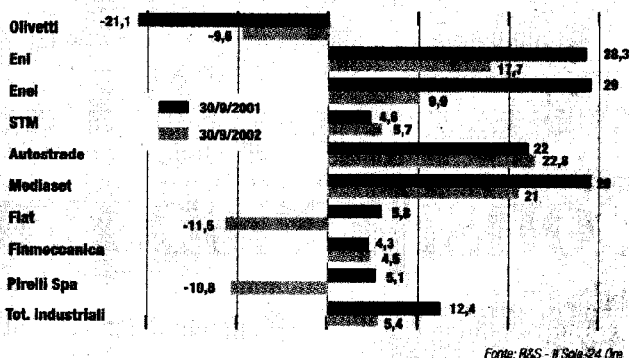


ANALISI TRIMESTRALE R&S-IL SOLE 24 ORE

Banche e imprese, crolla la redditività dei gruppi

Nove mesi difficili

Roe (Return on equity) dei grandi gruppi quotati



Fonte: R&S - Il Sole-24 Ore

MILANO ■ I conti aggregati al 30 settembre dei principali gruppi quotati indicano un deterioramento della redditività. È quanto emerge dall'analisi trimestrale dei bilanci di R&S e «Il Sole-24 Ore». Il risultato

netto dell'industria è crollato del 39%, rispetto ai nove mesi del 2001, e il Roe aggregato è sceso di 7 punti. L'utile netto delle banche è caduto del 51% e il Roe di 4,2 punti.

ODDO A PAG. 35**R&S E IL SOLE-24 ORE - ANALISI TRIMESTRALE DEI BILANCI** ■ I conti aggregati al 30 settembre dei principali gruppi quotati in Borsa

Tracollo di utili per banche e imprese

Si indebolisce la struttura patrimoniale delle aziende - Per i fondi controllati dai grandi istituti di credito 35 miliardi di perdite di gestione

MILANO ■ Calo delle vendite senza un'adeguata riduzione dei costi, aumento degli interessi passivi, aggravio degli oneri straordinari, tonfo degli utili. Nel bilancio aggregato al 30 settembre delle principali società industriali quotate in Borsa ritroviamo la conferma dello stato di sofferenza in cui versano da nove mesi le aziende italiane. La Commissione europea prevede, per il prossimo biennio, che il Pil reale dell'Italia possa tornare a crescere in modo marcato (per l'intero 2002 è previsto, invece, un +0,4%). In tal caso, i conti del 2002 potrebbero considerarsi il punto più basso di un ciclo economico negativo cominciato due anni fa con lo scoppio della bolla speculativa.

Nel frattempo anche le banche stanno pagando il loro prezzo. Coinvolte nei piani di ristrutturazione delle maggiori aziende private, prime fra tutte Fiat e Italenergia-Edison, costrette a intervenire nel grave dissesto finanzia-

rio della Cirio, i cui contorni non sono ancora del tutto chiari, su di esse pesa la massa crescente dei crediti inesigibili, che si accompagna alla discesa dei ricavi. Risultato: al termine dei nove mesi esse hanno dimezzato i profitti — dai 5.389 milioni del gennaio-settembre 2001 a 2.632 milioni — imputabile in misura non trascurabile alla critica situazione delle attività di risparmio gestito.

Migliori e peggiori. Dentro questo aggregato di società c'è chi se la passa bene, soprattutto nei servizi (utility e grande distribuzione) il cui risultato operativo è in crescita dal quarto trimestre 2001. Così, se Fiat, Olivetti e Pirelli hanno accusato nuove perdite, Eni, Enel, Autostrade e STMMicroelectronics hanno messo da parte utili consistenti. Lo stesso vale per le banche: accanto al crollo del risultato corrente di Capitalia, Popolare di Milano, Antonveneta, Bnl, IntesaBci, Monte dei Paschi di Siena, ritroviamo istituti, co-

me Unicredit Italiano, Banco Popolare di Verona e Novara, Banca Popolare di Lodi, con variazioni di segno positivo (anche se, nel caso di Bpl, il risultato corrente aumenta, sì, del 113%, ma rappresenta una quota dei ricavi tra le più basse dell'aggregato).

Nel complesso, però, la gestione delle imprese industriali è continuata a peggiorare. A incidere maggiormente sul calo di vendite del Top30 Industria sono state Pirelli (-15%), Fiat (-7%) e Eni (-5,5%). Pirelli, che risente dell'effetto negativo dei cambi, ha subito la *débâcle* del comparto cavi e sistemi di telecomunicazione, il cui fatturato è crollato del 66% per il deterioramento del mercato e l'interruzione del contratto di fornitura con la statunitense Cisco. Il

gruppo Fiat, oltre alla flessione del giro d'affari di auto e macchine per l'agricoltura e l'edilizia, ha accusato un calo del 9,5% dei ricavi della Toro. Sull'Eni, invece, ha pe-

sato l'inversione di tendenza della congiuntura petrolifera provocata dalla contrazione dei prezzi del greggio e dei margini di raffinazione. Ciononostante la compagnia ha generato 4.391 milioni di profitti netti.

Partite straordinarie. A far crollare del 38,8% il risultato netto del Top30 Industria, passato da 5.575 a 3.410 milioni, hanno contribuito, inoltre, l'aumento degli oneri straordinari, tra cui figura la svalutazione degli avviamenti (differenza di valore tra il prezzo pagato per un'acquisizione e il capitale netto della società acquisita), e gli utili trasferiti alle minoranze. Su questa voce hanno pesato, in particolare, gli 1,4 miliardi attribuiti da Olivetti ai soci terzi di Telecom Italia e Tim. Il gruppo controllato da Pirelli, tramite Olimpia, paga lo scotto di

una catena di controllo molto lunga. All'interno di questa catena, una percentuale elevata dei profitti generati a valle dalla Telecom, invece

di rifluire verso l'alto, finisce nelle tasche dei soci di minoranza, che nella realtà detengono la maggioranza della Telecom.

L'ammortamento degli avviamenti («aria fritta», ironizzava Enrico Cuccia a proposito di questa posta di bilancio) ha rappresentato l'altra componente importante degli oneri straordinari. Enel, nei nove mesi, ne ha contabilizzati 1,5 miliardi sulle differenze di consolidamento di Wind e Olivetti 1,6 miliardi.

Erosione del patrimonio. Ma il dato forse più negativo che emerge al termine dei nove mesi di gestione riguarda la situazione patrimoniale dell'aggregato. Molti gruppi hanno ridotto l'indebitamento. In particolare, la Olivetti, che al 31 dicembre 2001 era operata da 46.819 milioni di debiti finanziari consolidati, al 30 settembre ne ha registrati 41.737, circa 4 miliardi in meno. La Finmeccanica ha a sua volta ridotto l'indebitamento di 500 milioni.

Tuttavia, accanto al calo apprezzabile dell'esposizione s'è determinato un indebolimento della struttura patrimoniale dell'aggregato. Nonostante i debiti siano scesi del 4,1%, il patrimonio netto degli azionisti s'è assottigliato, infatti, del 4,2 per cento. La spiegazione di questo paradosso, già emerso nei trimestri precedenti, va ricercata nella massiccia distribuzione di dividendi — per un totale di 8 miliardi — effettuata in certi casi senza farsi scrupolo di intaccare le riserve.

Il gruppo Olivetti, per esempio, pur avendo concluso il bilancio 2001 con una perdita consolidata di 2.180 milioni, ha distribuito 2.343 milioni di dividendi, di cui 1.402 erogati da Telecom e 895 da Tim. Persino Fiat, nonostante la grave situazione economica, ha trovato il modo di distribuire 228 milioni di dividendo. Lo scopo, in entrambi i casi, è di trasferire denaro ai piani alti della piramide: per sfamare Olivetti Spa, e possibilmente Olimpia, nel primo caso; per immettere liquidità in Ifil e Ifi, nel secondo.

Posizioni di rendita. Questa politica, volta a sostenere le posizioni di controllo anche quando i mezzi per mantenerlo scarseggiano, provoca squilibri permanenti nella struttura patrimoniale

le delle aziende.

Così, la Olivetti, nonostante il calo dei debiti, ha finito per peggiorare il rapporto debito-patrimonio netto, dal 180% del 2001 al 186% dei nove mesi di quest'anno. Nel caso della Fiat esso è aumentato dal 245% al 277%, anche perché, a differenza di Olivetti, il gruppo facente capo alla famiglia Agnelli ha ridotto l'esposizione in misura minima: dai 32.697 milioni del 2001 ai 32.087 del 30 settembre scorso. E nel caso dell'Enel lo stesso rapporto è salito dal 110% al 122% per le acquisizioni effettuate dal precedente management nonostante la plusvalenza contabilizzata per la vendita di Eurogen a Edipower.

La situazione sarebbe più critica se nel Top30 Industria includessimo Olimpia e Italenergia e se depurassimo il patrimonio totale del nuovo aggregato dei 68.450 milioni di attività immateriali. In tal modo otterremmo un patrimonio netto tangibile di 39.240 milioni, su cui i debiti finanziari (137.617 milioni) andrebbero a incidere per il 351 per cento. Ciò dà una misura ancora più realistica del grado di fragilità finanziaria dei grandi gruppi.

Istituti in difficoltà. Dicevamo poi del precario stato di salute delle banche. Gli istituti accusano una flessione del 16% del risultato corrente conseguenza di un arretramento di quasi l'1% del margine d'intermediazione, di un aumento del 21% delle perdite su crediti e di un aggravio, pari a 1,8 miliardi, delle poste straordinarie tra cui gli accantonamenti al fondo rischi e le svalutazioni di titoli e partecipazioni immobilizzate. Tra queste ultime vanno segnalati i 592 milioni di Mediobanca, per adeguamenti ai valori puntuali di fine esercizio, i 575 milioni di IntesaBci relativi ai *warrant-put* emessi per l'acquisizione della Comit e i 264 milioni del Sanpaolo-Imi.

Ma è soprattutto la discesa del margine a tradire le difficoltà gestionali delle banche. La causa prima di questo arretramento è imputabile al calo del 6,4% delle commissioni. Il quale maschera, a sua volta, problemi sul fronte del risparmio gestito e in particolare dei fondi comuni. Per quasi l'80%, i fondi ita-

liani fanno capo a società di gestione controllate dai 13 gruppi bancari compresi nell'aggregato. Quindi le loro *performance* chiamano in causa direttamente le grandi banche.

Ebbene, tra gennaio e settembre 2002, il patrimonio aggregato dei fondi italiani ha accumulato una variazione negativa di 46 miliardi, che si stima sia costituita per 11,4 miliardi da riscatti al netto delle nuove sottoscrizioni e per 34,6 da perdite nette di gestione.

Alla luce di questo bel risultato, tra il gennaio 2000 e il settembre 2002 i fondi italiani hanno perduto 70 miliardi di euro e i loro possessori tra gennaio e settembre di quest'anno hanno registrato in media una performance negativa dell'8-9%, che precipita a -30% nel caso dei fondi azionari.

GIUSEPPE ODDO

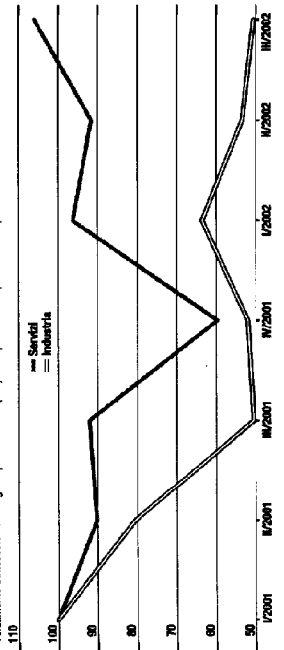
IL METODO DELL'INDAGINE

■ L'analisi dei bilanci delle imprese industriali è basata sui conti consolidati di nove società del Mib30: Autostrade, Enel, Eni, Fiat, Finmeccanica, Mediaset, Olivetti, Pirelli e St Microelectronics. Da questo aggregato, definito Top30-Industria, sono escluse, onde evitare duplicazioni, Telecom Italia, Tim e Seat in quanto consolidate in Olivetti, e Italgas, Saipem e Snam Rete Gas in quanto consolidate nell'Eni. L'analisi dei bilanci delle banche è riferita invece ai conti consolidati di tredici istituti del paniere Mediobanca30: Antonveneta, Banca Lombarda, Banca Popolare di Milano, Banca Popolare di Verona, Banco Popolare di Bergamo e Novara, Bnl, Bpl, Capitalia, IntesaBci, Mediobanca, Monte dei Paschi, Sanpaolo-Imi e Unicredit italiano. Da questo aggregato, definito Top30-Banche, è esclusa Banca Fideuram perché consolidata nei conti del Sanpaolo. I dati delle imprese sono riclassificati da R&S sulla base delle sue metodologie; la loro interpretazione e i contenuti di questa pagina ricadono invece sotto la responsabilità del «Sole 24 Ore».

R&S MEOBANCA SU INTERNET
www.mbres.it

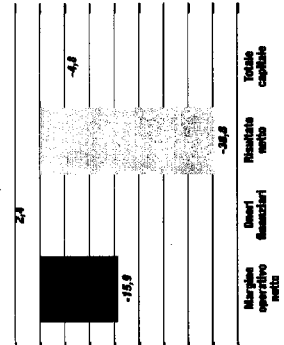
Gli effetti della congiuntura

Aumento trimestrale del margine operativo netto (MNO) dei Top 30 industriali, numeri interi; base 1 trimestre 2001 = 100



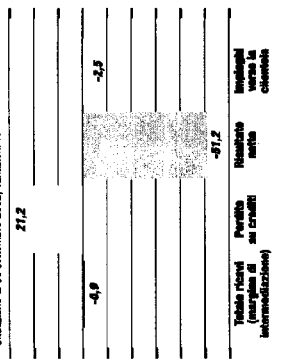
L'industria

Situazione al 30 settembre 2002; variazioni %



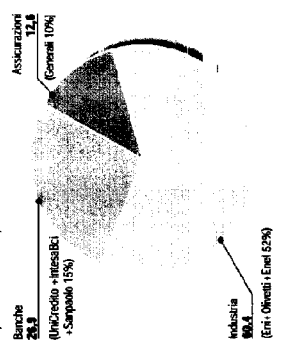
Il credito

Situazione al 30 settembre 2002; variazioni %



Il peso dei settori

Capitalizzare di Borsa per settori al 30/09/2002; indicizza % sul totale



Roe in caduta libera

Top 30 - Industria

	2001 (min €)	2002 (min €)	2001 (% fatturato)	2002 (% fatturato)	Var. %	2002 (punti)	Variazione (punti)
Fatturato netto	139.691	135.073	100,0	100,0	-3,3	0,0	-
Costi gestione	-120.017	-118.532	-85,9	-87,8	-1,2	-97,8	-1,9
Margine operativo netto	19.674	16.541	14,1	12,2	-15,9	12,2	-1,9
Oneri e proventi finanziari	-5.334	-5.464	-3,8	-4,0	-0,2	-4,0	-0,2
Risultato corrente	14.340	11.077	10,3	8,2	-22,8	8,2	-2,1
Saldo altri costi e ricavi e ricavi	-2.409	-2.879	-1,9	-2,1	-0,2	-2,1	-0,4
Imposte	-6.356	-4.788	-4,6	-3,6	-1,0	-3,6	1,0
Risultato netto	5.579	3.410	4,0	2,5	-1,5	2,5	-1,5
Roe *	12,4	5,4	-7,0 punti	-	-	-	-

	31/12/2001	30/9/2002	Var. %	Principali istituti
Pat. netto azionisti	92.280	88.382	-4,2	Unicredit
Pat. netto minoranze	17.555	15.335	-12,6	Saspaletti-IMI
Totale capitale	235.531	224.312	-4,8	Intesa-SBCI
Debiti finanziari	125.716	120.595	-4,1	Intesa-SBCI
Debiti finanziari /PN azionisti %	114,5	116,3	-	Intesa-SBCI
Mezzi di terzi	155,3	152,8	-1,6	Intesa-SBCI
PN azionisti %	20,985	20,017	-4,6	Intesa-SBCI
Liquidità				

* Indicizzazione sociale più recente. Nota: dati: valore depurato. L'aggiunge non comprende le società la cui contabilità è inclusa nel Top 30. Margine operativo netto (MNO) e risultato netto (RN) calcolati sul totale dei ricavi (e dei proventi) e dei costi (e dei proventi) di ammortamento. Con i proventi finanziari comprendo i ricavi su titoli e proventi su titoli e proventi su titoli.

Permangono il crollo della redditività

Top 30 - Banche

	2001 (min €)	2002 (min €)	2001 (% ricavi)	2002 (% ricavi)	Var. %	2002 (punti)	Variazione (punti)
Margine d'interesse	20.226	20.542	1,6	53,4	1,6	53,4	1,4
Commissioni nette	13.166	12.326	-9,1	34,8	-6,4	32,9	-1,9
Altri ricavi	4.460	4.633	3,9	17,8	3,9	17,8	0,5
Totale ricavi (margine d'intermed.)	37.852	37.501	100,0	100,0	-0,9	100,0	-
Costi operativi	-24.127	-24.614	-2,0	-63,8	-0,6	-63,8	-1,6
Perdite su crediti	-3.684	-4.465	-21,2	-9,7	-18,5	-12,0	-2,3
Risultato corrente	16.041	8.422	-46,3	22,4	-68,7	22,4	-47,3
Saldo altri costi e ricavi	-1.072	-2.831	-6,6	-7,5	-0,9	-7,5	-0,9
Imposte	-3.580	-2.959	-9,5	-7,9	1,6	-7,9	1,6
Risultato netto	5.389	2.632	-51,2	7,0	-58,2	7,0	-51,2
Roe	11,1	6,8	-4,3 punti	-	-	-	-

	31/12/2001	30/9/2002	Var. %	Principali istituti
Impieghi verso la clientela	811.063	791.347	-2,5	Unicredit
Raccolta diretta da clientela	868.964	854.864	-1,6	Saspaletti-IMI
Raccolta indiretta da clientela	619.461	576.338	-7,1	Intesa-SBCI
Patrimonio netto (incluso utile di periodo)	74.674	73.832	-1,1	Intesa-SBCI

Nota: serie e spiegazioni. L'aggiunge non comprende le società la cui contabilità è inclusa nel Top 30. costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il dato netto sui depositi e il loro esborso, l'indicizza.

Gruppi sotto la lente

Le società sono espresse in ordine decrescente di peso nell'indice di Borsa. Situazione al 30 settembre 2002

	Min. €	Var. % su 2001	Min. €	Var. % su 31/12/01
Olivetti	3.518	14,8	41.737	-10,9
Enel	6.287	-14,7	12.330	-3,8
Eni	1.283	-36,1	24.783	6,7
SI	361	-40,5	2.980	1,3
Autosole	784	16,0	1.514	2,2
Mediaset	332	-19,9	554	-1,8
Fim	-1.654	n.c.	32.087	-1,9
Fininvest	-128	n.c.	2.810	0,1
Totale Industriali	11.077	-22,8	120.288	-4,1

	Min. €	Var. % su 2001	Min. €	Var. % su 31/12/01
Unicredit	2.928	1,8	112.438	-5,7
Intesa-SBCI	1.087	-26,5	170.043	-7,8
Saspaletti	1.481	-15,1	123.702	-1,0
IMI - Banca Borsari	515	6,2	30.234	-3,3
IMI - Banca di Sicilia	147	-34,7	35.544	5,4
IMI - Banca di Napoli	284	-11,7	29.488	2,6
Mediobanca	305	-12,9	18.814	1,0
Banca Lombarda	284	0,4	21.847	12,3
Eni	466	-31,8	61.763	-2,2
Enica Mps	724	-23,7	68.881	6,1
Banca Pop. Lodi	26	-93,5	82.823	-7,1
Banca Pop. IMI	101	-50,2	16.103	-1,2
Banca Pop. Leffe	115	113,0	21.557	10,0
Totale Banche	8.422	-16,1	781.347	-2,5

Il risultato netto operativo netto - oneri finanziari netto - annuali proquasi di crescere. Nota: serie e spiegazioni. L'aggiunge non comprende le società la cui contabilità è inclusa nel Top 30. costi operativi comprendono personale, spese generali e ammortamenti. Il dato netto sui depositi e il loro esborso, l'indicizza.

Focus ■ Questa massa gigantesca di obbligazioni emesse da società italiane è scambiata su Borse estere

Dai debiti affiorano 180 miliardi di bond

Lo spaccato dei prestiti

Dati aggregati dei 43 principali gruppi dell'industria e dei servizi quotati alla Borsa Italiana

	1999	2000	2001	2002 (30/9)
Debiti finanziari				
a breve scadenza	44.202	65.207	58.444	47.014
a media/lunga scadenza	71.482	84.574	107.639	111.474
Totale	115.684	149.781	166.083	158.488
<i>di cui obbligazioni (quota a m/l scadenza)</i>	<i>37.517</i>	<i>47.155</i>	<i>63.956</i>	<i>68.157</i>
Capitale netto complessivo	123.483	139.099	140.240	134.501
Attività immateriali	48.607	70.361	82.931	79.202
Capitale netto tangibile	74.876	68.738	57.309	55.299
<i>Debiti in % del capitale netto tangibile</i>	<i>154,5</i>	<i>217,9</i>	<i>289,8</i>	<i>286,6</i>
<i>Debiti a m/l in % del totale debiti</i>	<i>61,8</i>	<i>56,5</i>	<i>64,8</i>	<i>70,3</i>
<i>Obbligazioni in % dei debiti a m/l</i>	<i>52,5</i>	<i>55,8</i>	<i>59,4</i>	<i>61,1</i>

Nota: il dato delle obbligazioni al settembre 2002 risulta in parte da stime

Grandi a confronto

	Eni	Olivetti	Enel	Fiat	Stm
Peso sul comparto industriale dell'indice Mediobanca 30	40,4	36,2	9,1	2,4	(1)
Var. % 9 mesi 2002/2001					
Fatturato (su base omogenea)	-5,5	0,3	-1,5	-6,7	-7,5
Capitale investito (2)	-0,7	-11,9	1,6	-5,1	6,0
Margine operativo netto (Ebit)	-15,1	4,9	-21,2	n.c.	-30,2
Risultato netto	-27,5	negativo	-8,6	negativo	27,0
Nel 2002 in %					
Mon/Fatturato	18,8	25,3	10,0	—	9,4
Oneri finanziari netti (3) /Mon	3,8	31,5	40,1	n.c.	12,2
Risultato corrente/Fatturato	18,1	15,2	5,8	-4,4	8,0
Risultato netto/Fatturato	9,2	-3,7	6,4	-2,6	6,0
Roe nel 2002 (4)	17,7	n.c.	9,9	n.c.	5,7
Debiti finanziari/Capitale netto a fine settembre 2002	42,0	186,2	122,3	277,1	44,4

(1) 5,6% nel Mb 30; (2) Capitale netto di competenza degli azionisti + interessi di minoranza + debiti finanziari; (3) Compresse perdite nette su consociate valutate al patrimonio netto; (4) Rapporto su base annua tra risultato netto e capitale + riserve.

MILANO ■ Il livello dei debiti delle società italiane è in lenta discesa. I 43 principali gruppi quotati dell'industria e dei servizi registravano, il 30 settembre 2002, 158,5 miliardi di euro di debiti totali, contro i 166 dell'anno precedente, i 150 del 2000 e i 116 del 1999. Nel periodo in esame, lo stock dei debiti finanziari è aumentato di oltre 50 miliardi. E i gruppi che — tra il 1999 e il 2001 — hanno maggiormente aumentato l'esposizione, sostanzialmente per effetto di acquisizioni, sono stati Olivetti per 16,5 miliardi in seguito alla scalata alla Telecom, Enel per 10,6 miliardi spesi nell'acquisto di società come Infostrada e Camuzzi, e Fiat per 7,8 miliardi utilizzati, tra l'altro, per l'acquisto

della Case.

Nel medesimo periodo, il patrimonio netto delle 43 società ha registrato un aumento di 16,8 miliardi tra il 1999 e il 2001, per poi diminuire di 5,7 miliardi nei primi nove mesi del 2002, mentre il patrimonio netto tangibile (depurato delle attività immateriali) è sceso ininterrottamente, tra il 1999 e il 30 settembre 2002, per un totale di quasi 20 miliardi di euro. L'andamento contrapposto tra debito ed equity ha portato negli anni al deterioramento dell'indice di patrimonializzazione, con un'incidenza dell'esposizione finanziaria totale sul capitale netto tangibile dell'aggregato del 287% al 30 settembre 2002.

Tra il 1999 e il 2002 è cambiata,

inoltre, la composizione del debito, con un aumento consistente della componente a media e lunga scadenza passata dal 62% al 70 per cento. E a favorire questa trasformazione ha contribuito il forte calo dei tassi, che in questi anni hanno toccato il minimo storico.

Ma il cambiamento più significativo è stato l'incremento rilevante della quota obbligazionaria del debito. Nel 1999, i bond emessi dalle 43 società rappresentavano poco meno del 53% del debito aggregato a medio e lungo termine, contro il 61% del 30 settembre 2002. In sostanza, oggi, quasi i due terzi del debito a medio-lungo termine dell'aggregato sono rappresentati da prestiti ob-

bligazionari in gran parte quotati su Borse estere, e il ricorso a nuovi finanziamenti di lungo periodo è soddisfatto all'80% con l'emissione di nuovi bond.

In seguito a questa evoluzione, la struttura finanziaria delle società è oggi meno regolata dagli intermediari bancari, ed essendo diventata più fragile è di fatto aumentata la componente di rischio connessa all'investimento in bond, come dimostra l'insolvenza dichiarata dalla Cirio su un prestito da 150 milioni emesso da una sua controllata lussemburghese. Vi sono anche minori restrizioni tecniche al grado di indebitamento che si può raggiungere con l'emissione di bond. Per esempio, un gruppo bancario, in ottemperanza alla normativa di Bankitalia sui grandi rischi, non può esporsi verso uno stesso cliente per un im-

porto superiore al 25% del patrimonio di vigilanza. Il ricorso ai bond elimina del tutto il problema.

Lo stock obbligazionario emesso dalle 43 società è costituito, inoltre, per l'85% da titoli quotati essenzialmente su Borse di Paesi esteri quali, il Lussemburgo e l'Irlanda, regolate da normative molto permissive. Il grosso dei titoli, per un totale di circa 55 miliardi, è quotato su questi mercati; le obbligazioni quotate nella Borsa italiana raggiungono, invece, all'incirca i 6 miliardi di euro. La vita residua di questi titoli è compresa in media tra i 6 e i 7 anni, con qualche eccezione, tra cui quella a dir poco singolare di un bond emesso nel giugno 1996 dalla Olivetti International Nv (anni turbo-lenti per il gruppo di Ivrea), quotato alla Borsa di Zurigo, con scadenza

nel 2046 (chi vivrà, vedrà).

Sempre su Borse estere come quelle di Lussemburgo e Dublino sono scambiati, inoltre, 6.500 milioni di titoli obbligazionari emessi da altre società italiane non quotate, 55.300 milioni di bond emessi dalle banche del Top30 e 8.800 milioni emessi da altri istituti di credito. A questi vanno sommati 41.500 milioni di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione. Sommando questi importi si arriva a 122.000 milioni di euro. Aggiungendo a questo dato gli oltre 68.000 milioni di bond emessi dalle 43 società dell'aggregato, si supera l'incredibile cifra di 180.000 milioni (180 miliardi di euro). Uno stock gigantesco che dà la misura del rischio potenziale insito nel debito delle società italiane.

G.O.