



**Sono cinque gruppi, Agnelli, Ferruzzi-Montedison, De Benedetti, Pesenti, a controllare la massima parte di azioni nel 1986 hanno coperto circa il 70% delle emissioni. Le azioni ordinarie rappresentano solo poco più di un terzo delle emissioni totali quelle di risparmio (senza diritto di voto) fanno la parte del leone. Da notare nel grafico la rilevanza del sovrapprezzo: il caso italiano miscela i due fattori producendo effetti distorsivi che danneggiano la trasparenza dello stesso mercato. Nei gruppi industriali-finanziari il controllo è esercitato da una sola società (holding o capogruppo) che controlla il sistema a cascata delle altre controllate attraverso un reticolo di possessori azionari molto al di sotto — normalmente — del cento per cento. La possibilità di emettere azioni di risparmio e/o privilegiate (insieme con le azioni ordinarie) consente ai gruppi di controllo di comandare una varietà molto elevata di attività imprenditoriali finanziarie con una quota di possesso complessiva molto limitata. Più si scende dal vertice delle piramidi più si assottiglia il pacchetto di azioni con cui si controlla la società**

| SETTORI                     | Controvalore degli scambi (milioni di lire) | Quota % |
|-----------------------------|---|---------|
| Assicurative                | 10 563 497 88                               | 24 847  |
| Meccaniche/Automobilistiche | 16 277 357 09                               | 24 418  |
| Finanziarie                 | 11 861 755 19                               | 17 794  |
| Chimiche/Idrocarburi        | 10 319 302 74                               | 15 480  |

**Il settore che si è aggiudicato nel 1986 la palma degli scambi maggiori è stato quello assicurativo con un incremento del 131,2%. Seguono le società cartarie con 105,9%, le meccaniche con 91,3%. Tre settori hanno chiuso il 1986 con performance negative: minerario -21,9%, elettrotecnico -20,3%, tessile -8,7%.**

di A. Pollio Salimbeni

**Guido Rey, presidente dell'Istat, rilancia l'allarme: non si finanziano investimenti reali - Crescono i profitti ma si restringe la base produttiva**

# Cari capitalisti, siete malati di finanza



comandare erano i responsabili della produzione e gli uomini del marketing. Negli anni dell'inflazione a due cifre quando una moltiplicazione di prezzi e una deflazione intelligente della soreria contavano — parafrasando — più della qualità del prodotto l'aspetto di comando si spostò decisamente verso i finanziatori d'impresa. Hanno imparato il mestiere ricucendo i bilanci bucati gestendo i cambi esteri. In pratica si sono fatti le ossa alla scuola dell'alta finanza accettando le regole. Una volta che i costi non sono più in rosso con un paese che si terziarizza a gran velocità non possono più accettare buoni consigli — se non ordini — dai sacerdoti del sistema finanziario cominciano la grande competizione. Ecco allora il finanziere d'impresa che si getta all'esterno e cerca spazio nei servizi finanziari nella grande distribuzione nell'attività bancaria in senso stretto. Un fenomeno che rischia di diventare ipertrofico. Non solo: ecco la mia ipotesi: essi tendono ad affrancarsi anche dalle regole dell'impresa produttiva di origine e mutano a loro interno i rapporti di potere. Si ripropongono problemi delle strategie industriali per cui si dovranno arrivare al più presto ad un riequilibrio dei rapporti di forza tra le diverse anime dell'impresa.

In queste settimane i rapporti bancari e imprese e l'argomento di forte polemica che cosa è e cosa è tutto questo? Intanto va detto che fin a quando la differenza dei tassi di interessi di credito alla grande impresa e alla piccola impresa resterà alta, la grande impresa tenderà a coprire un ruolo di finanziatore dei crediti di esercizio che una volta apparteneva al sistema bancario.

Ma c'è il fatto ancora più sottile: il fatto che i grandi gruppi industriali di credito mirino nei grandi gruppi puntando sul controllo. Agli industriali che a toccano la Banca d'Italia vorrebbe ricordare una cosa: il fatto che il sistema industriale in Italia non poteva cioè fare aumentare il grado di concorrenza. Qual è il prezzo di questa strategia?

Un aumento secco del tasso di oligopolio dell'intero sistema, condizionato da pochi grandi gruppi che utilizzano il loro potere di mercato per aumentare la base produttiva. Le conseguenze sono che il consumatore paga di più le merci e l'occupazione industriale

Mal di finanza? C'è ancora anche se il boom della Borsa e alle nostre spalle. Anzi siamo arrivati al momento in cui bisogna riprendere in mano con decisione le strategie industriali per produrre più cose più merci non per produrre più carta finanziaria. Guido Rey è uno degli osservatori più attenti — e costanti — delle trasformazioni economiche e sociali del paese. Dal secondo piano del palazzo a ridosso del Vittoriano a Roma guida l'Istituto centrale di statistica e scruta tra le cifre della contabilità nazionale all'università come ordinario di politica economica si sofferma sui fenomeni di lunga durata. Un anno fa nel bel mezzo dell'euforia aveva lanciato l'allarme con scarso risultato. Ne la greppia di piazza degli Affari c'era posto i grandi oligopolisti rastrellavano migliaia di miliardi e i risparmiatori trasferivano i loro quattrini dai buoni del tesoro alle azioni. Adesso i toni sono smorzati i guadagni pure ma gli eccessi non sono stati digeriti. E il professor Rey rincara la dose.

Se il mercato di Borsa sostiene gli investimenti industriali aiuta l'accumulo di capitali di rischio allora svolge la sua funzione fondamentale. Se la sua funzione è strettamente finanziaria nel senso che allenta prevalentemente l'attesa di guadagno in conto capitale gonfia artificialmente i corsi dei titoli per attrarre «clienti» interessati a guadagni nel breve periodo: ecco la distorsione che il mercato resta in balia di speculatori finanziari e di risparmiatori sprovvisti: ecco il pericolo che la gestione corrente dell'impresa generi un utile insufficiente a garantire una adeguata remunerazione al risparmiatore.

Ma sembra però che la grande impresa abbia scelto una terza via: dopo le ristrutturazioni la via delle alleanze su scala mondiale con «partners» che — di solito — vanno a gonfie vele. Ciò produce buoni frutti. E vero, dopo le grandi ristrutturazioni è successo quello che ci scopriamo la ragione di tanta redditività: Per incrementare il tasso di profitto l'impresa deve condizionare la situazione del mercato a suo favore e non ha altri mezzi se non quello di intervenire sulla concorrenza. A questo punto è a un bivio o raggiunge il controllo del mercato attraverso accordi o cerca di incorporare tout court il concorrente. In entrambi i casi è evidente che riducono il grado di concorrenza. In Italia come la Ford non poteva cioè fare aumentare il grado di concorrenza. Qual è il prezzo di questa strategia?

Un aumento secco del tasso di oligopolio dell'intero sistema, condizionato da pochi grandi gruppi che utilizzano il loro potere di mercato per aumentare la base produttiva. Le conseguenze sono che il consumatore paga di più le merci e l'occupazione industriale

ne risente. Ci sono inoltre più rischi perché le concentrazioni produttive sono certo più remunerative ma quando entrano in crisi sono difficili da rimettere in equilibrio. Ricorda la Montedison? Sono occorsi oltre dieci anni perché risalisse la china e a quali prezzi.

Resta da chiarire perché la grande impresa sposi la finanza fino, come lei sostiene ad ammalarsene. Non vorrei davvero passare per un santone espongo più che altro delle sensazioni cercando di riunire studi e convinzioni maturate negli ultimi tempi. Fino agli anni 50-60 le imprese si autofinanziavano a

del'economia e certo nel breve periodo ciò ha reso meno instabile l'occupazione ma non ha risolto i problemi di fondo. Mi sembra però che la grande impresa abbia scelto una terza via: dopo le ristrutturazioni la via delle alleanze su scala mondiale con «partners» che — di solito — vanno a gonfie vele. Ciò produce buoni frutti. E vero, dopo le grandi ristrutturazioni è successo quello che ci scopriamo la ragione di tanta redditività: Per incrementare il tasso di profitto l'impresa deve condizionare la situazione del mercato a suo favore e non ha altri mezzi se non quello di intervenire sulla concorrenza. A questo punto è a un bivio o raggiunge il controllo del mercato attraverso accordi o cerca di incorporare tout court il concorrente. In entrambi i casi è evidente che riducono il grado di concorrenza. In Italia come la Ford non poteva cioè fare aumentare il grado di concorrenza. Qual è il prezzo di questa strategia?

Un aumento secco del tasso di oligopolio dell'intero sistema, condizionato da pochi grandi gruppi che utilizzano il loro potere di mercato per aumentare la base produttiva. Le conseguenze sono che il consumatore paga di più le merci e l'occupazione industriale

## Come cambia il mercato dei piccoli

**SENZA TANTO** clamore, una piccola rivoluzione la Borsa l'ha fatta. Da qualche settimana e infatti operativa la delibera della Consob che riforma il cosiddetto mercato Restretto. Nelle intenzioni dichiarate della Commissione c'è il progetto di fare del Restretto una vera e propria Borsa minore, introducendo anche quei criteri di trasparenza, di operatività, di liquidità propri di un mercato efficiente.

«La delibera della Consob — dice l'agente di cambio Leonardo Gaudenzi — va nella direzione giusta. Grazie ad essa dovrebbe aumentare sensibilmente il numero delle società quotate».

In questo speciale listino sono presenti infatti oggi solo una quarantina di titoli, in gran parte delle Banche Popolari, le quali hanno nei propri statuti norme che ne impediscono di fatto la quotazione nel mercato maggiore. Ma decine e decine di altre società potrebbero figurarvi tra non molto. La Consob, fermo restando il limite

preoccupa in qualche caso di collocare presso i propri clienti pacchetti azionari di minoranza di società di importanza regionale. Il problema in questi casi è l'eventuale cessione di questi pacchetti una volta che il socio decidesse di ritirarsi dall'affare. Con la quotazione al Restretto il collocamento è più semplice: se l'azienda è valida un compratore lo si trova di certo.

Per favorire l'operatività degli scambi, la Consob ha disposto tra l'altro che gli affari di questo mercato siano quotidiani, e non più settimanali (fino ad ora, in effetti il Restretto si riuniva un giorno solo la settimana, il mercoledì). E ha deciso di decentrare una serie di procedure per arrivare alla quotazione (oltre che il controllo su eventuali oscillazioni anomale dei prezzi) a un comitato specifico, composto da due rappresentanti degli agenti di cambio (a Milano lo stesso Gaudenzi e Ventura) e uno ciascuno per Camera di commercio, banche e commissari.

| Azioni                    | Controvalore in milioni di lire | Quota % del controvalore complessivo | Azioni                           | Controvalore in milioni di lire | Quota % del controvalore complessivo |
|---------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------|--------------------------------------|
| Fiat ordinaria            | 8.454,19                        | 12,68                                | Banque di Roma                   | 711,063                         | 1,0                                  |
| Assicurazioni Generali    | 6.970,433                       | 10,46                                | Italo Assicurazioni              | 636,924                         | 0,92                                 |
| Montedison ordinaria      | 6.146,94                        | 9,2                                  | Italia Assicurazioni             | 624,681                         | 0,94                                 |
| Fiat privilegiata         | 3.870,04                        | 5,8                                  | Stet ordinaria                   | 79,13                           | 0,11                                 |
| RAS ordinaria             | 2.444,940                       | 3,7                                  | Nuova Banca Ambrosiana           | 306,09                          | 0,43                                 |
| Olivetti ordinaria        | 1.863,410                       | 2,8                                  | Tre Assicurazioni privilegiate   | 491,97                          | 0,7                                  |
| SAI ordinaria             | 1.701,909                       | 2,6                                  | Il vd Admatic                    | 486,465                         | 0,7                                  |
| Mediobanca                | 1.691,351                       | 2,5                                  | Banca Commerciale Italiana       | 485,490                         | 0,7                                  |
| Iniziativa MeTA ordinaria | 1.116,25                        | 1,7                                  | CIR ordinaria                    | 468,1                           | 0,7                                  |
| Cemna ordinaria           | 1.140,305                       | 1,7                                  | Agri e Finanziaria ordinaria     | 459,441                         | 0,6                                  |
| SME                       | 1.090,09                        | 1,6                                  | SAI ordinaria                    | 459,11                          | 0,6                                  |
| IFI privilegiata          | 1.063,190                       | 1,6                                  | La Previtente                    | 413,106                         | 0,6                                  |
| La Fondiaria              | 1.041,13                        | 1,6                                  | Alleanza Assicurazioni ordinaria | 411                             | 0,5                                  |
| Snia BPD                  | 1.011,34                        | 1,5                                  | Cartiere Burgi ordinaria         | 411,494                         | 0,5                                  |
| Pirelli SpA ordinaria     | 1.009,0                         | 1,5                                  | Farmitalia ordinaria             | 411,464                         | 0,5                                  |
| <b>TOTALE</b>             | <b>148.266.127</b>              | <b>72,41%</b>                        |                                  |                                 |                                      |

Pollio Salimbeni

**Onado: le imprese maggiori fanno finanza in proprio, da qui la concorrenza con le banche, spiazzate dall'euforia**

# Dopo la grande abbuffata rischi di indigestione



doardo Gardumi

## E per la Confindustria sono Tesoro e banche a rallentare la marcia

Borsa in questi anni è alle imprese. Ma tutte nello stesso modo: si può forse dire che una larga porzione di produttività è formata in parte da titoli hanno costituito un danno quantomeno indiretto di difficile il problema per le industrie nel complesso i inflati di un mercato finanziario ora grazie e ma anche i successi della hanno finito con il secondo piano e i ritardi che pesano sulla attività produttiva. In sintesi il guaio è Innocenzo (col direttore del centro della Confindustria) la novità introdotta in economia italiana dal poderoso decollo mercato della compra di titoli azionari. I giudizi di sostanziale aumento ma non creano soddisfazione.

La ripresa di una capacità di autofinanziamento non si è limitata alle industrie maggiori: quelle con le

azioni quotate in Borsa. Anche per le società non quotate gli ultimi tre quattro anni sono stati sotto profilo positivo. Ciò non toglie naturalmente che si siano manifestate a loro danno evidenti distorsioni. Quali sono a suo giudizio questi aspetti negativi?

«Guardi e senz'altro vero che il mercato finanziario si è molto sviluppato ma lo ha fatto essenzialmente lungo due sole direttrici. Innanzi tutto intorno al debito pubblico. La crescita costante del disavanzo e la necessità di reperire risorse per ripianarlo è stata una spinta potente alla finanziaria del sistema. Si può dire che in questo campo lo Stato ha mostrato più fantasia e capacità di innovazione di altri: si è inventato un sacco di cose. Poi c'è stata la Borsa ma come si è detto ha messo direttamente solo su un numero ristretto di questi due strumenti ha finito con il soffocare altri con l'impedire una crescita che poteva essere ben più armoniosa».

Fu una conseguenza ineluttabile o ci sono delle responsabilità?

«Io constato solo che debito pubblico e Borsa hanno fatto il pieno drenando risorse che potevano arrivare anche alla impresa piccola e media quella che non può arrivare in piazza degli Affari. Per l'industria minore si è fatto poco o niente. Se questa regge e perché ha una forte capacità di autofinanziamento ma i imposti bluita di accedere al credito a prezzi ragionevoli e la mancanza di strumenti finanziari di sostegno ne frenano gli investimenti e lo sviluppo».

Quali potrebbero essere questi strumenti?

«Quelli che ci sono in altri Paesi. Le merchant bank, i fondi chiusi, le società di partecipazione in venture capital. Tutti canali per finanziare le imprese che non vanno in Borsa. Ma

forte concorrenza con il sistema bancario. È un fenomeno su scala mondiale che in Italia è più marcato per la sua velocità e per il suo carattere fortemente concentrato».

«L'attuale depressione di piazza degli Affari non è un esempio lampante della instabilità che può ritrarsi contro le imprese».

«Il mercato ha fatto indigestione prima con l'abbuffata di sovrapprezzi poi con l'affare delle azioni libiche della Fiat. C'è stato un eccesso che ha inghiottito il mercato. Difficile dire quale il limite superato il quale si imballa il motore sta di fatto che questo limite è stato superato e adesso ci affiora parecchio tempo prima di smaltire tutto».

netta fra Borsa e banca piuttosto hanno ruoli complementari».

«Eppure mai quanto negli ultimi due anni la Borsa è stata il grande serbatoio dal quale le grandi imprese hanno rastrellato migliaia di miliardi».

«È vero il sistema bancario non è spiazzato dall'euforia di piazza degli Affari. Nel 1986 la Borsa ha dato dodicimila miliardi alle imprese di questi novemila sono di sovrapprezzo: cioè la somma richiesta ad un azionista nel caso di un aumento di capitale oltre al valore nominale del titolo in fondo è questo il dato sconvolgente — dell'anno scorso non tanto la quantità di azioni emesse ma i rubinetti degli istituti di credito non si sono mai divisi. I dati del trimestre novembre-febbraio dimostrano che dalle banche sono affluiti agli imprenditori tremila miliardi. L'impresa si muove in rapporto alla convenienza dei tassi anche piccoli differenziali consentono profitti molto elevati. Certo che l'impresa si muove non quando si muove il portafoglio ma quando si muove il breve periodo. La seconda ha bisogno di ondivoci finanziamenti coerenti con la lunghezza delle strategie industriali. Ma noi crediamo che il sistema bancario aderisca sempre a questa esigenza dell'impresa. Lo ha affermato chiaramente la grande crisi finanziaria negli anni 70 accuratamente coperta, che coinvolgeva istituti come Imi e Crediop. Allora non erano grandi valutazioni di lungo periodo. La novità è che oggi la grande impresa fa finanza in proprio e sta qui il motivo della