



# Bond Municipali: Sostenibilità finanziaria e Opportunità d'Investimento

## Il punto di vista degli investitori

21 gennaio 2020 – Bologna Business School



# Gruppo Marzotto SIM

Il **Gruppo Marzotto SIM** è specializzato nella consulenza e gestione di patrimoni a clientela istituzionale, è una realtà che si distingue per l'assoluta indipendenza, l'elevata qualità del servizio, per il rapporto diretto e personale con il cliente, senza reti di vendita.

Il Gruppo Marzotto SIM è iscritto all'Albo dei Gruppi di Imprese di Investimento presso la Banca d'Italia e si compone di:



la controllante **Marzotto Investment House**, Società di Intermediazione Mobiliare, con sede a Milano, che offre servizi di: negoziazione conto proprio (Capital Markets), consulenza in materia di investimenti (Advisory) e ricerca (Research);



la controllata **Marengo Financial Services Ltd**, autorizzata da FCA Financial Conduct Authority, con sede a Londra, che offre servizi di gestione di patrimoni (Asset Management) e di consulenza (Advisory).

## I valori in cui crediamo

### INDIPENDENZA

Non siamo legati a gruppi bancari e selezioniamo solo i migliori prodotti finanziari presenti sul mercato per la gestione dei portafogli, la consulenza finanziaria, la ricezione e trasmissione ordini e i nostri servizi accessori.

### SOLIDITÀ

Abbiamo un patrimonio eccedente i requisiti patrimoniali richiesti dal regolatore.

### FLESSIBILITÀ

Ogni cliente ha necessità diverse, richieste ed obiettivi che non possono essere raggiunti tramite un processo standardizzato. Per questo affianchiamo i nostri clienti nell'analisi e nelle soluzioni ai loro bisogni.



### ECCELLENZA E INNOVAZIONE

Aspiriamo all'eccellenza in tutte le nostre attività, puntiamo costantemente all'innovazione, riconosciamo che i nostri obiettivi sono un traguardo che può essere solo avvicinato ma mai raggiunto.

### RESPONSABILITÀ SOCIALE D'IMPRESA

Promuoviamo dialogo, rispetto e sostegno ciò significa credere in valori forti e condivisi, significa ampliare la visione dell'attività aziendale verso importanti orizzonti di responsabilità sociale d'impresa per contribuire a uno sviluppo economico e sociale in una società civile globale che dovrebbe essere senza più confini e disuguaglianze.

# Bond municipali: perché adesso

## Sviluppi normativi e condizioni di mercato potrebbero consentire una ripresa dell'attività

### EMITTENTI

#### Sviluppi Normativi

Recenti sviluppi normativi hanno riaperto la possibilità di operazioni di finanziamento autonome per gli enti locali.

#### Investimenti in infrastrutture

Le esigenze legate allo sviluppo sostenibile, soprattutto nei grandi centri urbani, implicano per gli enti municipali crescenti esigenze di investimento in infrastrutture.

#### Diversificazione/Opportunità

La capacità di accedere a fonti diversificate di finanziamento, sfruttando di volta in volta le migliori opportunità, diventa sempre più cruciale.

### INVESTITORI

#### Redditività

La contrazione dei rendimenti spinge verso alternative che possano offrire un margine rispetto ai titoli di stato.

#### Propensione al rischio liquidità

In un contesto di ridotte opportunità, la limitata liquidità, se opportunamente remunerata, diventa un aspetto sempre meno significativo.

#### Destinazione di scopo/ESG

La possibilità di identificare le finalità ultime dell'investimento assumono una rilevanza sempre crescente

## **Il paper Uni.Bo. – Marzotto SIM**

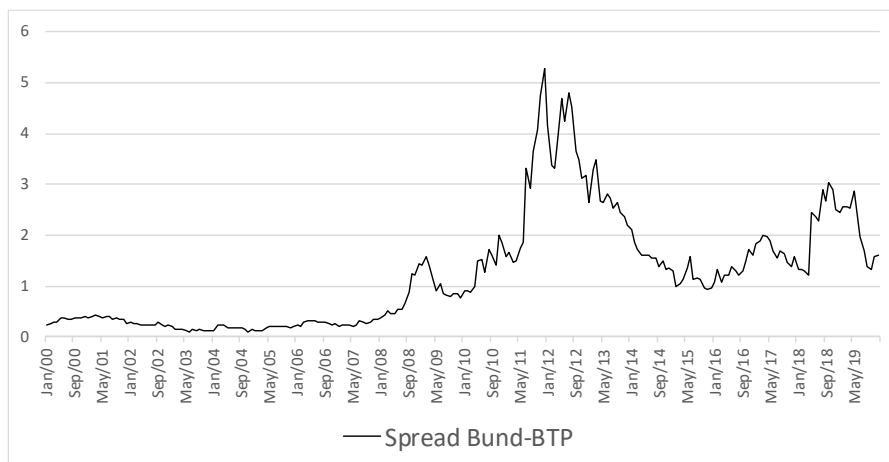
*Coniugare le conoscenze di aspetti specifici di finanza pubblica con elementi operativi e dinamiche di mercato*

Finalità:

- Conoscitive – acquisizione di competenze tecniche e valutative
- Di sensibilizzazione – aumento della consapevolezza di potenziali emittenti e investitori

# Bond municipali in Italia: il punto di vista degli investitori

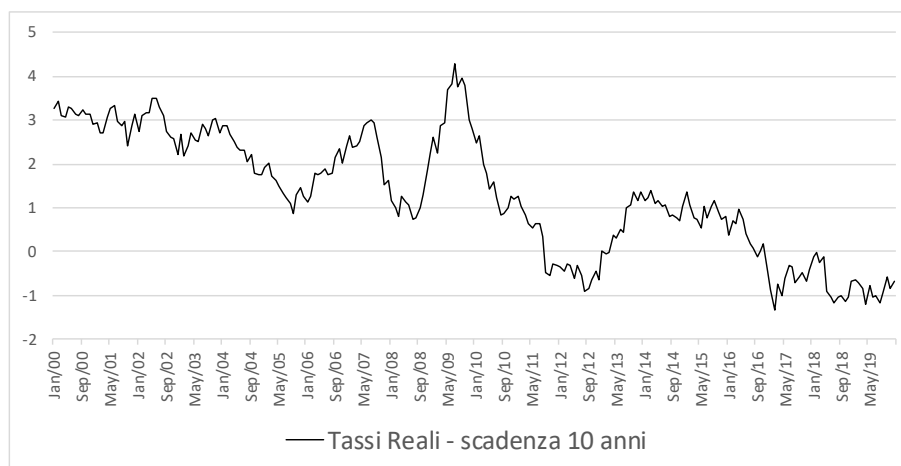
Le condizioni di mercato obbligazionario in Italia sono differenti rispetto al periodo 2000-2007, unico periodo di attivita' del mercato primario...



Elaborazione: Marzotto SIM

- Rispetto all'inizio degli anni 2000 pero' il crollo dei tassi reali, passati da oltre +3% a -1%, ha determinato uno spiazzamento degli investitori obbligazionari.
- Inoltre, numerose novità normative dell'ultimo decennio, fanno sì che molti investitori istituzionali regolamentati siano costretti ad investire in titoli del reddito fisso

- Nel periodo 2000-2007 lo *spread* era poche decine di punti base (centesimi di punto percentuale). La percezione del Rischio Italia era minima.
- Oggi la percezione del rischio Italia e' maggiore, anche se in deciso calo rispetto al 2018.



Elaborazione: Marzotto SIM

... sebbene diverse le condizioni sono di nuovo adatte ad accogliere bond municipali

# Bond municipali: cosa cercano gli investitori

## In questo contesto di mercato decisamente ostico, quali sono i fattori che possono suscitare l'interesse degli investitori obbligazionari?

### **EXTRA RENDIMENTO**

- Lo schiacciamento dei rendimenti dei titoli obbligazionari a medio-basso rischio, spinge gli investitori verso tutte quelle alternative che possono offrire un premio di rendimento in un contesto di rischio accettabile.
- La propensione ad accettare il rischio-liquidità e' gradualmente aumentata rispetto al periodo 2008-2013.

### **DIVERSIFICAZIONE**

- Sebbene ovviamente correlati alle emissioni governative, i Bond municipali offrono sufficienti caratteristiche di diversità per poter essere considerati una tipologia di titoli a se'-stanti.
- Le normative introdotte negli ultimi anni (MIFID II, Basel III, Solvency II, IFRS9), limitano le possibilità di diversificazione di molte categorie di investitori; in questo contesto i Bond municipali possono assolvere alle finalità di diversificazione in maniera spesso più efficiente rispetto ad altre tipologie di emittenti

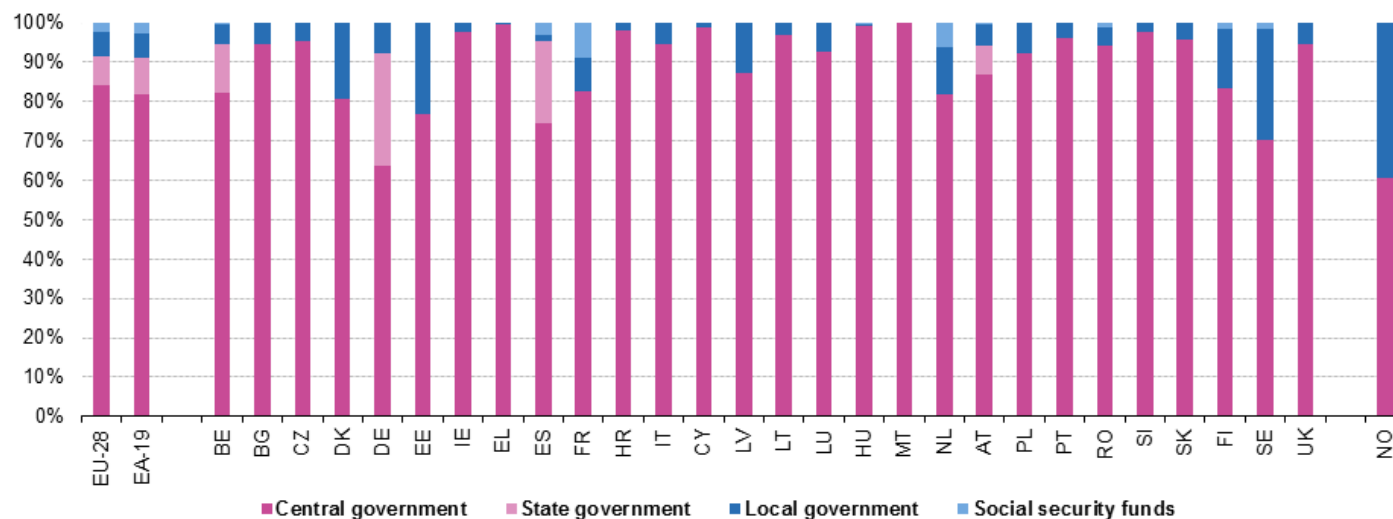
### **DESTINAZIONE DI SCOPO / ESG**

- Rispetto ai titoli di stato i Bond municipali offrono maggiore facilità di legare la raccolta delle risorse finanziarie a specifici scopi in ottica ESG.
- E' in fase di forte sviluppo la tendenza da parte di molti operatori istituzionali di allocare una quota delle risorse disponibili in investimenti ESG.
- Nei prossimi anni, normative specifiche in tema di allocazione, costringeranno molti operatori ad allocare percentuali significative in investimenti ESG.

# Bond municipali: il quadro europeo

- Le emissioni di enti municipali ammontano a circa il 15% del totale emesso dagli stati della EU.
- Gli stati con la maggior percentuale di emissioni municipali rispetto al totale emesso (governativo) sono: Norvegia, Germania, Svezia, Spagna, Estonia, Danimarca, Belgio/Paesi Bassi.

**General government gross debt by subsector, percentage of total gross debt, non-consolidated between subsectors, 2018**



Source: Eurostat (online data codes: gov\_10dd\_cgd, gov\_10dd\_slgd, gov\_10dd\_logd, gov\_10dd\_ssf)

## Bond municipali: il quadro europeo

- In termini assoluti la «parte del leone» è svolta dalla Germania, che soprattutto attraverso le emissioni dei Landes (per certi versi equivalenti alle nostre regioni).
- All'interno dell'Area Euro, mercati attivi e importanti sono anche presenti in Spagna, Finlandia, Paesi Bassi e Francia.
- Norvegia, Svezia e Danimarca hanno attività significative in valuta locale.
- In termini di interesse per gli investitori internazionali, i mercati maggiore copertura sono: Germania, Spagna, Paesi Bassi e Francia.
- Le caratteristiche degli emittenti di Norvegia, Svezia, Finlandia e Danimarca li rendono più adatti ad investitori locali.

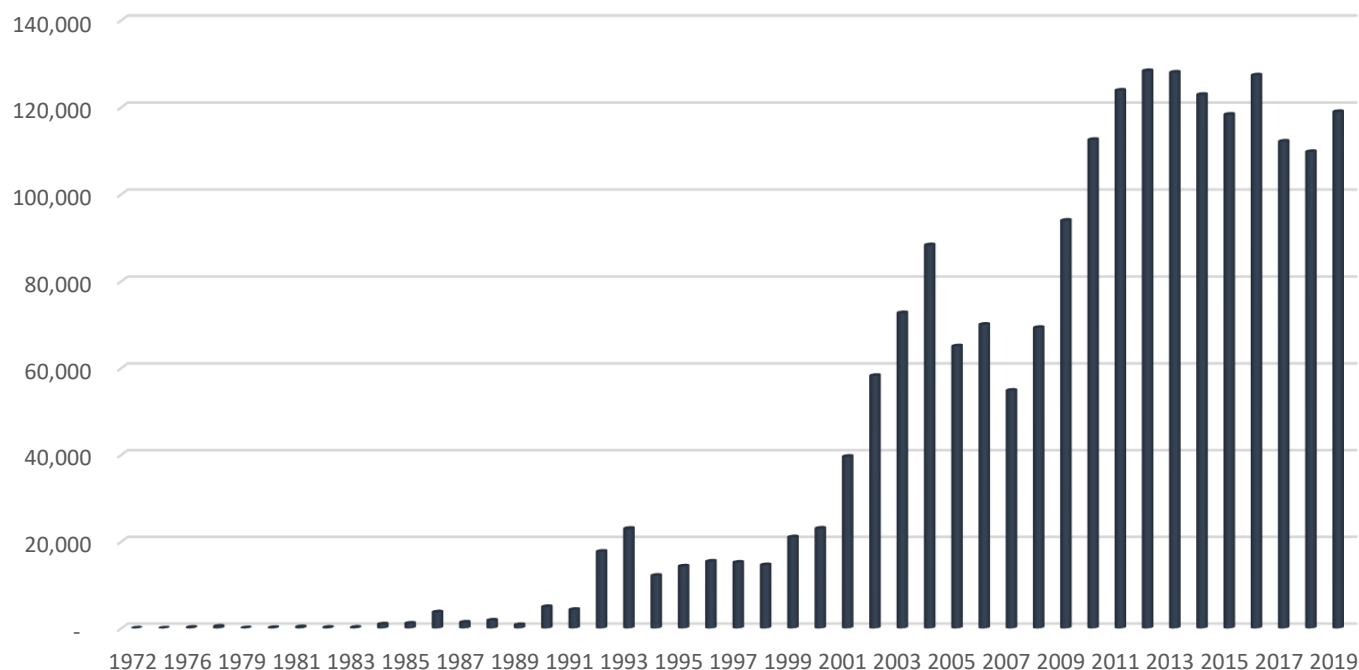
Paese di emissione	Mkt Share	N. Emissioni	Amt Out (mm)
GERMANY	59.05%	5,106	€ 373,300
SWEDEN	12.10%	2,340	€ 76,502
SPAIN	7.15%	1,529	€ 45,184
FINLAND	7.08%	2,327	€ 44,745
BELGIUM	3.39%	656	€ 21,439
FRANCE	3.38%	726	€ 21,391
NORWAY	3.12%	7,965	€ 19,712
ITALY	2.74%	1,899	€ 17,342
NETHERLANDS	0.73%	353	€ 4,595
AUSTRIA	0.70%	199	€ 4,416
PORTUGAL	0.32%	69	€ 2,023
POLAND	0.15%	1,220	€ 967
CZECH	0.08%	22	€ 485
ESTONIA	0.01%	12	€ 33



# Bond municipali: il quadro europeo

- L'attività di emissione è stata crescente fino al 2010.
- Dal 2010 il mercato si è stabilizzato su un ammontare annuo di nuove emissioni tra 100 e 130 miliardi di Euro.
- L'anno di maggior volume emesso è stato il 2012 con oltre 128 miliardi di Euro di nuove emissioni.

Bond Municipali EU - nuove emissioni (milioni di €)



Elaborazione: Marzotto SIM

# Bond municipali: il mercato italiano

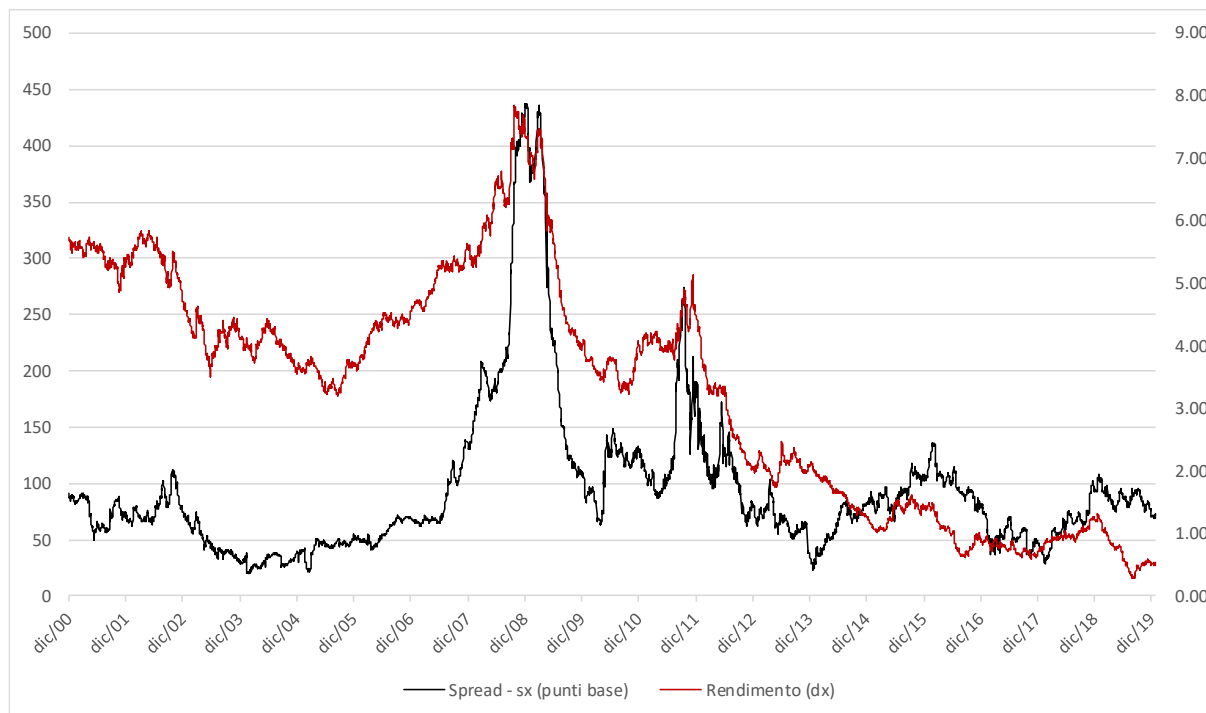
- Il mercato dei Bond municipali italiani è caratterizzato da un numero molto elevato di emittenti (quasi 2.000).
- Ad oggi, risultano aver emesso almeno un Bond: 19 regioni, 56 provincie e 546 comuni.
- La stragrande maggioranza delle emissioni municipali italiane è caratterizzata da dimensioni molto contenute; dei quasi 2.000 titoli emessi fino ad ora, solo 412 avevano alla data di lancio una dimensione superiore a 10 milioni e solo 77 superiore a 150 milioni.

## Bond municipali: il mercato italiano

- Il periodo di massima (e pressoché unica) attività è compreso tra gli anni 2001 e 2007.
- Successivamente al 2007, la crisi finanziaria del 2008 e quella successiva dell'Area Euro (anni 2011-2012), hanno ridotto drasticamente l'interesse degli investitori per le emissioni municipali del nostro paese.
- Dal lato degli emittenti, la volontà, propensione e capacità di emettere è stata fortemente ridotta, sia a causa di una serie di irregolarità riscontrate nell'utilizzo di strumenti derivati associato all'emissione di Bond municipali, sia da vincoli normativi imposti dal Patto di Stabilità.

# Bond municipali in Europa: analisi dei rendimenti

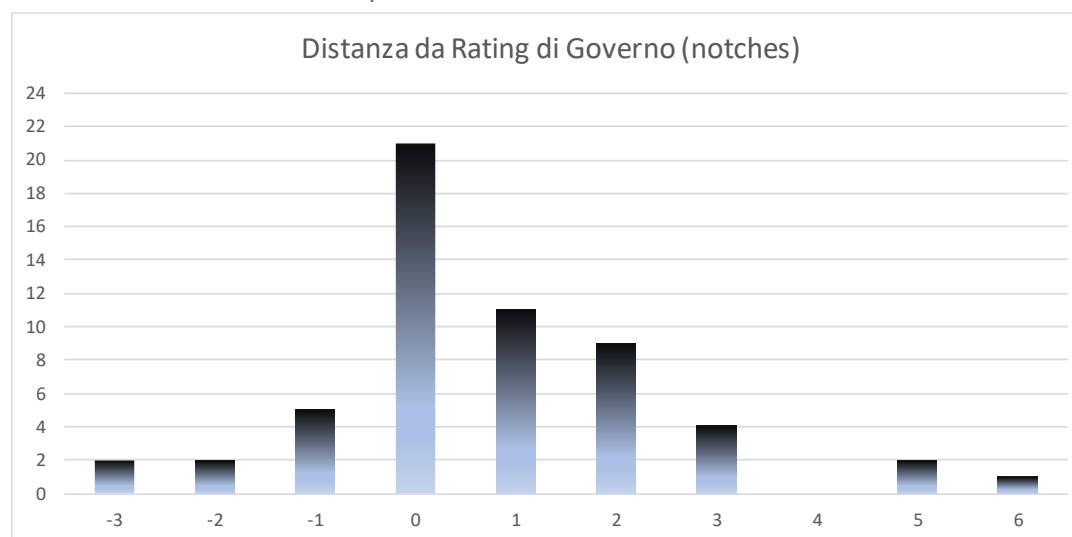
- Rispetto ai titoli di stato dei rispettivi paesi di riferimento, i Bond municipali presentano storicamente un premio di rendimento.
- La prima motivazione del premio di rendimento è legata al maggiore rischio di credito. In media infatti le emissioni municipali presentano un rating medio tra uno e due *notches* inferiore rispetto ai titoli governativi del Paese (rischio di credito).
- La seconda motivazione è legata alla minore liquidità delle emissioni. (rischio di liquidità).
- Il livello attuale del premio di rendimento medio dei titoli municipali (sempre rispetto ai relativi titoli di stato) è ai minimi assoluti degli ultimi 10 anni.
- Il livello assoluto di rendimento delle emissioni municipali europee è ai minimi assoluti di tutti i tempi.



# Bond municipali in Europa: diversificazione degli emittenti

## I Bond municipali non sono solo *proxi* dei titoli di stato.

- I rating degli emittenti municipali europei sono ovviamente concentrati attorno a quello del Paese di riferimento.
- La variabilità dello *spread* rispetto ai relativi titoli di stato, può consentire l'attuazione di strategie «dinamiche», atte a sfruttare una sua riduzione, consentendo un profilo di redditività spesso decisamente diverso rispetto ai Bond governativi.
- In un'ottica di investimento più statica, gli investitori possono evidentemente sfruttare il premio di rendimento dei Bond municipali rispetto ai relativi titoli di stato, legato al solitamente maggiore rischio di credito e alla minore liquidità.
- Va infine segnalato come in diversi casi, i Bond municipali non abbiano seguito il «destino» dei rispettivi titoli di stato anche in situazioni estrema di insolvenza e *default* del Paese<sup>1</sup>.



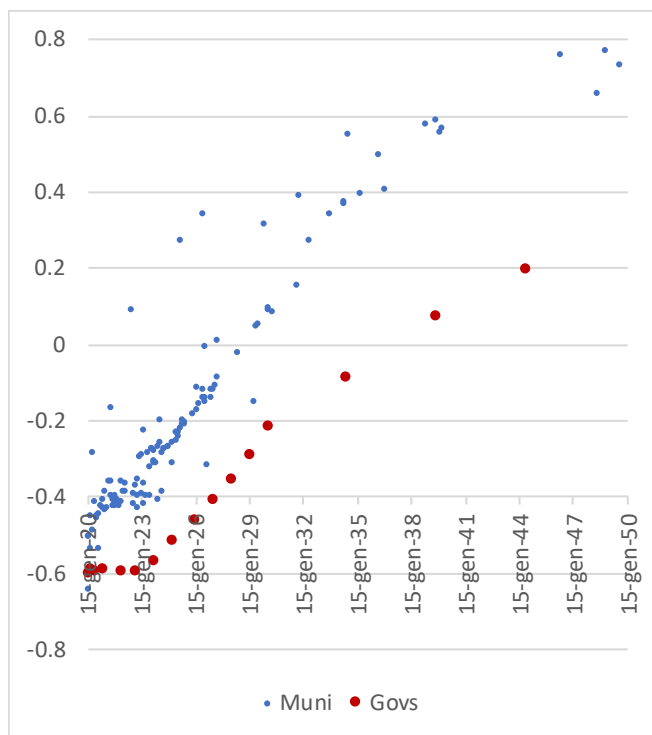
Elaborazione: Marzotto SIM

<sup>1</sup> A mo' di esempio:

- Grazie ad un'attenta gestione dei flussi di cassa e delle finanze cittadine, nel 1998 i Bond della City of Moscow continuarono ad onorare le scadenze di cedole e rimborsi, nonostante il default dei GKO domestic.
- Successivamente al default dell'Argentina, la Province of Buenos Aires effettuò con successo la ristrutturazione dei propri Bond, in anticipo e in termini meno penalizzanti per gli investitori rispetto ai titoli governativi.

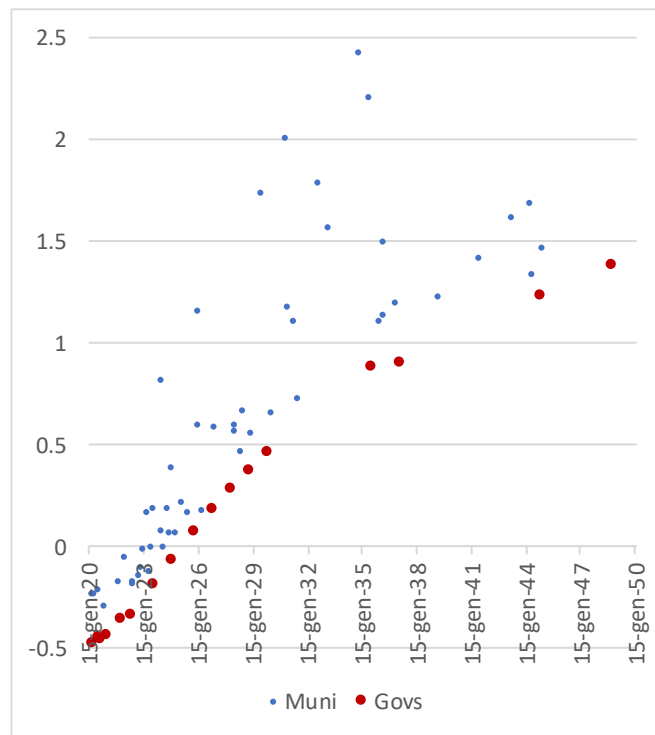
# Bond municipali in Europa: diversificazione degli emittenti

**Mercato tedesco**  
dispersione dei rendimenti



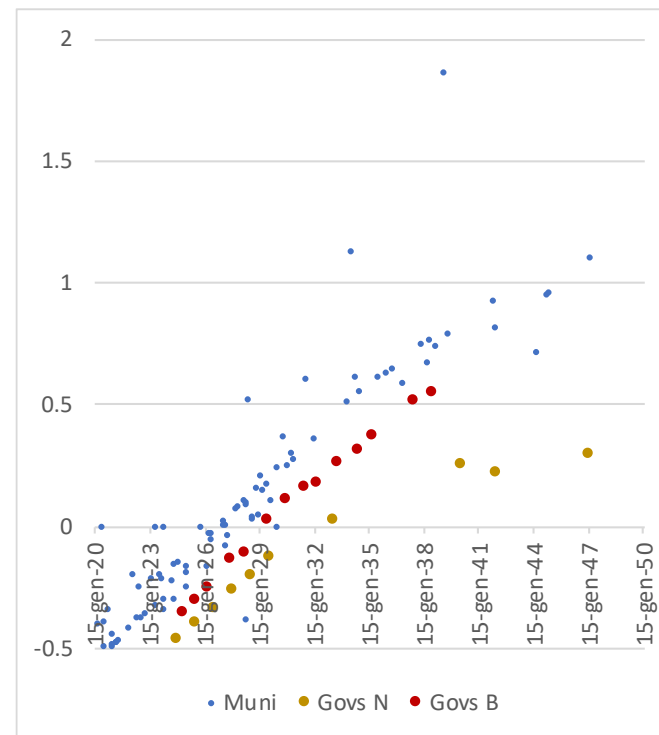
Elaborazione: Marzotto SIM

**Mercato spagnolo**  
dispersione dei rendimenti



Elaborazione: Marzotto SIM

**Mercato dei Paesi Bassi - Belgio**  
dispersione dei rendimenti

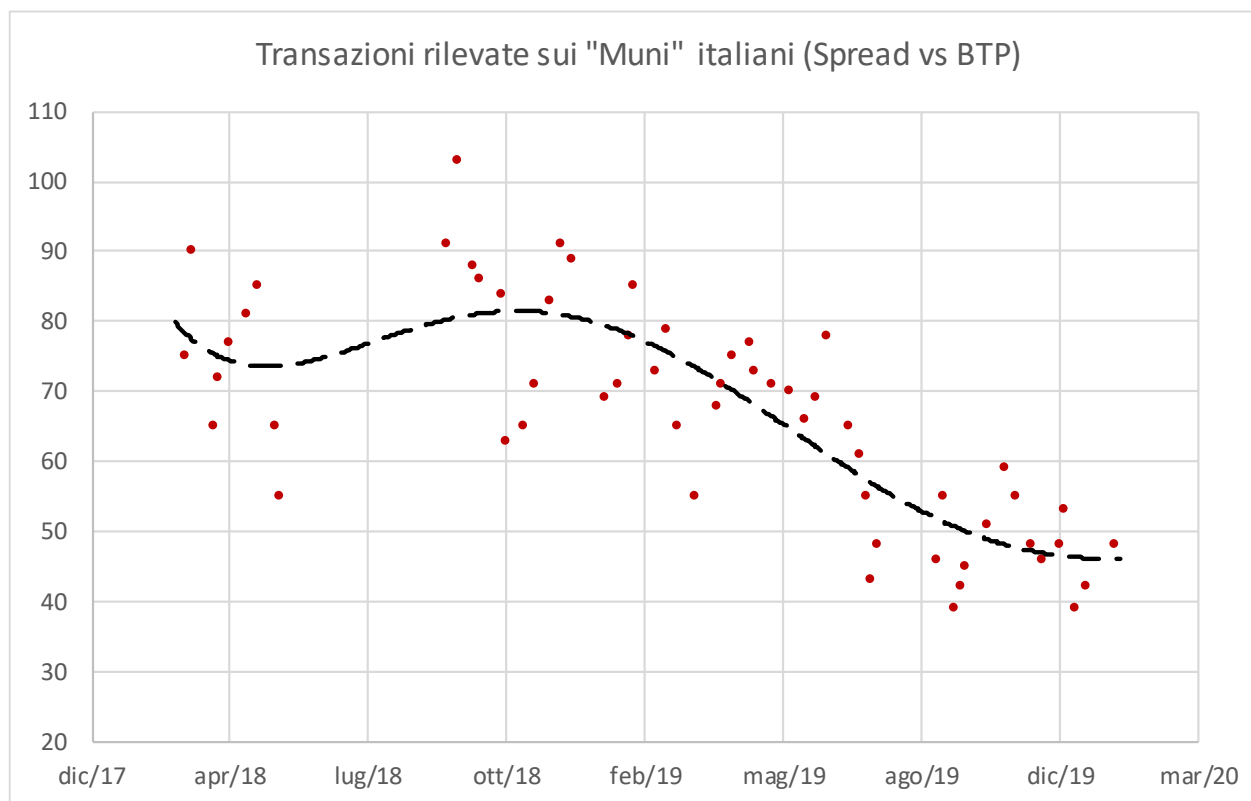


Elaborazione: Marzotto SIM

# Bond municipali in Italia: rendimenti e dispersione

## Il mercato italiano presenta un quadro estremamente frammentato.

- La tipologia prevalente dei titoli emessi e la mancanza di un flusso effettivo di nuove emissioni, ha reso il mercato secondario estremamente illiquido. I dati sull'andamento dello *spread* rispetto ai BTP sono quindi basati su rilevamenti non regolari<sup>2</sup>.

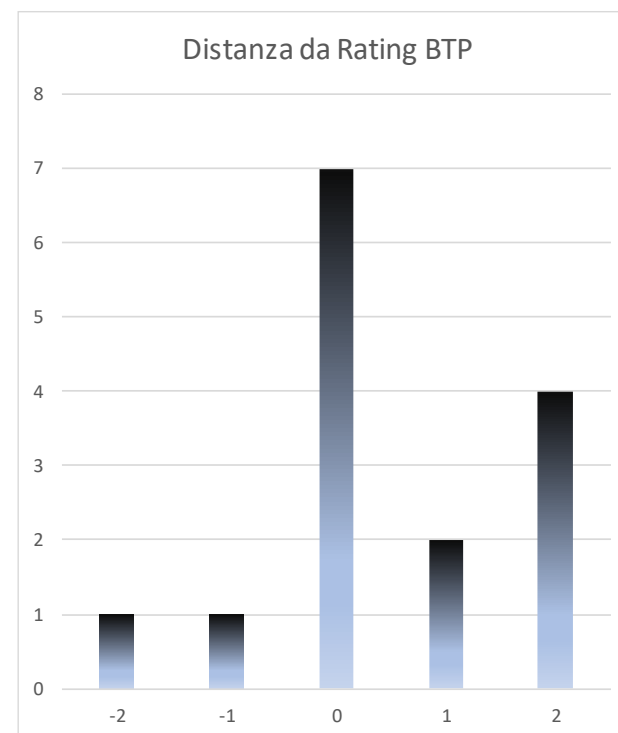
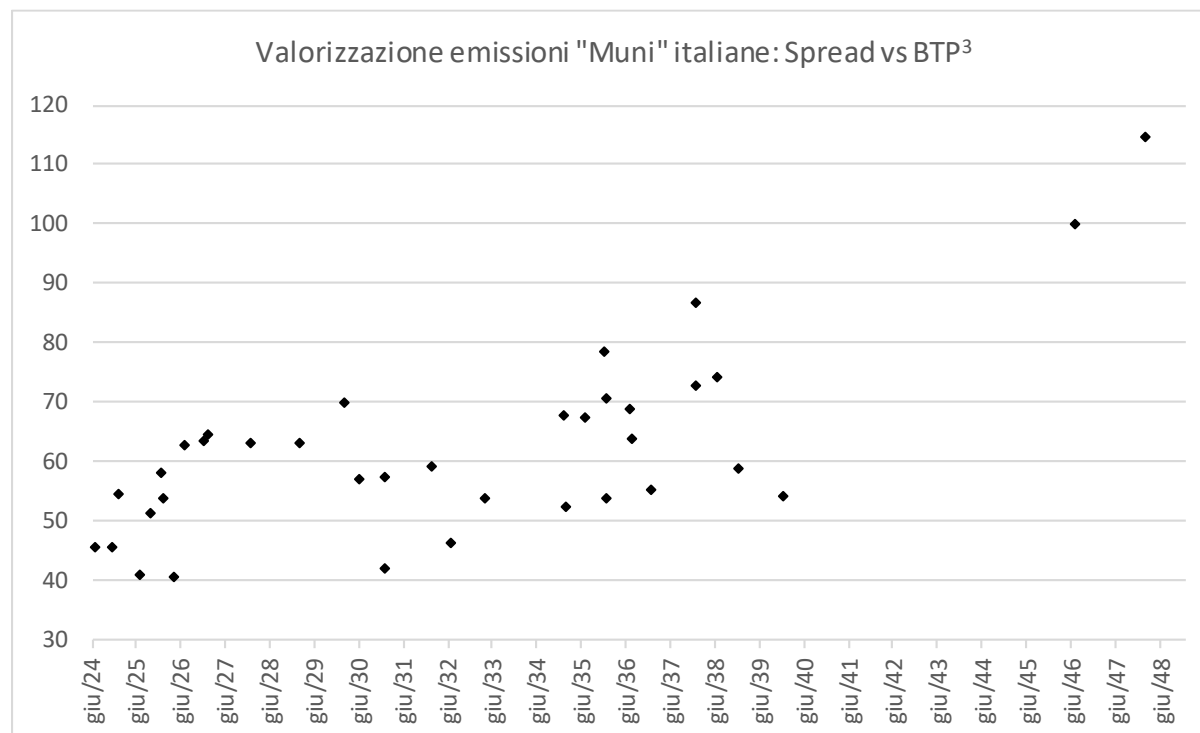


Elaborazione: Marzotto SIM

<sup>2</sup> Dal 2018 Marzotto SIM ha avviato un'attività di valutazione e pubblicazione di prezzi di mercato, basati sui dati dei rendiconti finanziari e sulla determinazione del Rischio Italia; inoltre è stata avviata una sistematica rilevazione delle transazioni effettivamente occorse sul mercato.

# Bond municipali in Italia: rendimenti e dispersione

- Nel contesto attuale, le opportunità concrete di diversificazione sono assai limitate dalla mancanza di nuove emissioni e dalle possibilità molto limitate di reperimento di titoli sul mercato secondario.
- Almeno in linea teorica tuttavia, il numero e diversificazione di potenziali emittenti potrebbe essere sufficiente per assolvere alle necessità di diversificazione degli investitori.



<sup>3</sup> Valorizzazioni determinate utilizzando il modello proprietario di Marzotto SIM



# Bond municipali in Europa: destinazione di scopo - ESG

Il tema della destinazione delle risorse finanziarie raccolte sul mercato avrà una rilevanza crescente nell'allocazione degli investimenti



- Le attuali condizioni del mercato hanno spiazzato gli investitori obbligazionari.
- In questo contesto di fortissimo schiacciamento dei rendimenti i bond municipali possono offrire:
  - Extra rendimento;
  - Diversificazione;
  - Destinazione di Scopo / ESF.
- In particolare, la tendenza verso la destinazione di scopo e gli investimenti ESG rappresenta un elemento di novità potenzialmente molto rilevante.
- Gli Enti municipali presentano caratteristiche ideali per effettuare emissioni con specifiche destinazioni di scopo e *ESG compliant*.
- In Italia negli ultimi anni il quadro normativo si è evoluto in maniera più favorevole rispetto alla possibilità di emissione degli Enti municipali.

**Non sembra quindi irrealistico ipotizzare una ripresa dell'attività di emissione, soprattutto degli enti maggiormente adatti allo scopo in termini di: dimensione, sostenibilità finanziaria e reputazione.**

## Gruppo Marzotto SIM

### Marzotto SIM SpA

**Milano** - Piazza della Repubblica, 32 - 20124 - Tel. +39 02 00632611 - Fax +39 02 00632695

**Roma** - Via di Novella, 22 - 00199 - Tel. +39 06 32650128 - Fax +39 02 00632695

[www.marzottosim.com](http://www.marzottosim.com) - [info@marzottosim.com](mailto:info@marzottosim.com)

### Marengo Financial Services Ltd

**Londra** - 43 Maiden Lane - WC2E 7LJ - Tel. +44 203 319 6220

[www.marengofinancial.co.uk](http://www.marengofinancial.co.uk) - [info@marengofinancial.co.uk](mailto:info@marengofinancial.co.uk)

