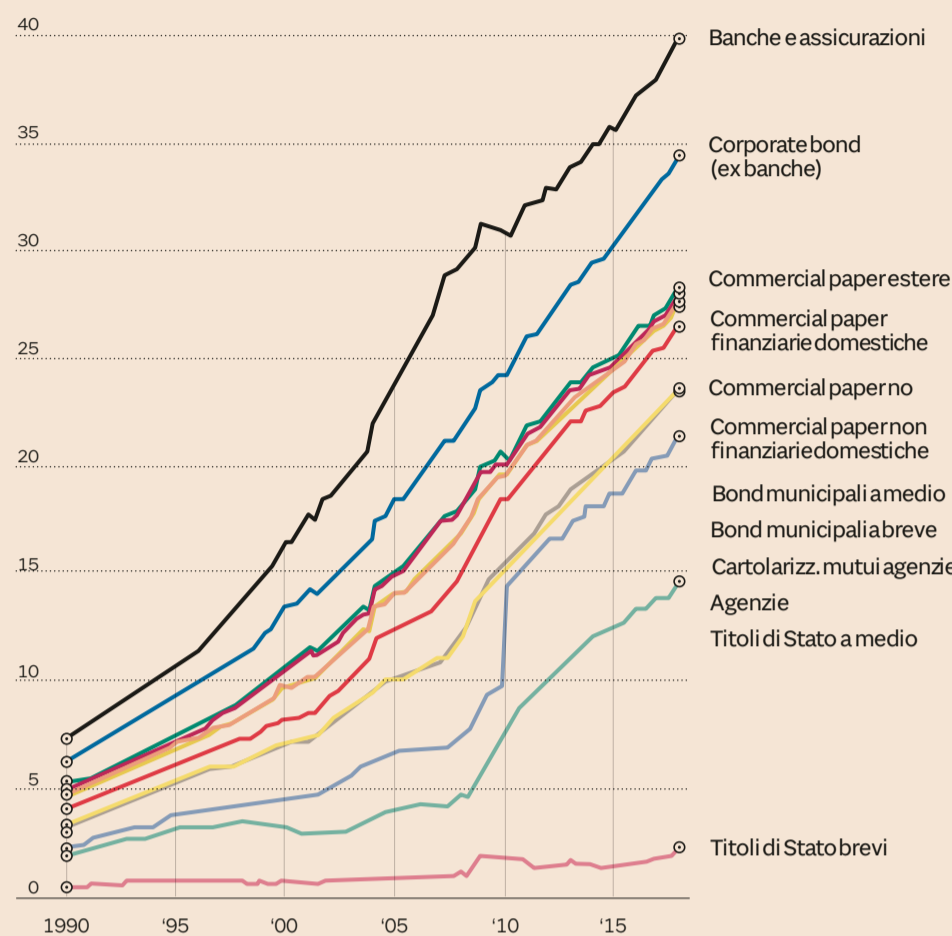
«covenant». M&G ha creato una scala che mostra la forza protettrice dei covenant nelle obbligazioni statunitensi, con punteggi che vanno da 1 (protezione massima) a 5 (minima). Ebbene: per i bond con rating «B», ad esempio, la protezione è peggiorata da 3,40 a 4,20 circa dal 2012 a fine 2017. E in Europa il fenomeno è simile. Anche sul fronte dei leveraged loans, su cui molti investitori puntano: quelli a bassa protezione contrattuale (i cosiddetti «covenant lite») nel 2017 erano il 60% delle emissioni totali, mentre nel 2007 circa il 5%. Insomma: i bond aziendali hanno mediamente rating sempre più bassi e protezioni legali sempre più flebilite. Eppure, a fronte di una maggiore rischiosità, i rendimenti negli ultimi anni sono scesi. A causa della grande domanda di bond da parte di investitori sempre più grossi in cerca di rendimenti. E qui viene il secondo capitolo del problema.

Investitori e illiquidità
A fare incetta di obbligazioni negli ultimi anni è stato il mondo del risparmio gestito. Anche perché la regolamentazione sempre più restrittiva prodotta dai Governi nei confronti delle banche dal 2008 in poi ha costretto i tradizionali istituti creditizi a ridurre i finanziamenti alle imprese. Così, mentre le banche si ritiravano, sono arrivati i fondi d'investimento a sostituire: più snelli e con regole meno asfissianti, in questi anni sono stati loro a contribuire in maniera determinante all'espansione creditizia. Comprando obbligazioni emesse da aziende. Anche quelle meno affidabili. Oggi - secondo i dati di Banca del

La fotografia

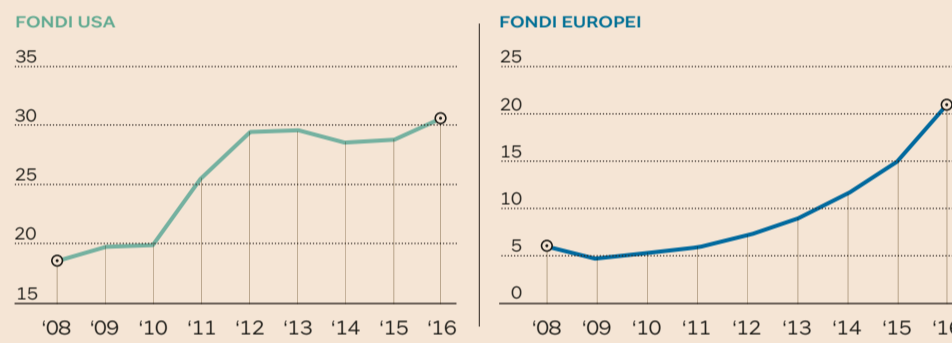
IL BOOM DEI MERCATI OBBLIGAZIONARI

Totale obbligazioni sul mercato statunitense. Dati in migliaia di miliardi di \$



SEMPRE PIÙ RISCHIO NEI FONDI COMUNI

Percentuale del mercato dei bond high yield (ad alto rischio) nei portafogli dei fondi comuni



Fonte: Frb, Haver Analytics, Dg Global Markets Research; elaborazione Banca del Ceresio su dati Fmi

Ceresio - negli Usa i fondi detengono il 30% del mercato dei bond «spazzatura» (erano al 18% nel 2008) e in Europa il 20% (erano al 5% nel 2008).

Ma il rischio maggiore per chi detiene grosse fette del mercato obbligazionario è un altro: l'illiquidità. Questo significa che non esiste più un efficiente mercato secondario. Il motivo, anche qui, è legato alle regole che hanno colpito il settore bancario e che hanno reso oggi per le investment bank più oneroso (dunque non conveniente) svolgere attività di market maker. Di fatto le grandi banche non sono più «garanti» della liquidità sui mercati secondari. Così le banche oggi sono più sicure, ma in compenso sul mercato si è creato un rischio di illiquidità potenzialmente esplosivo. E a farne le spese sono proprio i grandi fondi, che investono grandi quantità di denaro in mercati illiquidi.

Il tema è ben chiaro a Pascal Blanquet, chief investment officer di Amundi: «Il disallineamento tra la liquidità dei fondi, che garantiscono liquidità quotidiana delle quote ma investono in asset potenzialmente illiquidi come ad esempio alcuni segmenti del mercato obbligazionario high yield, è un'area potenziale di rischio. Per questo guardiamo con attenzione alla gestione della liquidità dei fondi». Insomma: i fondi garantiscono ai clienti di poter ritirare i propri soldi in qualunque momento, ma investono in titoli spesso invendibili sul mercato perché non esistono compratori. Se ci fosse dunque una corsa ai riscatti, per molte società di gestione potrebbero iniziare i guai: si troverebbero impossibilitate a vendere i titoli per rimborsare i clienti. Per mancanza di mercato. Di liquidità. Di market maker. Per un effetto boom-bang delle normative.

@MoryaLongo

© RIPRODUZIONE RISERVATA

10 anni da Lehman: terza puntata
Dove si trovano oggi i «semi» di una possibile crisi? Inchiesta in 4 puntate

AZIENDA GENERALE SERVIZI MUNICIPALITÀ DI VERONA SPA
ESTRATTO DI BANDO DI GARA
1) ente aggiudicatore: AGSM Verona S.p.A. - Lungadige Gallarossa 8 - 37100 Verona - tel. 045/8677678 - fax 045/8677588 - sito internet www.agsm.it (area fornitori).
2) oggetto: fornitura di cavi di bassa tensione.
3) importo: Euro 650.000,00.-.
4) condizioni di partecipazione: si rimanda al bando integrale.
5) procedura di aggiudicazione: negoziata, minor prezzo.
6) termine ricevimento domande di partecipazione: entro le ore 12:00 del 17 settembre 2018.
7) informazioni: il bando integrale è disponibile presso il sito internet di AGSM.

ESTRATTO AVVISO DI GARA Settori speciali
AIM Energy Srl, Contrà Ped. San Biagio 72 - 36100 Vicenza IT, punti di contatto: telefono 0444/394787; telefax 0444/321496; email aimvicenza@iegmail.it, indirizzo internet www.aimenergy.it, ha indetto una gara a procedura aperta per l'affidamento del servizio di call center - OG 789068906. La procedura è gestita integralmente con modalità telematica. Tutte le informazioni ed i documenti di gara sono disponibili all'indirizzo: <http://gareonline.aimvicenza.it/portale/index.php>. Valore stimato dell'appalto, IVA esclusa: € 2.693.040,00.-. Durata dell'appalto in mesi: 24 oltre a eventuale rinnovo per mesi 24. Criterio di aggiudicazione: offerta economicamente più vantaggiosa. Termine ricevimento offerte: 19/09/2018 ore 10:00. Data di spedizione alla GIUE: 03 agosto 2018. Data di pubblicazione GIUE: 10 agosto 2018. RESPONSABILE DEL PROCEDIMENTO Dott. Fabio Candeloro

ANIMA
Società di gestione del risparmio
Soggetta all'attività di direzione e coordinamento del socio unico Anima Holding S.p.A.
Corso Garibaldi, 59 - 20121 Milano
Tel. 02 806381 - N. verde 800.388.876
www.anima.grg.it

AVVISO AI SOTTOSCRITTORI DEI FONDI COMUNI DI INVESTIMENTO APERTI DENOMINATI ANIMA TRAGUARDO 2019 CRESCITA SOSTENIBILE, ANIMA TRAGUARDO 2019 CRESCITA SOSTENIBILE II E ANIMA SFORZESCO

Si informa che il Consiglio di Amministrazione di Anima SGR S.p.A. in data 24/11/2017 ha deliberato l'operazione di fusione di seguito illustrata, approvata dalla Banca d'Italia con Provvedimento n. 1512491/17 del 22 dicembre 2017.

Fondo oggetto di fusione	Fondo ricevente	Data di efficacia
Anima Tragarudo 2019 Crescita Sostenibile	Anima Sforzesco Classe A	26 novembre 2018
Anima Tragarudo 2019 Crescita Sostenibile II	Anima Sforzesco Classe A	26 novembre 2018

L'operazione di fusione in esame consegue al raggiungimento della scadenza dell'Orizzonte Temporale dei Fondi oggetto di fusione e alla relativa previsione regolamentare che dispone il trasferimento del patrimonio nel relativo Fondo ricevente.

I dettagli dell'operazione sono forniti nei Documenti di Informazione inviati a ciascun Partecipante interessato, ai quali è consentito richiedere il rimborso o la conversione delle proprie quote in un altro fondo con politiche di investimento analoghe gestito dalla SGR, inoltrando la richiesta di rimborso o di conversione nei termini indicati puntualmente nei predetti Documenti di Informazione e secondo le modalità previste nei relativi regolamenti di gestione.

TRIBUNALE DI FIRENZE
FALL. N. 15337 R.F.
AVVISO PROCEDURA COMPETITIVA PER VENDITA AZIENDA
Azienda a destinazione alberghiera corrente in Firenze, Via G. Agnelli 33, comprendente autorizzazioni e licenze, immobilizzazioni materiali, immobile ove è svolta l'attività e rapporti di lavoro. La procedura prevede la vendita con incanto. Prezzo base d'asta: euro 14.007.825,00. Aumento minimo: Euro 100.000,00. Deposito per cauzione: Euro 1.400.782,50. Deposito domanda in bollo c/o la Cancelleria Fallimentare entro le ore 12 del giorno antecedente l'udienza con deposito cauzionale 10% del prezzo base. L'udienza per l'apertura delle buste è fissata per il 03.10.2018 ore 9:30 davanti il G.D. Dott. Cosmo Crolla presso il suo ufficio sito al 4° piano del Tribunale di Firenze Viale Guicciardini 61. L'azienda è attualmente in affitto di azienda ed il conduttore gode del diritto di prelazione a parità di condizioni offerte. Prezzo da versarsi entro 60 gg. dall'aggiudicazione definitiva. Entro il 25° giorno antecedente il trasferimento dell'azienda si dovrà dare inizio alla procedura ex art 47 L.428/90. Obbligo per i partecipanti, pena inammissibilità, di aver effettuato sopralluogo presso l'azienda per sua visione indicando la data del sopralluogo, e di dichiarazione di essere a conoscenza dell'uffitto e che dovrà concordarsi con l'affittuario ogni opportuna modalità di consegna dell'azienda senza responsabilità per la curatela. Maggiori info in Cancelleria Fallimentare e presso il Curatore Dott. Alberto Zucchi tel. 055.59276 albertozucchi@dotcomfirenze.it e su www.astegudiarie.it

24 ORE PROFESSIONISTI

Lavoro

TROVA QUELLO CHE CONTA DAVVERO
www.plusplus24lavoro.com

GRUPPO 24 ORE

24 ORE PROFESSIONISTI

PUBBLICA AMMINISTRAZIONE 24
Pubblica Amministrazione 24 è il sistema informativo digitale pensato per tutti i dipendenti e i funzionari pubblici che hanno bisogno di uno strumento di lavoro completo e autorevole.
www.ilsole24ore.com/pa24

GRUPPO 24 ORE

Pramerica
Sede legale e direzione generale: Piazza della Repubblica, 14 - 20124 Milano
Tel. 02 72 25 81 - Fax 02 72 003 580 - e-mail: info@pramerica.it

Pramerica Life S.p.A. - Codice Impresa 345

PROSPETTO DELLA COMPOSIZIONE DELLA GESTIONE SEPARATA	Alla chiusura del periodo di osservazione (30/06/2018)	Alla chiusura del periodo di osservazione prec. (31/12/2017)	Alla chiusura del periodo di osservazione (30/06/2018)	Alla chiusura del periodo di osservazione prec. (31/12/2017)
100 Obblig. ed altri titoli a reddito fisso:	926.001.363	873.302.347	14.761.015	14.268.771
101 BTP	926.001.363	873.302.347	14.761.015	14.268.771
200 Titoli di capitale:	-	-	-	-
201 Azioni quotate in euro	-	-	-	-
100 Saldo attività della gestione separata	926.001.363	873.302.347	14.761.015	14.268.771
Riserve matematiche	928.165.381	871.897.935	15.169.821	14.969.319

PROVENTI ED ONERI DISTINTI PER CATEGORIE DI ATTIVITÀ	IMPORTI (VALORI IN EURO)	IMPORTI (VALORI IN EURO)
100 Proventi da investimenti	A 16.114.049	313.478
101 Interessi su titoli di Stato in euro	16.114.049	313.478
200 Utili/perdite da realizz.	B 52.800	-
201 Titoli di stato in euro	52.800	-
300 Retrocessione di commissioni e altre utilità	C -	-
400 Risultato finanziario lordo	A+B+C 16.166.849	313.478
500 Spese di revisione contabile	D 2.468	-
600 Spese per l'acquisto e la vendita di attività	E -	-
700 Risultato finanziario netto	A+B+C-D-E 16.164.381	313.478
800 Giacenza media delle attività investite	904.551.889	14.684.978
Tasso medio di rendimento relativo al periodo di osservazione:	1,79%	2,13%
Tasso medio annualizzato:	3,68%	4,42%

www.pramericagroup.it

Cotral
Avviso di gara per via telematica n. 14/2018
Avviso per estratto
Si comunica che è pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 100 del 29/08/2018 Parte V, nell'Albo della Società Cotral Spa, sul sito informatico del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti, il Bando di gara n. 14/2018 relativo alla Procedura Aperta, da eseguirsi mediante Richiesta di Offerta in Busta Chiusa Digitale, gestita interamente per via telematica, da aggiudicarsi con il criterio dell'offerta economicamente più vantaggiosa, ai sensi degli artt. 58, 50 e 95 comma 2 del D.lgs. n. 50/2016, per l'affidamento della fornitura hardware, software e servizi professionali per la realizzazione di un sistema di infomobilità Cotral.
Importo complessivo presunto dell'appalto: € 750.000,00, più IVA. Gli oneri della sicurezza non soggetti a ribasso d'asta sono pari a € 0,00.
Durata del servizio: 60 mesi. OG: 7587225A9.
Scadenza del termine per la presentazione delle offerte sul Portale Acquisti Cotral: ore 12,00 del 14.09.2018.
L'Avviso integrale può essere consultato nel sito Cotral Spa www.cotralspa.it nell'Area Bandi e Avvisi, sezione Bandi di gara e Contratti.

PRESIDENTE
Amalia Colacci

FOCUS ECONOMIA
Radio 24
Dal lunedì al venerdì, ore 17.00
Si sceglie, si ascolta.
Conduce
Sebastiano Barisoni

L'approfondimento quotidiano economico finanziario con i commenti della Borsa.

BRUNELLO CUCINELLI
Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018

Si rende noto che la Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2018 del Gruppo Brunello Cucinelli, unitamente alla Relazione della Società di Revisione, è a disposizione del pubblico presso la sede sociale (Solomeo, Viale Parco dell'Industria, 5), presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato gestito da Spafid Connect S.p.A. «eMarket Storage» (www.emarketstorage.com) ed è consultabile nella sezione «Risultati - Relazioni finanziarie» del sito internet della Società (investor.brunellocucinelli.com).

Solomeo, 29 agosto 2018

BRUNELLO CUCINELLI S.P.A.
Sede legale: Corciano (PG), fraz. Solomeo, Viale Parco dell'Industria, 5 - Capitale sociale: Euro 13.800.000 interamente versato C.F./P. I.V.A. e n. di iscrizione al Registro delle Imprese di Perugia 01886120540 - n. R.E.A. 165836