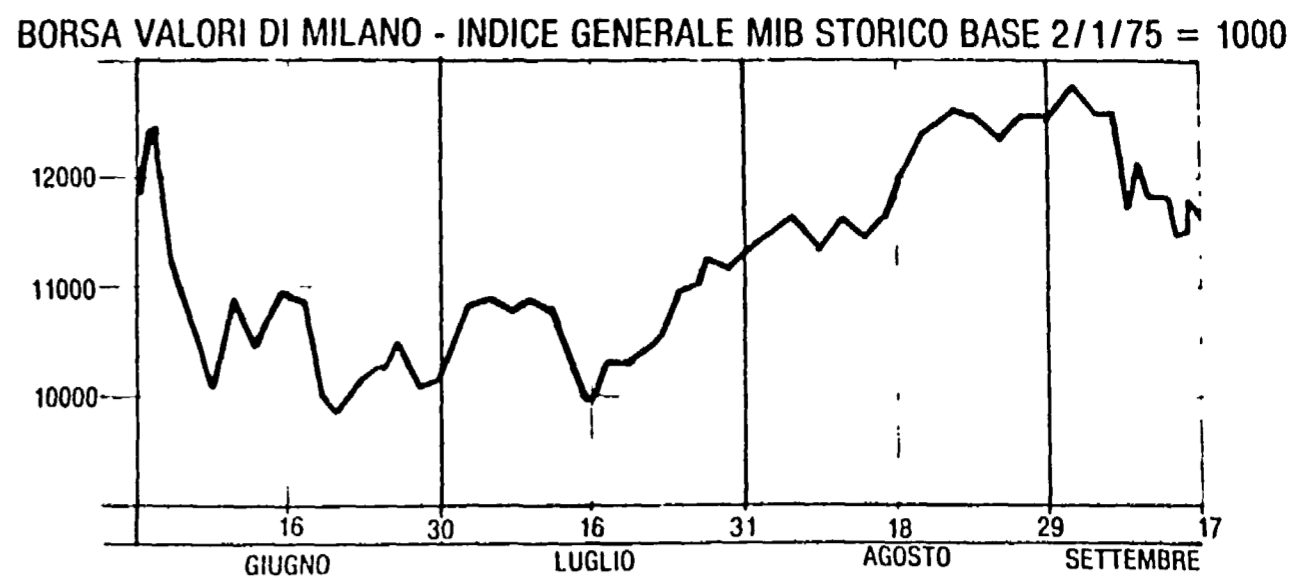




Febbre più bassa in piazza Affari

Sono finiti in Borsa i bei tempi in cui sempre e comunque si facevano ottimi affari. Il grafico che riproduciamo qui accanto (tratto dal periodico del direttivo degli agenti di cambio della Borsa di Milano) indica efficacemente il percorso accidentato dell'indice medio del listino negli ultimi quattro mesi.



BORSA Che boom! Ma un quarto è tutto Fiat

MILANO — Il palazzo della Borsa è da mesi ingabbiato da un'alta impalcatura. Sul piazzale di fronte un recinto racchiude il cantiere che lavora al capannone nel quale, sul finire dell'inverno, si trasferiranno provvisoriamente le grida. Il vecchio palazzo, tempio della finanza e degli affari, sta andando letteralmente in pezzi. Tanto che sul salone delle grida hanno dovuto stendere una fitta rete per proteggere gli operatori da qualche vetro o da qualche calcinaccio che dovesse eventualmente cadere dal soffitto.

In attesa che approdi a una soluzione l'annosa disputa su dove e come debba sorgere la nuova sede, è stato varato un piano provvisorio: la borsa si trasferirà nel capannone per un anno, mentre si completerà la ristrutturazione del vecchio palazzo.

La vicenda della sede fotografata bene il grumo di contraddizioni che si concentra sulla Borsa, sul suo funzionamento, sul suo ruolo nell'economia nazionale. Il neofita si sorprende che le sorti del capitolino possano essere davvero decise in quella baraccola, in quell'andirivieni frenetico che ha finito per consumare il rimpatrio lineare del salone, e che quei banchettini di legno con la ribalta siano stati la trincea avanzata di battaglie memorabili e cruentissime. E invece è così. Nell'era dell'informatica e delle comunicazioni in tempo reale gli operatori si sbracciano, fanno le boccacce, riempiono decine di fogli di loro taccuini esattamente come ai tempi dei nonni dei nonni.

Il colpo di grazia a questa struttura decrepita e precaria l'ha inferto l'incessante sviluppo degli affari registrato da un paio d'anni. Uno sviluppo che ha portato le quotazioni medie a rivalutarsi più di una volta e mezza, e che ha attirato col passare del tempo una massa crescente di risparmiatori. Quanti, nessuno osa dirlo per prudenza, ma sicuramente milioni.

La crescita dei corsi dei titoli ha travolto ogni resistenza. Dopo anni di compressione la Borsa ha ripreso fiato fino a correre il rischio opposto, di trovarsi eccessivamente gonfiata rispetto ai valori reali delle società quotate. Alcune cifre rendono bene la situazione. Con i soldi ottenuti oggi dagli Agnelli per uscire dalla Fiat — 3 miliardi di dollari, pari a circa 4.200 miliardi di lire — i libici dieci anni fa, al momento del loro ingresso in Italia, si sarebbero comprati non solo l'intera Fiat ma anche pa-

recchie altre primarie società quotate. E ancora all'inizio dell'anno scorso la Borsa con tutte le sue società valeva meno di 50.000 miliardi, contro i circa 180.000 di oggi.

Si è trattato, per un lungo anno e mezzo, di una crescita tumultuosa, ininterrotta e disordinata. Un fiume di denaro si è indirizzato verso la Borsa, mettendone a dura prova le strutture. I risparmiatori hanno scoperto prima i Fondi e poi sono avvicinati al listino. E la crescita è stata tale da premettere qualunque scelta, qualunque azzardo.

Ma una Borsa più grande non vuol dire un mercato più moderno. Il listino, nonostante qualche ingresso anche importante, rimane asfittico: sono oggi quotate meno società di quante ne aveva la Borsa di allora. Non solo: i primi venti titoli si spartiscono il 59% della capitalizzazione e i cinque maggiori gruppi arrivano a sfiorare i tre quarti del valore dell'intero listino. La galassia Fiat, da sola, vale oggi un quarto della Borsa.

Ma soprattutto al risparmiatore non sono forniti gli strumenti per valutare la bontà del proprio investimento. Le società presentano i bilanci con ritardi di mesi e mesi, tanto che per buona parte dell'anno i calcoli si possono fare soltanto sui dati dichiaratamente superati. E si è gonfiato il fenomeno delle scatole cinesi: si quota la finanziaria di famiglia che controlla la holding che controlla la società operativa. «Qualcuno — ha detto polemicamente Cesare Romiti — farebbe quotare volentieri il 49% dell'azienda o anche il 49% della nonna». Ma con la fame di titoli che c'è, non si può andare tanto per il sottile.

Il risultato è che, nonostante qualche passo avanti anche significativo sul piano della trasparenza, il mercato non conosce l'esatta destinazione dei soldi che gli vengono richiesti. Finché le quotazioni comunque salivano, poco male. Ma oggi si incontrano i primi intoppi e qualche aumento di capitale comincia a non andare in porto con la consueta scioltezza. E nella miriade di finanziarie e fiduciarie sorte come funghi sull'onda dell'entusiasmo gli scricchiolii si fanno addirittura sinistri.

A conti fatti il boom della Borsa è andato a vantaggio dei più forti. È cresciuto il peso dei grandi gruppi, e proseguono il bot potere nelle mani di pochi. Consapevoli o no, i piccoli hanno portato acqua al mulino dei soliti noti.

Dario Venegoni

ROMA — Ora i fondi comuni di investimento danno la caccia al «bottista pentito». Ma esiste davvero questa nuova figura del panorama finanziario italiano? I gestori di fondi credono di sì partendo dal presupposto che la tassa sui titoli pubblici provocherà inevitabilmente contraccolpi nella psicologia del «Bot people». È arrivato il momento, pensano, per un'ennesima incursione nelle tasche profonde degli italiani. Per la verità le prime due aste con titoli tassati non hanno dato segnali sconvenienti, anzi. Non c'è stata nessuna fuga di massa. La resistenza del «bottista» deve però essere verificata ancora sulla lunga distanza.

La tassa che finalmente rompe il tabù dell'inefficienza fiscale dei titoli pubblici, ma che da sola non razionalizza il contorto sistema di tassazione dei redditi da capitale, nell'immediato potrebbe avere come effetto anche questi di favorire alcuni operatori del mercato finanziario a danno di altri. Può discriminare, ad esempio, perfino all'interno stesso dell'ormai vasto paese dei fondi tra quelli a prevalente contenuto azionario e quelli imbottiti di Bot, Cct e simili.

Per ora, da un punto di vista sostanziale, non dovrebbe cambiare granché dal momento che i rendimenti reali dei titoli pubblici vengono mantenuti a livelli assai prossimi a quelli di prima della tassa. Il ministro del Tesoro Gorla ha prima annunciato e poi tradotto in pratica l'intenzione di rimangiarsi con «correttivi» di politica monetaria gli effetti del provvedimento fiscale. Cioè intende ridurre l'incidenza della tassazione agendo sui rendimenti nominali facendoli crescere a piacimento per far rimanere quelli reali ai livelli desiderati. Livelli sui quali non tutti, nello stesso pentapartito, sono d'accordo. È di pochi giorni fa, ad esempio, la richie-



E la banca? Conta ancora e aiuta solo i più forti

Il clamore quotidiano sulle meraviglie della Borsa rischia di far dimenticare che il sistema bancario conserva nel nostro paese un ruolo centrale per il finanziamento alle imprese e alla produzione. È vero che è in corso, dopo una fase di «iperintermediazione», una tendenza alla «disintermediazione» bancaria che ha portato sotto il 40% la quota di risorse intermedie dal sistema creditizio. Ma rimane il fatto che la maggioranza assoluta dei crediti che alimentano la produzione viene gestita nei confronti delle imprese — soprattutto di medie e piccole dimensioni — dalle banche.

Si dimentica anche, di conseguenza, che una responsabilità non piccola nell'andamento generale di tanta parte della nostra struttura produttiva reale riguarda proprio i comportamenti e le scelte del sistema bancario. Anche da questo punto di vista, non c'è da essere troppo soddisfatti per l'impiego dei soldi degli italiani che producono e che devono rivolgersi agli sportelli bancari.

Un recente studio del Cespe (Azzolini e Brancati) ricorda come lungo i primi anni 80 le scelte restrittive nella politica monetaria praticate dal governo e dalle autorità centrali — di per sé tendenti ad una selezione severa verso i soggetti economici più deboli — siano state accompagnate (in parte determinandole esse stesse) da un «comportamento» del sistema creditizio che ha ulteriormente accentuato l'effetto economico di «rafforzare i forti» e «penalizzare i deboli» anche sul piano delle imprese (oltre che su quello del lavoro e dell'occupazione).

In termini molto schematici, si può dire che la struttura «oligopolistica» del sistema bancario, la sua bassa propen-

sione al rischio e gli altri aspetti di rigidità e arretratezza hanno contribuito da un lato a privilegiare — finanziandola con minori rischi — una ristrutturazione più volta alla razionalizzazione (riduzione di manodopera, ritorni veloci degli investimenti, più competitività, ma non più produzione e più innovazione reale) che allo sviluppo e all'estensione della base produttiva. Dall'altro, il ruolo del credito ha aggravato i profondi squilibri già esistenti nella geografia produttiva italiana.

Si è innescata una sorta di circolo perverso. La politica economica restrittiva ha peggiorato la situazione economica dei più deboli: le «insolvenze» delle aziende sono aumentate nelle aree più arretrate, e più bisognose quindi di sviluppo, e per questo stesso motivo queste zone sono state «disertate» dalle banche in termini di quantità di credito e penalizzate con tassi di interesse più alti di quelli praticati nelle aree più «ricche». Così, mentre al Nord i grandi gruppi hanno potuto ricapitalizzarsi a costi bassissimi ricorrendo alla borsa, e le altre aziende hanno in qualche misura beneficiato di tassi più favorevoli (anche se andando incontro ad oneri ben più pesanti dei pochi grandi e potentissimi), nelle regioni del Mezzogiorno non è avvenuto nulla di tutto questo, e anche i tradizionali canali di sostegno e di agevolazione speciale hanno di fatto ridotto la quantità di interventi.

Per invertire questa situazione è necessaria una svolta negli orientamenti di politica economica nazionale, ma è indispensabile anche un ammodernamento sostanziale del sistema del credito. Tanto più — ricorda il compagno Angelo De Mattia, che si occupa per il

Pci dei problemi di questo settore — che si approssima ormai la data del dicembre del 1989 in cui entrerà in pieno vigore la direttiva Cee che «liberalizza» l'attività bancaria, mettendo fine alle politiche «protezionistiche».

Il Pci ha posto con forza l'esigenza di una riforma della legge bancaria (che risale al 1935) insistendo sui principi della separazione tra impresa e banca, e ha presentato una specifica proposta di legge per cambiare l'ordinamento delle casse di risparmio (anch'esse regolate da norme che datano al 1929), proprio per assegnare a queste banche una più spiccata funzione di sostegno allo sviluppo dell'economia regionale. Altre simili esigenze riguardano le banche «popolari» e le casse «rurali». Va aumentata poi la trasparenza delle operazioni bancarie, spesso poco comprensibili per i piccoli operatori, e vanno introdotte innovazioni reali (anche grazie alle nuove tecnologie) nei prodotti e nei servizi bancari.

«È necessario — dice De Mattia — un rapporto diverso soprattutto verso la piccola e media impresa. L'innovazione bancaria e finanziaria sarà positiva se sarà diretta a sostenere l'innovazione produttiva reale, non ad accrescere i circuiti di intermediazione, a eludere le norme, o a creare conglomerati industriali-finanziari. E poi c'è un terreno immediato di incontro e di verifica tra risparmiatori, imprenditori e erogatori di credito: il costo del denaro. Il settore del credito può e deve contribuire alla contrazione dei costi recuperando in efficienza e investendo con più coraggio gli alti profitti che in questo periodo sono stati accumulati».

s. l.

FIDUCIARIE Nessuno vigila su quei 50mila miliardi

Senza clamori in un paio d'anni le società fiduciarie sono diventate una potenza. Quelle di origine bancaria solo nell'85 hanno raccolto una massa di denaro enorme: 14mila miliardi. Il livello di capitalizzazione è di circa 27mila miliardi. Ma in questo conto non rientrano le gestioni non bancarie. Se si calcolano anche queste si arriva ad una cifra che, secondo gli esperti del settore, non è lontana dai 50mila miliardi e che, quindi, tallona da vicino la raccolta dei fondi comuni di investimento. L'incertezza sulla quantità effettiva di risparmio raccolto è conseguenza diretta del modo di essere di molte di queste società: organismi che sono riusciti a inserirsi a pieno nell'onda alta del boom del mercato finanziario italiano, ma che, a differenza di altri strumenti di raccolta del risparmio, vivono di una vita molto libera ed irregolare.

Sull'attività delle fiduciarie, in pratica, oggi non vigila nessuno. C'è una vecchia legge del '39, la numero 966 che, però, è assolutamente lontana dalla realtà dinamica del mondo finanziario di oggi e che quindi viene giudicata largamente insufficiente. In base a quella legge le fiduciarie dovrebbero svolgere queste attività: amministrazioni di beni mobili (titoli), forme varie di interposizione (la società di gestione si intesta i beni della clientela), attività di consulenza e di revisione.

Le fiduciarie possono essere controllate dalle banche oppure essere emanazione di soggetti non bancari. Nel primo caso su di loro si esercita un certo controllo nell'ambito dell'attività di sorveglianza sull'istituto di credito. Nel secondo caso non c'è che da sperare in bene. Dovrebbe essere il ministro dell'Industria a svolgere un'azione di tutela, ma molti criticano l'anomalia di questa dipendenza. E i casi Sgarata e Cultrera gli danno ragione. Anche la Consob può dire la sua, ma solo nel caso che le fiduciarie si rivolgano al mercato con appelli al pubblico risparmio. Molte di queste società negano, però, di svolgere un richiamo del genere e quindi negano anche la necessità del controllo Consob che, comunque, si indirizza solo ai prospetti,

non al merito della proposta di investimento. Sono di due tipi le gestioni offerte dalle fiduciarie. C'è la gestione «statica» nella quale le società si limitano ad indicare al cliente le occasioni migliori di intervento o nella quale è il cliente stesso che dice alla società dove deve investire il suo denaro. Poi c'è la gestione «dinamica». In questo caso la posizione del risparmiatore è puramente passiva: conferisce il denaro e poi dà un mandato pieno alla società di cui si fida perché lo gestisca e lo investa come meglio crede.

È un tipo di rapporto che somiglia molto a quello che lega l'investitore ai fondi comuni mobiliari, con una differenza fondamentale, però. L'attività dei fondi è regolata da una legge precisa e deve sottostare a tutta una serie di adempimenti formali e a regole di trasparenza. I fondi sono tenuti, ad esempio, a inserire nel loro portafoglio titoli di varia natura (azioni, Bot, Cct, obbligazioni...) secondo un rapporto predeterminato e a dare periodicamente conto dell'andamento della raccolta e dei risultati. Le fiduciarie sono svincolate da tutti questi doveri.

C'è da chiedersi perché, allora, il risparmiatore, trovandosi di fronte due strumenti finanziari simili, spesso preferisce accordare la sua preferenza a quello che sembra offrire una dose di garanzie inferiore. Possono modificare le motivazioni di natura assai diversa. Nel caso della cosiddetta gestione statica il risparmiatore può essere attirato dall'idea di seguire con maggiore attenzione l'iter del suo investimento riservandosi la possibilità di modificare la strategia facendo. Ma nella scelta del cliente spesso influisce l'elemento fiscale. Anche i fondi godono di un trattamento privilegiato da questo punto di vista, ma nell'ambito di questo privilegio non possono sottrarsi alla contribuzione per le gestioni in tutta un'altra misura: proprio la loro natura di strumenti sui generis le mette in condizione di poter eludere senza molta fatica i guadagni da capitale, le plusvalenze di Borsa. È uno dei tanti effetti perversi della giungla delle tasse sulle rendite finanziarie che il Pci ha proposto di superare con un disegno di legge organico.

d. m.

delle dimensioni di massa del fenomeno basti pensare che esiste una rivista specializzata che si chiama «Fondi» e che vende in edicola quasi 80mila copie.

La tassa sui Bot, quindi, con tutti i suoi elementi positivi, ma anche con tutte le sue insufficienze, apre un orizzonte inaspettato a questi strumenti di canalizzazione del risparmio. Che già si apprestano a farsi guerra tra loro per accaparrarsi le fette più grosse del mercato. Il quadro in cui si trovano ad operare sta radicalmente cambiando rispetto a pochi mesi fa. Non c'è solo la novità della tassa sui titoli pubblici, c'è anche una Borsa che non regala più a piene mani successi garantiti e facili. L'andamento di piazza Affari è in questa fase altalenante; per i gestori dei fondi sembra finita l'era di stare comodamente alla finestra ad aspettare la maturazione dei frutti degli investimenti.

Il rendimento dei fondi, che fino a qualche tempo fa era soddisfacente per tutti, ora comincia a fare una certa selezione: c'è chi si avvantaggia di più e c'è chi rimane indietro. Secondo fonti ben informate dell'ambiente a settembre (mese di cui non sono ancora disponibili dati completi) i riscatti verso alcuni di questi fondi sarebbero stati molto forti, di più di quello che apparirà dalle cifre ufficiali. Si sarebbe verificato, insomma, un fenomeno di fuga relativamente compensato dall'approdo dei risparmiatori verso altre gestioni. Questa realtà sarà in parte camuffata da dati che vengono forniti non sufficientemente disaggregati e dai quali, quindi, non si riesce a capire l'effettiva dinamica interna tra le cinquanta e più gestioni operanti sul mercato. Troppo, dicono gli stessi operatori, e troppo poco specializzato. Il futuro prossimo dei fondi ci porterà una scrematatura?

d. m.

FONDI COMUNI E TITOLI DI STATO Una preda introvabile: il «bottista pentito»

sta a Gorla del responsabile economico del Psi, Enrico Manca, di abbassare questi rendimenti reali. Per questa via si creerebbero le condizioni per un abbassamento complessivo del costo del denaro, costo che rimane ai vertici in Europa.

I fondi comuni intendono inserirsi in questa situazione in movimento. La giungla fiscale sui redditi da capitale continua a favorirli. L'introduzione della tassa sul Bot è un primo colpo di disbosciamento, ma il groviglio rimane. E appunto i fondi continuano a godere di un trattamento di tutto favore, deciso al momento della autorizzazione per legge (nell'83) dei nuovi strumenti di raccolta del risparmio. Da allora i fondi hanno galoppato parecchio tanto da raccogliere 60.000 e più miliardi di risparmio, tanto da coinvolgere centinaia di migliaia di persone (c'è chi dice due milioni). Per avere un'idea