

SANPAOLO

notizie

*«Tettoprotetto»: il nuovo mutuo fondiario
del San Paolo*

pag. 6

*Il fondo comune di investimento
Euro Vega*

pag. 28

*Il credito d'imposta sugli utili distribuiti
dalle società di capitali*

pag. 58

ISTITUTO BANCARIO
SAN PAOLO DI TORINO

7

1986

Af 9-7



SANPAOLO

notizie

L'economia

Produzione industriale e occupazione

Dopo il ricupero registrato nel secondo trimestre, l'attività produttiva ha seguito, nei mesi successivi, un andamento sostanzialmente stabile.

Il dato dell'indice della produzione industriale relativo allo scorso mese di settembre ha segnato un incremento del 4,5% rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Tuttavia occorre considerare che tale risultato si è avuto con un giorno lavorativo in più rispetto al giugno del 1984: l'indice della produzione media giornaliera risulta di conseguenza superiore solo dello 0,3%.

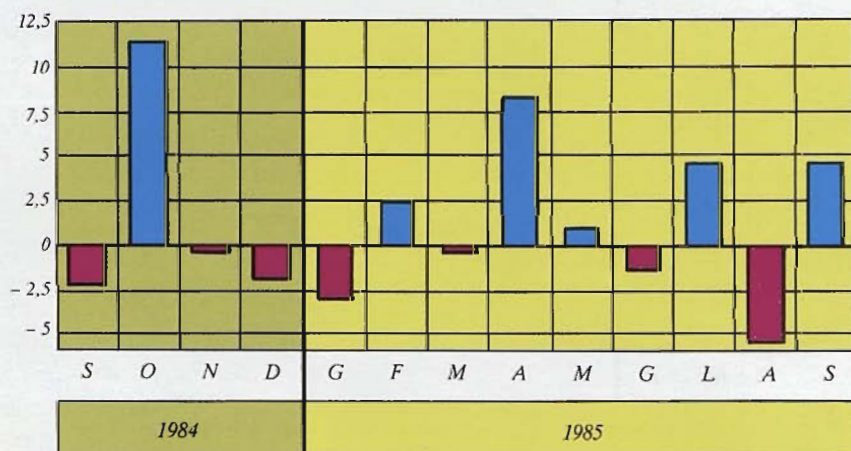
Nei primi tre trimestri l'indice della produzione ha registrato un incremento medio dell'1,5% rispetto al corrispon-

dente periodo del 1984. Va segnalato in proposito che gli indici secondo la destinazione economica rivelano un sensibile incremento (6,7%) per il comparto dei beni d'investimento, dato che conferma l'attuale fase di ripresa ciclica degli investimenti.

La situazione del mercato del lavoro mostra qualche timido segnale di miglioramento. Secondo l'ultima indagine trimestrale dell'ISTAT sull'occupazione relativa al mese di luglio i lavoratori occupati sono aumentati di 176 mila unità rispetto alla rilevazione del luglio 1984 e le persone in cerca di occupazione sarebbero 2 milioni e 489 mila, in aumento (153 mila unità) rispetto alla situazione dello scorso anno; tale aumento è dovuto essenzialmente alla crescita dei giovani in cerca di prima

PRODUZIONE INDUSTRIALE

variazioni % rispetto allo stesso mese dell'anno precedente

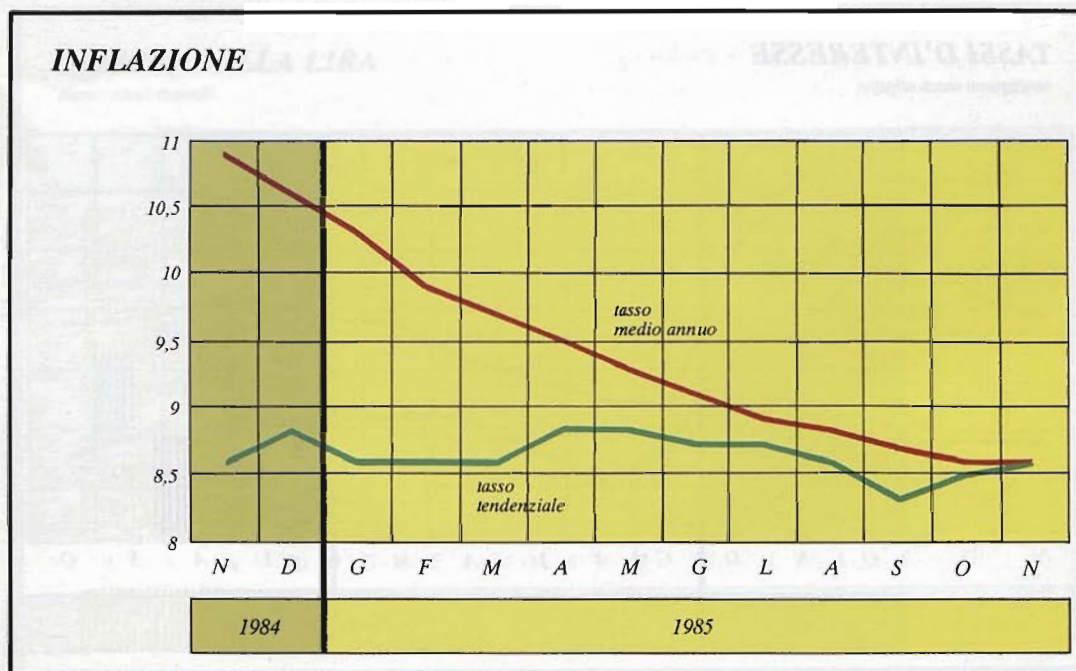


occupazione (128 mila unità) e alle altre persone in cerca di lavoro (34 mila unità). Quest'ultimo dato, secondo gli esperti, segnala un aumento della fiducia all'interno del mercato del lavoro, poiché tali persone entrano abitualmente nel mercato quando ritengono che le probabilità di trovare un'occupazione siano migliorate. Il tasso di disoccupazione tuttavia rimane elevato ed è risultato del 10,6% contro il 10,1% del luglio del 1984. L'aumento occupazionale è dovuto all'espansione notevole degli occupati nel settore dei servizi (391 mila unità) mentre l'industria e l'agricoltura hanno ulteriormente perduto posti di lavoro (rispettivamente 152 mila e 63 mila unità); nel settore dei servizi si concentra ormai il 55,9% dell'occupazione, percentuale che rappresenta il massimo storico.

Inflazione

I dati più recenti sull'andamento dei prezzi al consumo confermano che il processo di rientro dell'inflazione ha qualche difficoltà a proseguire.

L'aumento mensile dell'indice dei prezzi al consumo in ottobre, pari all'1,2%, è superiore a quello del mese corrispondente del 1984, cosicché il tasso tendenziale è risalito all'8,5%, mentre il tasso medio d'inflazione è sceso all'8,6%. La stazionarietà del processo di riduzione dell'inflazione è confermata anche dalle rilevazioni provvisorie delle cinque città campione del Nord relative al mese di novembre e che hanno evidenziato un aumento mensile dei prezzi al consumo intorno allo 0,6%. Tale incremento è stato confermato dall'anda-



mento medio nazionale per il mese di novembre; il tasso d'inflazione tendenziale dei prezzi al consumo è salito così all'8,6%.

Tassi d'interesse

Dopo la decisa riduzione dei tassi bancari di settembre è seguito un calo significativo dei rendimenti sui titoli di Stato favorito dalla forte domanda di titoli a medio e lungo termine e dal rallentamento delle variabili monetarie.

All'inizio di novembre le Autorità Monetarie hanno annunciato la riduzione del tasso ufficiale di sconto dal 15,50 al 15%. Successivamente i tassi d'interesse hanno rallentato la discesa a causa di una persistente carenza di liquidità (dovuta fra l'altro agli imponenti impegni fiscali) e in seguito agli incerti risultati registrati dalle aste dei titoli di Stato.

Cambio della lira e conti con l'estero

Dopo il riallineamento del cambio della lira all'interno dello SME verificatosi a luglio, il mercato dei cambi è stato caratterizzato dal progressivo indebolimento del dollaro. Sull'andamento della valuta statunitense ha significativamente inciso l'accordo raggiunto dalle Autorità Monetarie dei cinque maggiori paesi industriali alla fine di settembre: con questo documento il Gruppo dei Cinque ha deciso, fra l'altro, di attuare interventi sul mercato dei cambi tali da favorire un graduale ridimensionamento del cambio della valuta statunitense. Negli ultimi mesi il cambio della lira, seguendo l'andamento delle altre valute, si è apprezzato nei confronti del dollaro mentre è rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla valuta comunitaria. I nostri conti con l'estero, dopo il progressivo deterioramento registrato nel

TASSI D'INTERESSE

rendimenti medi effettivi



corso del 1985, hanno recentemente mostrato qualche segno di miglioramento soprattutto per quanto riguarda l'interscambio commerciale (import-export di merci).

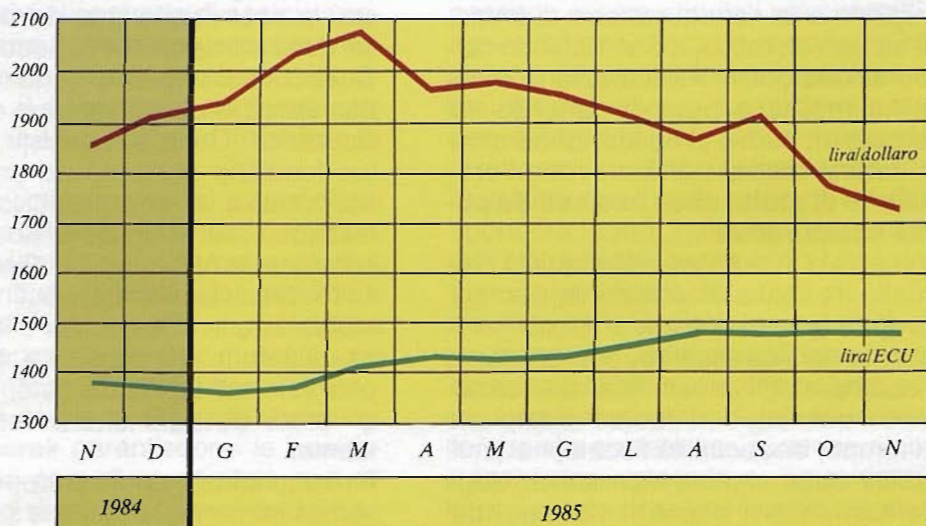
Nel terzo trimestre del 1985 la bilancia commerciale ha registrato un disavanzo di 568 miliardi contro un deficit di 2.837 miliardi dello stesso periodo del 1984. Nei primi nove mesi tuttavia il deficit, pari a 17.489 miliardi, risulta ancora superiore a quello registrato lo scorso anno (12.971 miliardi). Le importazioni sono cresciute, in valore del 18,5% mentre le esportazioni sono aumentate del 16,2%. Il miglioramento congiunturale evidenziato dall'interscambio commerciale può essere collegato a diversi fattori, fra cui il recupero di competitività delle merci italiane conseguito con la svalutazione di luglio, il recente calo del dollaro ed il rallentamento della domanda interna.

La bilancia dei pagamenti valutaria nei

primi otto mesi dell'anno in corso ha accusato un passivo di 5.310 miliardi a fronte di un attivo di 141 miliardi nello stesso periodo dello scorso anno.

CAMBIO DELLA LIRA

cambi medi mensili



2 Prodotti e servizi per la

Tettoprotetto: il mutuo fondiario San Paolo assistito da polizza di assicurazione

L'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione della casa rappresentano per un grande numero di famiglie un obiettivo di primaria importanza, il cui conseguimento, in questi ultimi anni ed a causa di molteplici motivi, è risultato assai difficile.

Per molte famiglie la soluzione tradizionale seguita per divenire proprietari di una nuova abitazione è stata quella del mutuo fondiario, sostituendo di conseguenza al canone di locazione il pagamento delle rate semestrali relative al finanziamento concesso.

Nell'intento di ampliare la gamma di strumenti operativi nel settore fondiario ed edilizio con l'offerta alla clientela di prodotti atti a facilitare l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione di immobili ad uso abitativo, il San Paolo in collaborazione con le Assicurazioni Generali ha messo a punto e lanciato sul mercato un nuovo prodotto, denominato «**tettoprotetto**», che prevede l'**erogazione di mutui casa assistiti da polizza assicurativa**.

La clientela interessata all'acquisto della casa ha così a disposizione, per raggiungere questo fine, un prodotto particolarmente interessante, che consente di abbinare agli aspetti finanziari caratteristici del mutuo (rimborso dilazionato nel tempo; deducibilità fiscale, nei limiti stabiliti dalla vigente normativa, degli interessi passivi pagati) i vantaggi del contratto assicurativo (prestituzione di un capitale nel tempo con copertura

del rischio di premorienza dell'assicurato, in aggiunta alla deducibilità fiscale dei premi sulla polizza vita pagati, anch'essi nei limiti previsti dalla legge).

Di seguito si presentano alcune brevi indicazioni concernenti il nuovo prodotto, al fine di illustrare ai lettori gli aspetti salienti che lo differenziano dai mutui fondiari tradizionali.

Caratteristiche del nuovo prodotto

Tettoprotetto è rivolto al soddisfacimento di esigenze di finanziamento relative al settore abitativo, ed in particolare a programmi concernenti l'acquisto, la costruzione e la ristrutturazione sia della prima che della seconda casa. Questo nuovo strumento proposto dal San Paolo in collaborazione con le Assicurazioni Generali consiste in un mutuo fondiario abbinato ad una polizza assicurativa, di tipo collettivo, che garantisce l'intervento della Società assicuratrice (le Assicurazioni Generali) per il rimborso del capitale, estinguendo il mutuo in unica soluzione alla scadenza, ovvero in via anticipata, in caso di premorienza dell'assicurato, liberando gli eredi da ogni onere verso il mutuante.

Il mutuatario è tenuto a corrispondere semestralmente, anziché la normale rata di ammortamento composta da quota interessi e quota capitale, un importo

rappresentato dalla somma degli interessi maturati sul mutuo e del premio relativo alla polizza di assicurazione.

Per quanto concerne il mutuo restano invariate le consuete procedure tecniche e valutative per la concessione di tali finanziamenti.

Tale nuovo prodotto può essere richiesto da persone fisiche con età compresa, alla data di erogazione del mutuo, tra i 18 ed i 60 anni.

Informazioni relative al contratto di assicurazione

La **durata** del contratto assicurativo è di **15 anni**, pari a quella del mutuo. I premi relativi al contratto di assicurazione dovranno essere corrisposti semestralmente dal mutuatario contemporaneamente al pagamento degli interessi sul mutuo, il 1° gennaio ed il 1° luglio di ogni anno.

Il premio corrisposto dal beneficiario del mutuo alla Società assicuratrice, tramite il San Paolo, è formato da due componenti determinate con riferimento a due differenti forme di previdenza integrativa: con la prima il mutuatario si assicura la copertura dei rischi di morte, mentre con la seconda le Assicurazioni Generali garantiscono la costituzione in 15 anni di un capitale pari all'importo inizialmente finanziato dal San Paolo. I versamenti effettuati dagli assicurati in relazione alla seconda compo-

nente confluiscono in una speciale forma di gestione degli investimenti, distinta da quella delle altre attività delle Assicurazioni Generali, che viene denominata con la sigla GESAV (Gestione Speciale Assicurati Vita), le cui caratteristiche sono illustrate nel modulo di adesione. Mentre la prima è fissa, questa seconda componente del premio è soggetta a variabilità: il relativo ammontare viene rideterminato di anno in anno, sulla base delle condizioni generali previste per il contratto di assicurazione, al fine di far beneficiare l'assicurato del reddito prodotto dall'investimento delle somme da lui già corrisposte.

Qualora venga avanzata richiesta di intestazione del mutuo a più persone possono essere stipulati più contratti di assicurazione, in capo a ciascun intestatario del mutuo; in ogni caso la somma dei capitali assicurati deve essere pari all'importo del mutuo. Trattandosi di una assicurazione del ramo vita i premi iniziali che il mutuatario dovrà corrispondere sono calcolati in funzione dell'età del richiedente, sulla base delle specifiche tabelle attuariali a tal fine adottate dalle Società assicuratrici.

Al momento della compilazione della domanda di adesione alla polizza assicurativa il mutuatario è tenuto inoltre a fornire alla società assicuratrice alcune informazioni integrative riguardanti il proprio stato di salute (eventuali operazioni a cui è stato sottoposto, risultati di recenti esami clinici, ecc.).

Erogazione del mutuo e pagamento delle rate semestrali

In seguito ad esito favorevole dell'istruttoria di mutuo e ad accettazione del contratto assicurativo da parte delle Assicurazioni Generali, il San Paolo procede all'erogazione delle somme mutate; poiché il premio relativo alla copertura del rischio di morte deve essere corrisposto anticipatamente, all'atto dell'erogazione il cliente deve corrispondere questa componente per il periodo esistente tra la data di erogazione ed il 31/12 nel caso in cui le somme mutate siano state accreditate al cliente nel primo semestre dell'anno, ovvero tra il momento di erogazione ed il 30/6 successivo nell'ipotesi in cui il mutuo sia stato erogato nel secondo semestre.

Come anticipato, i premi assicurativi successivi riguardano sia la copertura assicurativa caso morte che la costituzione del capitale assicurato e vengono a scadere contemporaneamente alle rate semestrali del mutuo, a partire dalla rata numero uno.

La Compagnia di Assicurazione provvede annualmente ad inviare al cliente la quietanza comprovante l'avvenuto pagamento dei premi, mentre la ricevuta attestante il pagamento della rata del mutuo è rilasciata dal San Paolo. I documenti potranno essere così utilizzati dal mutuatario-assicurato per procedere, in sede di compilazione della dichiarazione annuale dei redditi delle persone fisiche e nei limiti previsti dalle norme di legge, alla deduzione fiscale sia dei premi corrisposti sia degli interessi passivi relativi al mutuo.

Il mutuatario deve conferire al San Paolo l'autorizzazione per l'addebito continuativo su di un conto acceso presso l'Istituto delle rate semestrali complessive (per interessi e premi) da corrispondere; questa procedura solleva il debitore dall'obbligo di recarsi presso

a sua carico, in quanto le stesse vengono addebitate sul suo conto nell'ultimo giorno utile per il pagamento, purché risultino disponibili i fondi a tal fine occorrenti.

Alcune informazioni integrative

Nell'ipotesi che il mutuatario opti per l'estinzione anticipata del mutuo egli potrà decidere di estinguere quest'ultimo utilizzando il capitale costituito a fronte dei premi corrisposti alla società di assicurazione, oppure mantenere in vita il rapporto assicurativo estinguendo il mutuo con fondi propri.

In caso di vendita dell'immobile potrà essere avanzata richiesta di voltura del mutuo in capo all'acquirente (che deve presentare comunque le necessarie caratteristiche di età), altrimenti si dovrà procedere all'estinzione del mutuo. La Società assicuratrice, nel caso che accetti il trasferimento del contratto assicurativo, procederà a ricalcolare l'importo dei premi residui, tenendo conto dell'età del nuovo proprietario e dei versamenti già effettuati.

Se la Società assicuratrice non ritiene di poter continuare con il nuovo proprietario il rapporto assicurativo, il San Paolo si riserva la facoltà di richiedere la risoluzione del mutuo oppure la sua trasformazione in mutuo fondiario con rimborso del capitale a quote costanti.

Vantaggi fiscali

La deducibilità sia degli interessi passivi pagati sul capitale mutuato che dei premi assicurativi corrisposti all'impresa assicuratrice, nei limiti stabiliti dalla normativa fiscale, assume un'importanza primaria nel determinare la convenienza economica di questa forma rispetto alle altre tipologie di mutuo fondiario; gli attuali limiti di deducibilità fiscale, sono fissati, per ciascun compo-

nente del nucleo familiare, per gli interessi passivi in 4.000.000 di lire (7.500.000 nel caso di acquisto della prima casa) ed in lire 2.500.000 relativamente ai premi pagati per assicurazioni sulla vita.

Da un confronto dei costi complessivi, calcolati al netto del risparmio fiscale, riguardanti i mutui ordinari attualmente sul mercato ed il nuovo prodotto «tetto-protetto», emerge che quest'ultimo risulta il più conveniente in un ampio ventaglio di casi caratterizzati da diverse combinazioni dei fattori: età dell'assicurato-mutuatario, entità del suo reddito complessivo imponibile ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche e quindi del livello della sua aliquota fiscale, nonché l'importo del mutuo assicurato. Una dettagliata esemplificazione dei costi di questo prodotto, al netto della componente fiscale, sarà presentata nel prossimo numero di San Paolo Notizie.

Coloro che sono interessati all'acquisto dell'abitazione utilizzando la formula «tetto-protetto» possono rivolgersi alle filiali dell'Istituto, dove è possibile acquisire tutte le ulteriori informazioni necessarie, il materiale illustrativo e la modulistica da compilare per la richiesta del nuovo prodotto. In particolare, la domanda di mutuo fondiario San Paolo assistito da polizza di assicurazione deve essere compilata contestualmente all'atto di adesione al contratto assicurativo riguardante la copertura del rischio di premorienza e la costituzione del capitale necessario, alla scadenza del mutuo, per il suo ammortamento.

Le caratteristiche del nuovo prodotto «tetto-protetto» possono essere sintetizzate come segue:

durata:

15 anni;

scadenza delle rate:

semestrale e posticipata, il primo gennaio ed il primo luglio di ogni anno;

composizione delle rate:

- a) interessi maturati sul mutuo,
- b) premio assicurazione caso morte,
- c) premio assicurazione caso vita;

rimborso del capitale:

in unica soluzione alla scadenza;

tasso di interesse sul mutuo:

variabile annualmente applicando il tasso annuo risultante dalla somma di 1/3 del tasso di rendimento dei BOT annuali e di 2/3 del tasso annuo di rendimento effettivo medio lordo delle obbligazioni soggette ad imposta, emesse dagli Istituti di Credito Mobiliare dopo l'entrata in vigore della riforma fiscale (1° gennaio 1974), maggiorato di uno «spread» pari all'1,50% annuo. Il tasso di interesse può variare da un minimo del 9,50% ad un massimo del 21,50% annuo. **Il tasso di interesse inizialmente praticato risulta pari al 15,50% annuo** (novembre 1985);

copertura assicurativa:

- a) garanzia del rimborso del capitale in caso di premorienza,
- b) costituzione di un capitale alla scadenza del mutuo pari all'entità di quest'ultimo;

caratteristiche dei richiedenti:

persone fisiche con età compresa, alla data di erogazione del mutuo, tra i 18 ed i 60 anni;

vantaggi:

- sicurezza di rimborso anche in caso di premorienza del mutuatario;
- possibilità di beneficiare del rendimento generato dalla gestione professionale della componente di premio relativa al caso vita;
- deducibilità fiscale non solo della quota per interessi della rata, come nei mutui tradizionali, ma anche di quella relativa ai premi assicurativi (miranti a garantire il rimborso del capitale, anche in caso di morte);
- contenimento dell'onere assicurativo, rispetto all'ipotesi di contratto individuale, derivante dal carattere collettivo della polizza.

Titoli di Stato ed obbligazioni

La crescita sostenuta del fabbisogno del settore statale si è tradotta in un'emissione netta di titoli di Stato nel trimestre settembre-novembre 1985 pari all'incirca a 28.800 miliardi il cui ammontare è stato tuttavia assorbito dal mercato che ha mostrato una certa preferenza per i titoli a medio-lungo termine in previsione di un graduale ribasso dei tassi d'interesse.

I CCT, in particolare, che ad inizio anno rappresentavano meno della metà dei titoli di Stato in circolazione, hanno costituito la quasi totalità delle emissioni nette del periodo, portando così la propria quota sul totale delle emissioni a poco meno del 54% (si veda la tabel-

la sui titoli di Stato in circolazione).

Il clima di aspettative sostanzialmente favorevole ha quindi permesso un ribasso graduale dei rendimenti offerti ai sottoscrittori in occasione delle diverse emissioni, mantenendo invariate le caratteristiche dei titoli emessi.

Solo nel mese di novembre tale tendenza si è arrestata soprattutto per via della carenza di mezzi liquidi a disposizione degli operatori.

Oltre alle consuete emissioni di BOT, CCT e BTP di cui si dirà in seguito, si segnala una nuova emissione di Certificati del Tesoro in ECU, per la quale si rinvia all'articolo relativo ai titoli in ECU.

Titoli di Stato

quantità in circolazione

Data	BOT (miliardi di lire)	CCT (miliardi di lire)	BTP (miliardi di lire)	CTE (milioni di ECU)
1985				
gennaio	158.818	187.400	33.019	3.100
febbraio	158.281	195.150	35.019	3.700
marzo	158.111	203.699	36.019	3.700
aprile	161.310	209.546	36.019	4.300
maggio	164.357	215.896	36.519	4.300
giugno	168.357	219.896	36.519	4.300
luglio (¹)	171.704	226.243	36.519	4.900
agosto (¹)	176.167	231.243	36.519	4.900
settembre (¹)	178.872	240.943	36.519	4.900
ottobre (¹)	176.268	251.443	37.519	4.900
novembre (¹)	174.346	257.810	38.519	5.600

Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)

Le emissioni nette di BOT nel periodo settembre-novembre, diversamente da quanto avvenuto nei mesi precedenti, sono risultate negative per circa 2.000 miliardi. Il peso dei BOT sul totale dei titoli di Stato (CTE esclusi) è quindi sceso al 37% circa alla fine di novembre rispetto a poco meno del 40% di fine agosto ed al 42% circa di inizio anno. È inoltre migliorata, sia pure lievemente, la composizione per scadenza dei BOT in circolazione, dato che i Buoni a 12 mesi, che a fine agosto rappresentavano poco più del 58% del totale, costituiscono ora oltre il 60%, con una conseguente lieve riduzione del peso relativo dei titoli a 3 ed a 6 mesi. Le ragioni di tale tendenza sono già state evidenziate nell'introduzione.

I rendimenti dei BOT annuali hanno registrato nell'arco dei 3 mesi una flessione di poco meno di un punto percentuale. Il ribasso, che è stato leggermente più contenuto per i titoli a breve scadenza, si è concentrato pressoché totalmente nel periodo settembre-ottobre per arrestarsi, come già accennato, nel mese di novembre.

Certificati di Credito del Tesoro (CCT)

Nel periodo in esame non sono state apportate modifiche alla durata ed agli

«spreads» dei titoli offerti in sottoscrizione. Sono stati pertanto emessi CCT aventi durata quinquennale e decennale con rendimenti pari al tasso dei BOT a 12 mesi maggiorato rispettivamente di 30 e di 75 centesimi. I ritocchi effettuati sul prezzo di emissione e sulla prima cedola (cfr. tabella) hanno determinato un calo dei rendimenti all'emissione – mezzo punto circa – inferiore rispetto a quello dei BOT, favorendo così la propensione degli operatori all'acquisto di titoli di più lunga durata.

In particolare, le favorevoli condizioni delle emissioni di settembre ed ottobre hanno determinato una richiesta costantemente superiore all'offerta, consigliando in qualche occasione il ricorso al riparto.

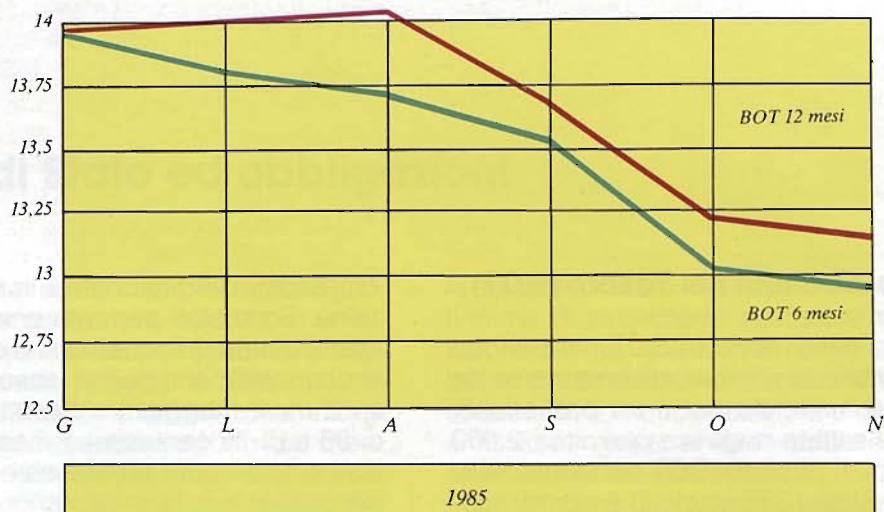
L'emissione più recente – CCT quinquennali di metà novembre – ha tuttavia registrato una scarsa adesione da parte degli operatori, le cui disponibilità liquide consentono attualmente un assorbimento solo parziale degli importi offerti.

Buoni Poliennali del Tesoro (BTP)

L'emissione di Buoni Poliennali di inizio ottobre per un importo di 6.000 miliardi, a fronte di titoli in scadenza per 5.000 miliardi, ha ottenuto un notevole successo grazie soprattutto alle favorevoli condizioni di emissione, invariate rispetto a quelle dei titoli offerti a luglio.

RENDIMENTI DEI BOT

rilevati alle aste di fine mese



Fonte: Banca d'Italia

Prezzi e rendimenti dei BOT

rilevati alle aste di fine mese

Asta di	BOT a 6 mesi		BOT a 12 mesi	
	Prezzo di aggiudicazione	Rendimento composto	Prezzo di aggiudicazione	Rendimento composto
1985				
fine gennaio	93,90 ⁽¹⁾	13,45 ⁽²⁾	87,80	13,71
fine febbraio	94,00 ⁽¹⁾	13,21 ⁽²⁾	88,05	13,35
fine marzo	94,00 ⁽¹⁾	13,14 ⁽²⁾	88,20	13,38
fine aprile	93,65 ⁽¹⁾	14,06 ⁽²⁾	87,60	14,00
fine maggio	93,65 ⁽¹⁾	13,98 ⁽²⁾	87,60	13,89
fine giugno	93,70 ⁽¹⁾	13,94 ⁽²⁾	87,70	13,95
fine luglio	93,55 ⁽¹⁾	13,82 ⁽²⁾	87,60	14,00
fine agosto	93,55 ⁽¹⁾	13,74 ⁽²⁾	87,50	14,05
fine settembre	93,85 ⁽¹⁾	13,58 ⁽²⁾	87,80	13,65
fine ottobre	93,90 ⁽¹⁾	13,07 ⁽²⁾	88,20	13,20
fine novembre	93,90 ⁽¹⁾	12,92 ⁽²⁾	88,20	13,16

⁽¹⁾ Prezzo medio ponderato delle offerte concorrenziali rimaste aggiudicatarie all'asta competitiva, maggiorato di 10 centesimi.⁽²⁾ Rendimento composto calcolato sulla base del prezzo medio ponderato di cui alla nota precedente.**N.B.** Il prezzo di aggiudicazione indicato comprende le commissioni bancarie di sottoscrizione. Il rendimento è calcolato considerando l'anno civile, vale a dire l'effettivo numero di giorni del periodo.

All'inizio di novembre è stata proposta una nuova emissione per un importo di 1.000 miliardi. Il prezzo di sottoscrizione è stato portato da 97,50 a 98,25 lasciando invariata la cedola (6,25% semestrale), in modo da ridurre il rendimento a scadenza (13,66% in luogo del 14% della precedente emissione). Anche in questo caso il collocamento è comunque avvenuto senza eccessive difficoltà, data anche l'esiguità dell'importo offerto.

Obbligazioni ordinarie

Tra le emissioni di obbligazioni ordinarie negli ultimi mesi sono da segnalare, oltre al consueto prestito dell'ENEL, quelle effettuate dalla Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BIRS) e dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI).

L'**ENEL** ha emesso a fine settembre un prestito – il terzo dell'anno – per un importo di 800 miliardi ed una durata quindicennale. La prima cedola semestrale, invariata rispetto all'emissione di maggio, è stata fissata al 6,70% ed il criterio di determinazione delle cedole successive non ha subito variazioni.

Oltre alla maggiorazione sul capitale solitamente riconosciuta (10% del tasso di interesse per ogni semestre di vita del prestito), il sottoscrittore ha la possibilità di richiedere il rimborso anticipato del capitale all'1/10/1995, oppure di detenere i titoli che gli saranno rimborsati in due quote semestrali (1/4/2000 e 1/10/2000). Una facoltà di questo genere (denominata «put option») rappresenta una novità assoluta per il mercato italiano.

La **BIRS** ha emesso a metà novembre un prestito per un importo di 50 miliardi di lire avente durata quinquennale e

Condizioni di emissione dei CCT

Mese di emissione	CCT quinquennali			CCT decennali		
	Prezzo di emissione	Prima cedola	Rendimento % annuale all'emissione	Prezzo di emissione	Prima cedola	Rendimento % annuale all'emissione
1985						
febbraio	n.e.	n.e.	n.e.	99,75	14,50 ⁽²⁾	14,55
marzo	n.e.	n.e.	n.e.	97,50 ⁽³⁾	13,80 ⁽²⁾	14,28
aprile	n.e.	n.e.	n.e.	97,50 ⁽³⁾	13,80 ⁽²⁾	14,28
maggio	n.e.	n.e.	n.e.	97,50 ⁽³⁾	14,40 ⁽²⁾	14,90
giugno	n.e.	n.e.	n.e.	97,50 ⁽³⁾	14,40 ⁽²⁾	14,90
luglio	99,75	7,00 ⁽¹⁾	14,58	98,50 ⁽³⁾	14,40 ⁽²⁾	14,90
agosto	99,75	7,00 ⁽¹⁾	14,58	97,50	14,60 ⁽²⁾	15,10
settembre	99,75	7,00 ⁽¹⁾	14,58	97,50	14,60 ⁽²⁾	15,10
ottobre	99,75	6,80 ⁽¹⁾	14,14	98,00	14,60 ⁽²⁾	15,00
novembre	99,75	6,75 ⁽¹⁾	14,03	98,50	14,20 ⁽²⁾	14,50

n.e. = Non emessi.

⁽¹⁾ semestrale.

⁽²⁾ annuale.

⁽³⁾ prezzo di aggiudicazione.

N.B. Il rendimento annuale all'emissione è calcolato nell'ipotesi che il valore delle cedole successive alla prima sia pari alla maggiorazione fissa più il rendimento risultante all'ultima asta dei BOT semestrali (in caso di asta competitiva si considera la media ponderata fra i prezzi delle offerte concorrenziali rimaste aggiudicatarie ed il prezzo di aggiudicazione delle offerte non concorrenziali maggiorato di 10 centesimi) per le emissioni con cedola semestrale, all'ultima asta dei BOT annuali per le emissioni con cedola annuale.

con rimborso alla pari in unica soluzione alla scadenza. La cedola ha durata annuale ed è fissata al 12,50%. Il rendimento effettivo, tenuto conto del prezzo di emissione inferiore alla pari (96,50), è del 13,50%.

Il prestito di 150 miliardi di lire emesso dalla **BEI** a fine novembre ha una durata di 7 anni ed una cedola annua fissa del 13%, che corrisponde anche al rendimento effettivo, dato che il prezzo di emissione è alla pari. Anche in questo caso il rimborso avviene in un'unica soluzione alla scadenza (1/12/1992).

Entrambi i prestiti sono equiparati, agli effetti tributari, a quelli emessi dallo Stato e godono pertanto di esenzione fiscale. Le loro caratteristiche li rendono interessanti nella prospettiva di una graduale diminuzione dei tassi nel medio periodo.

Obbligazioni convertibili

Nella realizzazione di piani di ricapitalizzazione articolati e a volte complessi, numerose società quotate in Borsa hanno recentemente fatto ricorso all'emissione di obbligazioni convertibili, strumento finanziario per il quale il mercato sta dimostrando un crescente interesse.

I prestiti convertibili in azioni di società quotate collocati entro fine novembre a partire dall'inizio dell'anno (si veda la tabella di seguito presentata) sono stati 19 (contro 6 nel 1984 e 3 nel 1983) per un ammontare complessivo in valore nominale di oltre 1.000 miliardi di lire, cifra che supera largamente le emissioni degli anni precedenti (213,4 miliardi nel 1984 e 46,3 miliardi nel 1983).

L'attenzione rivolta alle obbligazioni convertibili dagli operatori, in modo particolare i fondi comuni, trova spiegazione non solo nel momento favorevole attraversato dal mercato mobiliare, ma anche nelle caratteristiche intrinseche possedute dai suddetti titoli, il cui acquisto comporta rischi in certa misura minori rispetto all'investimento azionario.

Nell'attuale configurazione del mercato, si registra una particolare concentrazione della domanda sulle obbligazioni convertibili di più recente emissione, mediamente a prezzi più prossimi al valore nominale rispetto a quelle già da tempo in circolazione, le cui quotazioni hanno raggiunto in molti casi livelli così elevati (in relazione ai favorevoli rapporti di conversione prestati) da ridurre notevolmente le capacità reddituali come obbligazioni e rendendone al tempo stesso la componente di rischio

Condizioni di emissione dei BTP

Mese di emissione	Durata (anni)	Cedola	Prezzo di emissione	Rendimento e/o annuale all'emissione
1984				
luglio	2	13,50	99,00	14,59
ottobre	2	13,50	99,00	14,59
1985				
gennaio	2	12,50	99,00	13,51
febbraio	3	12	99,00	12,79
marzo	3	12	99,00	12,79
maggio	3	12,25	97,75	13,62
luglio	3	12,50	97,50	14,00
ottobre	3	12,50	97,50	14,00
novembre	3	12,50	98,25	13,66

prossima a quella relativa all'acquisto di azioni.

Nei prossimi mesi, gli azionisti di alcune società quotate avranno la possibilità di sottoscrivere nuovi prestiti convertibili. È stata annunciata l'emissione delle obbligazioni **Euromobiliare 10% 1986/93** (14 miliardi di lire) convertibili in azioni di risparmio Euromobiliare (società di intermediazione e consulenza finanziaria) in ragione di un'azione da nominali lire 1.000 ogni 4 obbligazioni di pari va-

lore nominale, da offrire in opzione agli azionisti in ragione di 2 obbligazioni ogni 3 azioni ordinarie e di risparmio possedute e agli obbligazionisti (prestito Euromobiliare 12% 1984/89) in ragione di 11 obbligazioni ogni 45 possedute.

In concomitanza con la prospettata operazione sul capitale da parte dell'**Italmobiliare** (si veda la rubrica dedicata agli aumenti di capitale), **Mediobanca** emetterà a favore degli azionisti del-

Obbligazioni convertibili in azioni di società quotate in Borsa emesse nel corso del 1985

Convertibili in azioni delle società emittenti

	Mese di emissione	Importo nominale (miliardi di lire)
Sasib 12% 1985/89	gennaio	24
Gemina 9% 1985/90	marzo	56,4
Pirelli & C. 9,75% 1985/91	aprile	46,2
CIR 10% 1985/92	maggio	95
GIM 9,75% 1985/91	maggio	16,4
Snia BPD 10% 1985/93	giugno	110,1
SMI 10,25% 1985/92	giugno	4,8
Singest * 14% 1985/89	giugno	4,8
Eridania 10,75% 1985/91	giugno	79,9
L'Espresso 10,50% 1985/92	giugno	5,5
Industrie Pirelli S.p.A. 9,75% 1985/95 conv. azioni Pirelli S.p.A. ord.	agosto	102,9
De Medici 12% 1985/90	settembre	10,5
Nuova Edificatrice ** 13% 1985/91	novembre	10

* Società quotata presso le Borse Valori di Genova e Firenze.

** Società quotata presso la Borsa Valori di Firenze.

Convertibili in azioni di società diverse dalle emittenti

	Mese di emissione	Importo nominale (miliardi di lire)
Montedison 10% 1985/92	giugno	100
S.S. Selm - Meta		
Efibanca 10,50% 1985/90	giugno	26,8
S.S. Saipem		
Efim 12% 1985/91	luglio	60
parzialmente conv. az. Finanziaria Breda		
Mediobanca 7% 1985/95	luglio	87,5
S.S. Italcementi		
Mediobanca 8%/10% 1985/95	luglio	118
S.S. Buitoni ord./risp.		
Efibanca 10,50% 1985/90	settembre	18
S.S. Investimenti Immobiliari Italiani		

l'Italmobiliare stessa un prestito obbligazionario dell'importo di 64 miliardi di lire convertibile in azioni di tale società. Al servizio del prestito verranno emesse 1.600.000 azioni Italmobiliare di risparmio da nominali lire 10.000 destinate agli obbligazionisti che intendranno effettuare la conversione, nel rapporto prestabilito di un'azione ogni 4 obbligazioni possedute (anch'esse da nominali 10.000 lire).

Anche la **Pacchetti** emetterà obbligazioni convertibili dopo aver elevato il capitale. L'emissione, per un importo di 10,9 miliardi, darà diritto a convertire 5.000 obbligazioni da nominali 1.000 lire in 50.000 azioni. Il prestito godrà di un interesse annuo del 12% corrisposto attraverso cedole semestrali del 6% e verrà offerto in opzione agli azionisti in ragione di 5.000 obbligazioni ogni 100.000 azioni possedute.

La **Perugina**, società passata di recente sotto il controllo della Cir, infine, ha deliberato l'emissione di un prestito obbligazionario di oltre 50,9 miliardi, al tasso del 9% annuo, convertibile in azioni di risparmio nel rapporto di un'azione ogni tre obbligazioni. Le obbligazioni saranno offerte in opzione agli azionisti in ragione di tre obbligazioni per ogni cinque azioni ordinarie e/o di risparmio.

Nel corso degli ultimi mesi sono stati lanciati sul mercato finanziario italiano e sui mercati finanziari internazionali alcuni prestiti obbligazionari **a cedola zero** (zero coupon bonds) denominati sia in lire italiane che in valute estere; questi prestiti sono stati favorevolmente accolti dal pubblico dei sottoscrittori, che hanno mostrato di gradire l'ampliamento della gamma di prodotti finanziari attuato dagli emittenti.

I titoli a cedola zero si differenziano dagli altri prodotti di natura finanziaria presenti sul mercato in quanto l'elemento di rivalutazione del capitale rappresenta l'unica componente di rendimento del titolo, venendo a mancare totalmente la remunerazione periodica del capitale investito.

A fronte dell'investimento effettuato, i possessori di titoli a cedola zero non percepiscono infatti periodicamente gli interessi maturati, ad esempio ogni anno ovvero semestralmente, in quanto gli interessi vengono capitalizzati e liquidati al termine della durata del prestito, in unica soluzione, mediante rimborso dei titoli ad un prezzo superiore a quello iniziale di sottoscrizione, in funzione del tasso di rendimento stabilito all'emissione.

Gli zero coupon bonds sono titoli molto diffusi sui mercati finanziari internazionali, in particolare negli Stati Uniti e nella piazza di Londra; va rilevato che di recente sono stati emessi due prestiti obbligazionari a tasso zero denominati in ECU che hanno contribuito ad arricchire e diversificare la gamma dei prodotti finanziari espressi nella valuta europea. Sulla scia delle esperienze maturate all'estero, a partire dall'inizio degli anni ottanta anche in Italia sono state emesse obbligazioni «a cedola zero» denominate in lire, allo scopo di finanziare principalmente iniziative industriali di medio-lungo periodo offrendo nel contempo ai risparmiatori rendimenti interessanti, in forme alternative di investimento del risparmio finanziario; occorre notare che queste emissioni, effettuate prevalentemente da Istituti di Credito Speciale, hanno conseguito un buon successo tra il pubblico dei risparmiatori.

Tra le emissioni più recenti vanno ricordate quella effettuata nel mese di settembre dalla Sezione di Credito Agrario del San Paolo, riguardante «certificati di deposito a cedola zero», suddivisa in due serie con durata ri-

Gli zero coupon bonds

spettivamente di 36 e 48 mesi, per un ammontare complessivo di 10 miliardi ciascuna e quella emessa nel mese di dicembre 1985 come illustrato nell'articolo riguardante i titoli San Paolo a pag. 18.

Negli ultimi mesi del 1985 anche il Tesoro italiano ha proceduto per la prima volta ad emettere «zero coupon bonds», lanciando sul mercato svizzero un prestito a tasso zero per un importo nominale complessivo di 300 milioni di franchi svizzeri, di durata ventennale, ad un tasso di interesse (capitalizzato) del 5,5% annuo.

Prima di illustrare le caratteristiche ed i vantaggi offerti da un titolo a cedola zero occorre premettere una breve considerazione per quanto riguarda la determinazione del prezzo di acquisto dei titoli in oggetto.

Gli «zero coupon bonds» presentano una peculiarità per quanto concerne la **formazione del prezzo di sottoscrizione**, che può essere determinato, in sede di emissione, sulla base di due diversi schemi: il primo prevede che il prezzo di emissione sia pari al prezzo di rimborso (es. 100) scontato degli interessi futuri da capitalizzarsi; questo metodo di definizione del prezzo di emissione viene ad essere quindi simile a quello adottato con riferimento ai Buoni Ordinari del Tesoro.

Il secondo schema di formazione del prezzo di sottoscrizione, ed è quello adottato per i certificati di deposito San Paolo, prevede un prezzo di emissione alla pari con rivalutazione finale calcolata su quest'ultimo.

Nel primo caso, nell'ipotesi che l'emittente voglia remunerare il sottoscrittore di un titolo di durata triennale ad un tasso di interesse (capitalizzato annualmente) del 13,90% annuo lordo, dovrebbe stabilire un prezzo di sottoscrizione di 67,68 lire, ed un prezzo di rimborso pari a lire 100.

Al fine di fornire un esempio relativo alla seconda modalità di formazione del prezzo di emissione sono state considerate invece le caratteristiche dei certificati di deposito a cedola zero emessi dalla Sezione di Credito Agrario del San Paolo, anch'essi di durata triennale, con rendimento effettivo annuo lordo del 13,90%.

Per questi titoli è stato previsto un prezzo di acquisto pari a lire 100; alla scadenza (16 settembre 1988) i possessori di detti certificati

avranno diritto ad incassare lire 147,76 (ogni 100 lire inizialmente investite) al lordo delle ritenute fiscali e lire 141,79 al netto della ritenuta fiscale del 12,50% quest'ultima calcolata sulla differenza tra il prezzo di rimborso e quello di emissione; il rendimento di questi titoli, per effetto della differenza esistente tra il prezzo di emissione e quello di rimborso, risulta pari al 13,90% annuo lordo.

Va comunque osservato che lo schema di formazione del prezzo non incide sul rendimento degli zero coupon bonds.

La differenza tra il valore di rimborso ed il prezzo di acquisto rappresenta l'interesse assegnato al risparmiatore che, come accennato in precedenza, viene liquidato all'atto del rimborso del titolo, per effetto della capitalizzazione degli interessi maturati periodicamente.

Un'ulteriore caratteristica che contribuisce a spiegare il successo conseguito dalle emissioni di zero coupon bonds è dato dal fatto che questi titoli sollevano il risparmiatore dall'incombenza del reinvestimento degli interessi periodicamente maturati, in quanto questi ultimi vengono automaticamente capitalizzati nel medesimo titolo allo stesso tasso di rendimento. Il risparmiatore che procede all'acquisto di titoli obbligazionari o titoli di Stato caratterizzati da corresponsione periodica degli interessi maturati non ha, di norma, l'opportunità di reinvestire immediatamente le somme incassate quale remunerazione del capitale investito a causa, da un lato, del diverso ammontare riguardante le somme pagate come interessi ed i quantitativi minimi sottoscrivibili relativi a titoli di nuova emissione, e dall'altro, dal probabile sfasamento temporale esistente tra il pagamento degli interessi ed il periodo di sottoscrizione dei nuovi titoli lanciati sui mercati finanziari.

Lo «zero coupon bond», costituisce inoltre uno strumento particolarmente interessante in una prospettiva di tassi tendenzialmente calanti, permettendo di fissare all'atto dell'acquisto e per l'intera durata dei titoli il tasso di reinvestimento degli interessi maturati.

Per quanto concerne infine il calcolo del rendimento degli «zero coupon bonds» si rinvia il lettore ad uno dei prossimi numeri di «San Paolo Notizie», nel quale questo argomento verrà ampiamente trattato nell'ambito della rubrica Appunti.

Titoli San Paolo

I certificati di deposito a tasso variabile della Sezione di Credito Agrario (13^a serie)

Si propongono di seguito alcune notizie riguardanti la recente emissione di certificati di deposito a tasso variabile, effettuata dalla Sezione di Credito Agrario del San Paolo.

In seguito al favorevole esito del collocamento al pubblico delle precedenti serie di certificati di deposito, a tasso fisso ed a tasso variabile, la Sezione di Credito Agrario propone ai risparmiatori una nuova ed interessante opportunità di investimento del risparmio in un'ottica di breve-medio termine.

I certificati appartenenti alla 13^a serie sono infatti caratterizzati da una durata all'emissione (31 dicembre 1985) pari a 18 mesi ed il loro ammontare nominale complessivo è di 30 miliardi di lire. Il prezzo di acquisto è alla pari e possono essere acquistati presso tutte le filiali San Paolo, corrispondendo un importo pari al valore nominale, maggiorato del rateo di interesse maturato dal 31 dicembre fino al giorno di regolamento

dell'acquisto dei certificati. I titoli sono emessi al portatore in tagli da 5 e 10 milioni di lire ed il rimborso sarà effettuato alla pari, in un'unica soluzione, il 30 giugno 1987.

I certificati di deposito della Sezione di Credito Agrario, 13^a serie, fruttano un tasso di interesse variabile, rivedibile ogni sei mesi, pagabile il 30 giugno ed il 31 dicembre, determinato quale tasso semestrale equivalente a quello annuo risultante dalla somma di:

- 1/3 del tasso annuo della lira interbancaria «3 mesi lettera», rilevato dall'ATIC, l'Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie;

- 2/3 del tasso annuo di rendimento effettivo medio netto del campione di titoli pubblici esenti, comunicato o pubblicato mensilmente dalla Banca d'Italia.

Il tasso di interesse viene determinato calcolando la media aritmetica semplice dei valori rilevati nel primo dei due mesi precedenti la data di inizio di godimento di ogni cedola. Il tasso di interesse riguardante il primo semestre, calcolato sulla base dei precedenti parametri è fissato nel 6,70% semestrale lordo pari al 5,8625% netto, in quanto gli interessi sono soggetti alla ritenuta fiscale del 12,50%, che corrisponde ad un tasso effettivo annuo composto del 13,85% lordo, pari al 12,07% netto.

Quotazioni e rendimenti dei titoli San Paolo

(prezzi rilevati alla Borsa di Milano)

Obbligazioni a tasso fisso

Obbligazioni a tasso fisso	Scadenza cedole	Prezzo compenso novembre	Vita media residua anni gg.		Rendimento effettivo %	
					lordo	netto
CREDITO FONDIARIO						
S. Paolo C.F. 5% (*)	1/4-1/10	92,00	5	157		10,82 (E)
S. Paolo C.F. 6% conv.	1/4-1/10	79,50	5	286		11,82 (E)
S. Paolo C.F. 6%	1/4-1/10	69,40	7	143		14,03 (E)
S. Paolo C.F. 7%	1/4-1/10	—	3	304	—	—
S. Paolo C.F. 9%	1/4-1/10	85,00	6	32	13,27	12,01 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1976/96 I	1/4-1/10	80,50	6	114	15,89	14,51 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1976/96 II	1/4-1/10	80,70	6	297	15,47	14,10 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1976/96 III	1/4-1/10	80,70	6	297	15,47	14,10 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1977/97 IV	1/4-1/10	80,50	6	361	15,50	14,13 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1977/97 V	1/4-1/10	84,10	7	32	15,55	14,10 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1977/97 VII	1/4-1/10	85,00	7	32	15,28	13,83 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1977/97 VIII	1/4-1/10	85,00	7	215	15,07	13,63 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 IX	1/4-1/10	84,00	7	290	15,33	13,87 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1978/93 X	1/4-1/10	88,00	4	136	14,48	13,20 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 XII	1/4-1/10	84,50	7	32	15,43	13,98 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 XIII	1/4-1/10	83,90	8	108	15,17	13,72 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 XIV	1/4-1/10	82,80	8	108	15,49	14,01 (T)
S. Paolo O.F. 12% 1979/99 XV	1/4-1/10	87,50	8	235	15,34	13,80 (T)
S. Paolo O.F. 12% 1979/94 XVI	1/4-1/10	91,10	5	44	15,23	13,74 (T)
S. Paolo O.F. 12% 1979/99 XVII	1/4-1/10	87,50	8	235	15,34	13,80 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1979/99 XX	1/4-1/10	92,00	9	99	15,24	13,64 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1979/99 XXI	1/4-1/10	90,90	9	99	15,51	13,89 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1979/94 XXII	1/4-1/10	95,00	5	246	14,89	13,34 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1980/2000 XXIII	1/4-1/10	93,10	9	197	14,96	13,37 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1980/2000 XXIV	1/4-1/10	91,50	9	197	15,35	13,73 (T)
S. Paolo O.F. 13,50% 1980/90 XXIX	1/4-1/10	100,00	3	47		13,93 (E)
S. Paolo O.F. 13,50% 1980/2000 XXX	1/4-1/10	100,00	10	40		13,94 (E)
S. Paolo O.F. 13,50% 1980/2000 XXXI	1/4-1/10	100,00	10	40		13,94 (E)
S. Paolo O.F. 16,50% 1981/96 XXXV	1/4-1/10	115,20	7	123		13,50 (E)
S. Paolo O.F. 16,50% 1981/2001 XXXVI	1/4-1/10	115,00	10	306		14,11 (E)
S. Paolo O.F. 18% 1981/2001 XLII	1/4-1/10	125,00	11	197		13,90 (E)
S. Paolo O.F. 17,50% 1982/2002 XLVII	1/4-1/10	122,50	12	122		13,96 (E)
S. Paolo O.F. 17,50% 1982/2002 LIII	1/4-1/10	122,50	12	122		13,96 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni fondiarie a tasso fisso						13,86

Obbligazioni a tasso fisso

Obbligazioni a tasso fisso	Scadenza cedole	Prezzo compenso novembre	Vita media residua anni gg.	Rendimento effettivo %	
				lordo	netto
OPERE PUBBLICHE					
S. Paolo OO.PP. 6% (ex 5%)	1/4-1/10	66,50	9 295		13,11 (E)
S. Paolo OO.PP. 6%	1/4-1/10	66,70	8 329		14,17 (E)
S. Paolo OO.PP. 7%	1/4-1/10	79,00	3 132	16,74	15,67 (T)
S. Paolo OO.PP. 9%	1/4-1/10	97,10	2 298	10,50	9,38 (T)
S. Paolo OO.PP. 10% 1976/91 I	1/4-1/10	89,50	3 56	15,00	13,74 (T)
S. Paolo OO.PP. 10% 1976/91 II	1/4-1/10	87,50	3 238	15,28	14,00 (T)
S. Paolo OO.PP. 10% 1976/91 III	1/4-1/10	87,50	3 238	15,28	14,00 (T)
S. Paolo OO.PP. 11% 1977/92 IV	1/4-1/10	90,00	3 289	15,27	13,89 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1977/92 VI	1/4-1/10	92,50	3 301	15,32	13,85 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1977/92 VIII	1/4-1/10	95,00	4 119	14,09	12,66 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1977/87 IX	1/4-1/10	96,60	1 148	15,29	13,88 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1978/93 X	1/4-1/10	91,50	4 169	15,37	13,89 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1978/88 XI	1/4-1/10	97,00	1 165	14,90	13,49 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1978/93 XIII	1/4-1/10	95,30	4 352	13,83	12,40 (T)
S. Paolo OO.PP. 13% 1979/94 XIV	1/4-1/10	94,00	5 64	15,34	13,77 (T)
S. Paolo OO.PP. 13% 1979/94 XVIII	1/4-1/10	95,20	5 248	14,83	13,28 (T)
S. Paolo OO.PP. 13,50% 1980/87 XX	1/10	99,50	1 137		13,83 (E)
S. Paolo OO.PP. 17,50% 1982/90 XXVII	1/4-1/10	108,90	2 254		13,70 (E)
S. Paolo OO.PP. 17,50% 1982/97 XXVIII	1/4-1/10	118,50	8 68		13,94 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni Opere Pubbliche a tasso fisso					13,51
CREDITO AGRARIO					
S. Paolo Agr. 10% 1976/2006 I	1/4-1/10	75,00	13 240	15,11	13,64 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1976/96 II	1/4-1/10	82,00	6 297	15,05	13,71 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1977/97 III	1/4-1/10	81,00	6 361	15,34	13,98 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1977/97 IV	1/4-1/10	81,00	6 361	15,34	13,98 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1977/92 V	1/4-1/10	86,50	4 93	15,11	13,82 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1978/88 VII	1/4-1/10	94,20	1 161	15,26	14,05 (T)
S. Paolo Agr. 11% 1979/99 VIII	1/4-1/10	83,50	8 188	15,26	13,79 (T)
S. Paolo Agr. 12% 1979/99 IX	1/4-1/10	88,00	9 53	15,10	13,56 (T)
S. Paolo Agr. 13% 1980/2000 X	1/4-1/10	92,00	9 197	15,22	13,62 (T)
S. Paolo Agr. 13,50% 1980/90 XI	1/4-1/10	100,00	3 47		13,93 (E)
S. Paolo Agr. 13,50% 1980/2000 XII	1/4-1/10	100,00	10 40		13,94 (E)
S. Paolo Agr. 18% 1981/2001 XIII	1/4-1/10	125,00	11 197		13,90 (E)
S. Paolo Agr. 18% 1981/96 XIV	1/4-1/10	120,00	7 163		13,88 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/97 XV	1/4-1/10	116,00	8 53		13,96 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/2002 XVI	1/4-1/10	119,50	12 95		13,98 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/92 XVII	1/4-1/10	111,50	4 180		13,78 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/97 XVIII	1/4-1/10	116,00	8 53		13,96 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/2002 XIX	1/4-1/10	119,50	12 96		13,98 (E)
S. Paolo Agr. 17,50% 1983/93 XXII	1/4-1/10	107,50	4 256	15,62	13,72 (T)
S. Paolo Agr. 17,50% 1983/98 XXIII	1/4-1/10	110,50	8 177	15,68	13,81 (T)
S. Paolo Agr. 17,50% 1983/2003 XXIV	1/4-1/10	112,50	12 258	15,70	13,87 (T)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni agrarie a tasso fisso					13,82

Obbligazioni a tasso variabile

Obbligazioni a tasso variabile	Scadenza cedole	Prezzo compenso novembre	Via media residua anni gg.	Cedola sem. minima garantita	Cedola in corso	Rendimento effettivo % (2)	
						lordo	netto
CREDITO FONDARIO							
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XXXII	1/1-1/7	103,50	2 228	7%	7,25		13,18 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/96 XXXIV	1/1-1/7	103,70	7 74	7%	7,25		14,09 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XXXVIII	1/1-1/7	102,70	3 198	7%	7,70		14,85 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XXXIX	1/1-1/7	102,70	3 198	7%	7,70		14,85 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/96 XL	1/1-1/7	102,70	7 74	7%	7,70		15,28 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XLI	1/1-1/7	102,50	3 198	7%	7,70		14,93 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 XLIV	1/1-1/7	103,00	7 173	7%	7,70		15,21 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 XLV	1/1-1/7	107,00	7 356	7%	7,70		14,31 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 XLVI	1/1-1/7	102,70	7 356	7%	7,70		15,31 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 L	1/1-1/7	102,50	8 173		7,70		15,38 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 LI	1/1-1/7	102,70	8 173		7,70		15,34 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 LII	1/1-1/7	102,50	8 173		7,70		15,38 (E)
S. Paolo O.F.tv 1983/98 LIV	1/1-1/7	99,70	8 173		7,50	15,62	13,89 (T)
S. Paolo O.F.tv 1983/98 LV	1/1-1/7	100,00	8 173		7,50	15,55	13,82 (T)
S. Paolo O.F.tv 1983/98 LVI	1/1-1/7	100,00	8 173		7,50	15,55	13,82 (T)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni fondarie a tasso variabile							14,65
OPERE PUBBLICHE							
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XIX	1/1-1/7	105,00	3 45	7%	7,25		12,79 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXI	1/4-1/10	101,50	2 320	7%	7,10		13,94 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXII	1/1-1/7	102,40	3 45	7%	7,25		13,92 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXIII	1/1-1/7	101,50	3 45	7%	7,25		14,33 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXIV	1/1-1/7	104,00	3 45	7%	7,70		14,15 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1982/92 XXV	1/1-1/7	102,50	3 228	7%	7,70		14,94 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1982/92 XXVI	1/1-1/7	102,50	3 228	6%	7,70		14,94 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni Opere Pubbliche a tasso variabile							14,35
CREDITO AGRARIO							
S. Paolo Agr.tv 1982/92 XX	1/1-1/7	101,50	4 88	6%	7,25		14,47 (E)
S. Paolo Agr.tv 1982/97 XXI	1/1-1/7	102,50	8 173	—	7,70		15,38 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni agrarie a tasso variabile							14,95

**Obbligazioni
con indicizzazione reale**

	Scadenza cedole	Prezzo compenso novembre	Val. nom. attuale	Vita media residua anni gg.
CREDITO FONDIARIO				
S. Paolo O.F. 5% ind. 1980/95 XIX ⁽³⁾ (E)	1/4	150,00	169,21	5 101
S. Paolo O.F. 5% ind. 1981/91 XXXIII ⁽³⁾ (E)	1/4	120,00	147,72	3 6
S. Paolo O.F. 5% ind. 1982/92 XLVIII ⁽³⁾ (E)	1/4	110,00	130,76	3 208

Obbligazioni convertibili

	Scadenza cedole	Prezzo compenso novembre	Premio di convers. % ⁽⁴⁾
CREDITO FONDIARIO			
S. Paolo O.F. 14% 1982/93 ss. ATTIVITÀ IMMOBILIARI (E)	1/1	183	— 1,90

(E) Titoli esenti da ritenuta fiscale.

(T) Gli interessi sono soggetti a ritenuta del 10% oltre all'addizionale dello 0,80 per il 1985.

⁽¹⁾ Le cartelle fondiarie 5%, per le quali non è stata richiesta la conversione entro il 31 dicembre 1971, hanno diritto, per ogni 100 lire di capitale ad un premio di rimborso di 20 lire se estratte negli anni a partire dal 1979.⁽²⁾ Il rendimento è calcolato supponendo le cedole future uguali a quella in corso.⁽³⁾ Titoli con capitale indicizzato al 75% della variazione dell'indice ISTAT del costo della vita.⁽⁴⁾ Il segno + indica il vantaggio (il segno - lo svantaggio) a convertire l'obbligazione rispetto all'acquisto diretto dell'azione in ipotesi di conversione aperta.

Titoli in ECU

L'andamento del mercato

In questo numero di San Paolo Notizie prende avvio la pubblicazione di una nota di commento dedicata all'andamento del mercato italiano, sia primario che secondario, dei titoli in ECU, che sta acquisendo infatti un'importanza sempre maggiore nell'ambito del mercato finanziario italiano.

Sulla scia delle esperienze maturate all'estero, in particolare in Europa, dal 1982 anche in Italia si è verificata una rapida crescita delle emissioni di titoli espressi nella valuta europea.

Lo sviluppo del mercato primario è stato accompagnato, dall'inizio del 1985, da un tendenziale incremento del mercato secondario, testimoniato dall'aumento dei quantitativi di titoli scambiati, sia sul mercato ufficiale (Borsa Valori) che su quello dei «dealers» internazionali. La tendenza del mercato secondario è evidenziata, ad esempio, nel grafico riprodotto nella pagina seguente che riporta i quantitativi di CTE scambiati alla Borsa di Milano: i CTE rappresentano infatti la componente più importante nel mercato italiano dei titoli in ECU.

Analoghe considerazioni possono essere espresse con riferimento alle obbligazioni «Autorizzate» ed all'emissione effettuata dal San Paolo, denominata in lire ed ancorata all'ECU; va rilevato che nell'ambito dei titoli in ECU sono infatti compresi anche i titoli obbligazionari «ancorati all'ECU», quali ad esempio il prestito obbligazionario San Paolo OO.PP. 9% 1979/89 ss.ECU.

Prima di presentare le recenti novità del mercato e i risultati di uno studio effet-

tuato dalla Banca d'Italia sui rendimenti di alcuni investimenti in valori mobiliari, tra cui i CTE, è utile fornire alcune informazioni sulle dimensioni del mercato dei titoli in ECU.

Per quanto riguarda i CTE, il loro stock complessivo collocato in Italia ammontava, nel novembre 1985, a 5.380 milioni di ECU (circa 8.000 miliardi di lire), inclusa l'ultima emissione effettuata a fine novembre dal Tesoro italiano, mentre le quattro emissioni obbligazionarie (espresse in ECU) «autorizzate», esenti cioè dall'obbligo di costituzione di deposito infruttifero, risultavano alla stessa data pari a 240 milioni di ECU (circa 360 miliardi di lire). La serie speciale San Paolo ECU venne emessa per un importo di 200 miliardi di lire.

Come accennato il Tesoro italiano ha effettuato, il 22 novembre 1985, una nuova emissione di CTE per un ammontare di 700 milioni di ECU, interamente destinata al mercato interno. Questa emissione è caratterizzata da un tasso di interesse dell'8,75%, pagabile annualmente il 22 novembre; il rimborso dei titoli verrà effettuato in unica soluzione alla scadenza il 22/11/1993.

Nel periodo dal 22 al 27 novembre scorso, salvo chiusura anticipata, era possibile acquistare i nuovi CTE alla pari, senza pagamento del rateo di interesse né di commissioni, corrispondendo il controvalore in lire del prezzo di emissione (che, come noto, è denominato in ECU) determinato sulla base del cambio ufficiale lira/ECU del 20 novembre 1985, pari a lire 1.491,37. Successivamente a tale periodo i CTE potranno essere acquistati presso le aziende di credito, tra cui il San Paolo, versando il controvalore in lire dei titoli determinato in base al prezzo di mercato ed al cambio ufficiale lira/ECU.

Nell'ottobre scorso la CECA (Comunità Europea del Carbone e dell'Acciaio) ha effettuato un'emissione obbligazionaria pari a 100 milioni di ECU, di durata decennale, ammessa al collocamento pubblico in Italia in esonero dall'obbligo del deposito infruttifero; queste nuove obbligazioni «autorizzate» corrispondono ai possessori un tasso di interesse dell'8,625% annuo, calcolato sul valore nominale in ECU, pagabile il 28 ottobre di ogni anno. Il rimborso dei titoli è previsto in quattro rate annuali a partire dal 28/10/1992 mediante estrazione a sorte e/o riacquisto sul mercato. Sia le obbligazioni CECA, analogamente alle altre obbligazioni «autorizzate», che i CTE sono esenti da ogni imposta diretta reale, presente o futura, e dall'imposta sulle successioni.

Va inoltre ricordato che l'investimento in titoli in ECU si presenta particolarmente interessante per il risparmiatore italiano, che può beneficiare di un rendimento derivante da due componenti, il tasso di interesse facciale del titolo e l'apprezzamento, eventuale, dell'ECU nei confronti della lira.

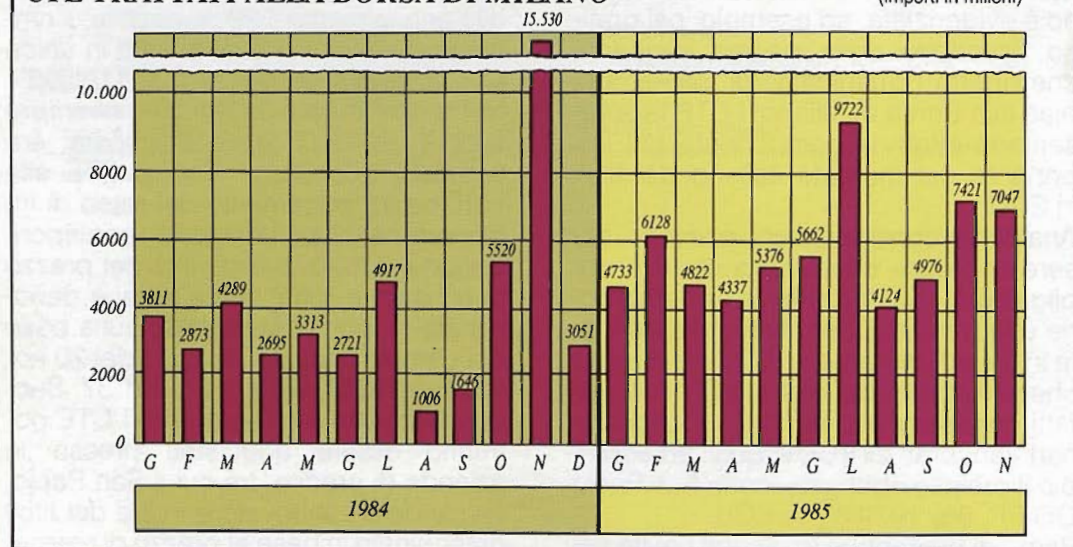
In proposito il bollettino economico del-

la Banca d'Italia, pubblicato alla fine del mese di ottobre, presenta, tra gli altri, un interessante studio che pone a confronto alcune alternative di investimento a disposizione dei risparmiatori residenti; tra queste ultime sono stati anche considerati i CTE.

Dal confronto tra gli indici di rendimento di investimenti effettuati rispettivamente in CCT, CTE, fondi comuni di investimento e azioni risulta che nei 12 mesi terminanti a settembre 1985 il rendimento, espresso in lire, degli investimenti in CTE è stato del 28,3%, mentre il corrispondente valore dei CCT è risultato pari al 17,5%. Nello stesso periodo il rendimento dell'investimento in quote di fondi comuni è risultato del 35,6%, quello in azioni quotate al mercato ufficiale del 103,2% e quello in azioni quotate al mercato ristretto è stato dell'8%; la Banca d'Italia precisa inoltre che i rendimenti calcolati sono al lordo degli oneri a carico dei sottoscrittori, che presentano un'elevata variabilità in funzione della tipologia dell'investimento; va rilevato infine che gli investimenti oggetto di analisi sono caratterizzati da un diverso grado di rischio.

CTE TRATTATI ALLA BORSA DI MILANO

(importi in milioni)



Quotazioni e rendimenti dei titoli in ECU

Titoli ancorati all'ECU

	Scadenza cedole	Prezzo in lire a fine novembre (Borsa di Milano)	Valore nominale in lire	Vita media residua anni gg.	Rendimento effettivo %	
					lordo	netto
S. Paolo OO.PP. 9% 1979/89 1° ss. ECU	15/12	123,10	129,9308 ⁽¹⁾	2 14	13,66	11,99

N.B. Il rendimento effettivo è calcolato considerando il cambio Lira/ECU di fine novembre 1985 (1505) e supponendo che tale cambio rimanga invariato per tutta la durata del titolo: tale rendimento è direttamente raffrontabile con quello dei titoli denominati in ECU di cui al riquadro sottostante.

Gli interessi sono soggetti a ritenuta del 10%, oltre all'addizionale dello 0,80% per il 1986.

⁽¹⁾ Valore nominale in lire determinato in base alla revisione effettuata il 15/12/85.

Titoli denominati in ECU

	Scadenza cedole	Prezzo in ECU a fine novembre		Vita media residua anni gg.	Rendimento effettivo netto %	
		Borsa di Milano	Borsa di Lussemburgo		Borsa di Milano	Borsa di Lussemburgo
CTE 14% 1982/89	22/2	111,40	112,50	3 86	9,69	9,31
CTE 13% 1982/89	22/11	110,00	111,50	3 358	9,84	9,40
CTE 11,50% 1983/90	20/10	106,30	108,25	4 325	9,80	9,31
CTE 11,25% 1984/91	16/7	106,50	108,25	5 229	9,67	9,28
CTE 10,50% 1984/92	22/11	105,00	105,50	6 358	9,49	9,39
BEI 11,25% 1984/96	1/2	111,50 ⁽¹⁾	109,875	10 64	9,43	9,67
CECA 11,25% 1984/94	19/10	109,50 ⁽¹⁾	109,25	7 141	9,39	9,44
CECA 8,625% 1985/95	27/10	104,00 ⁽¹⁾	100,75	8 150	7,95	8,49
BIRS 9,375% 1985/95	7/6	104,00 ⁽¹⁾	109,25	9 190	8,72	7,94

N.B. Oltre che presso le Borse italiane questi titoli sono quotati anche alla Borsa di Lussemburgo e ciò ne aumenta le possibilità di contrattazione e di smobilizzo.

Gli interessi sono esenti da ritenute fiscali.

⁽¹⁾ Prezzi medi informativi.

Cambio Lira/ECU (valori medi mensili)

	Lire per 1 ECU
dicembre '79	1159,76
dicembre '80	1215,30
dicembre '81	1307,72
dicembre '82	1333,60
dicembre '83	1369,60
dicembre '84	1374,10
novembre '85	1492,55

4 I Fondi comuni di invest

I Fondi Comuni dell'Eurofond

L'andamento dei fondi comuni di investimento mobiliare gestiti dall'EURO-FOND prosegue su livelli pienamente soddisfacenti sia per quanto concerne la raccolta, sia per le performances realizzate. La raccolta complessiva ha superato in meno di 10 mesi i 630 miliardi, ripartiti tra 22.230 sottoscrittori, mentre il patrimonio netto dei tre fondi ha raggiunto, in data 29/11, i 677 miliardi. Esaminando i dati più significativi di ciascun fondo si rileva che, per il fondo monetario EURO VEGA la raccolta netta ha raggiunto i 205 miliardi frazionata in 1.435 sottoscrizioni, per un importo medio pari a 142,9 milioni.

Il portafoglio del fondo è investito, in netta prevalenza, in titoli di Stato (91,02% tra CCT a varia scadenza, CTE, BTP e BOT) ed in altre attività finanziarie tipiche del mercato monetario, rappresentate in particolare da commercial papers a breve scadenza emesse da primarie aziende.

Nonostante il breve periodo di attività il fondo EURO VEGA, conformemente alle disposizioni regolamentari che prevedono la distribuzione semestrale dei proventi, ha già posto in pagamento la prima cedola di dividendo, riferita alla frazione di esercizio 4 marzo (data di inizio dell'operatività) - 30 giugno 85. Sulla base delle risultanze economiche del Rendiconto di gestione l'importo distribuito per ciascuna quota in essere alla data dello stacco cedola (29 agosto 85) è stato pari a 263 lire.

L'importo della cedola risulta inferiore all'effettivo incremento di valore segnato dalla quotazione del fondo, in relazione alle particolari norme che ne regolano la determinazione, quali la non distribuibilità delle plusvalenze non realizzate che peraltro concorrono nella

determinazione del valore della quota. Ovviamente la frazione di utile non distribuito è rimasta incorporata nel patrimonio del fondo e pertanto nel valore della quota; nel calcolare il rendimento effettivo del fondo occorre pertanto sempre considerare unitamente l'incremento del valore della quota rispetto al prezzo di acquisizione e l'importo della cedola incassata. Dall'inizio dell'operatività alla data di stacco della prima cedola il rendimento del fondo EURO VEGA è stato pari al 12,85% netto, che riflette sostanzialmente i livelli di redditività dei titoli in esso contenuti. Il fondo EURO ANTARES riscontra un sensibile incremento dei flussi di sottoscrizione che hanno fatto salire la raccolta complessiva a 200 miliardi con 8.971 adesioni (di cui 558 si sono indirizzate alla forma dei «Piani Pluriennali»).

Grazie ai ritmi di raccolta sempre più sostenuti il fondo EURO ANDROMEDA ha ormai superato i 214 miliardi di sottoscrizioni ripartiti tra 11.035 sottoscrittori con un investimento medio di 19,4 milioni. I Piani Pluriennali aperti risultano 982 con versamenti già effettuati per 2,95 miliardi. La composizione del fondo EURO ANDROMEDA, conformemente alle caratteristiche di fondo bilanciato indicato nel Regolamento, è frazionata tra i titoli di Stato (41,55%), obbligazioni ordinarie ed indicizzate (5,06%), obbligazioni convertibili e con warrant (7,14%), azioni (37,96%), titoli esteri (1,48%), liquidità (4,31%) ed altre attività finanziarie (2,50%).

Al fine di diversificare al massimo il rischio nei confronti dell'investimento azionario, il portafoglio è ripartito in circa 80 titoli, con una prevalenza di Fiat (10,76%), Stet (7,04%), Montedison (7,27%), Generali (5,09%), Medioban-

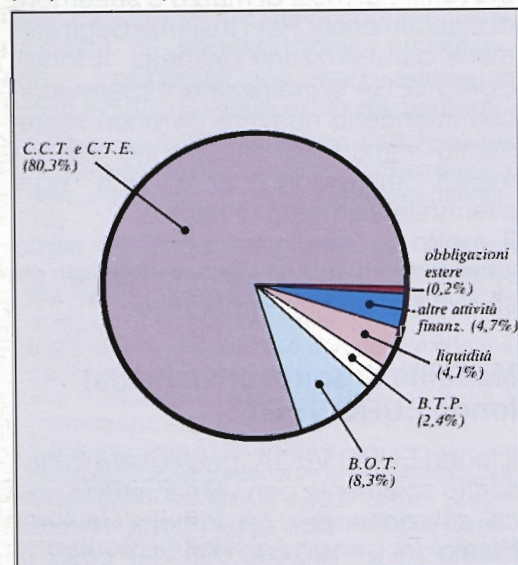
ca (5,12%), Ifil (3,32%), Pirelli (3,97%), Comit (4,01%), Sip (2,99%), Saipem (3,08%), Cir (2,77%), Saffa (2,60%), Olivetti (2,56%).

Il positivo andamento del comparto azionario si è favorevolmente riflesso sulle quotazioni del fondo EURO ANDROMEDA che, in relazione alla composizione del suo patrimonio, è cresciuto in misura più sensibile dei fondi EURO VEGA ed EURO ANTARES, rispettivamente monetario ed obbligazionario.

Trascorsi i primi sei mesi di attività l'EUROFOND ha iniziato ad acquisire nel portafoglio dei propri fondi titoli esteri, nel rispetto della normativa valutaria che limita l'investimento esente da deposito infruttifero al 10% del patrimonio in essere alla fine del mese che precede di un semestre quello di riferimento.

EURO VEGA

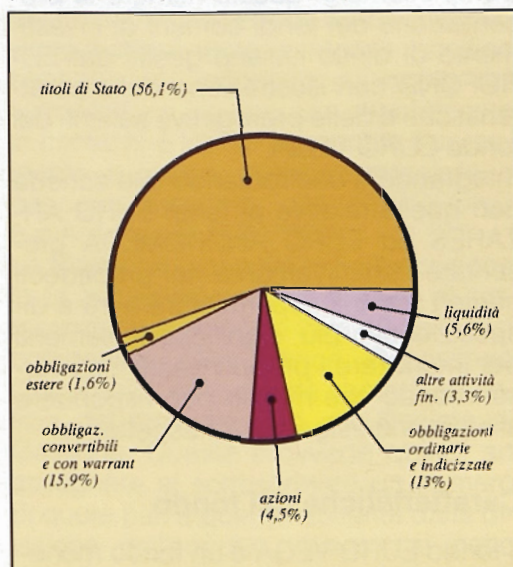
(composizione del patrimonio al 30/11/85)



Fonte: Eurofond

EURO ANTARES

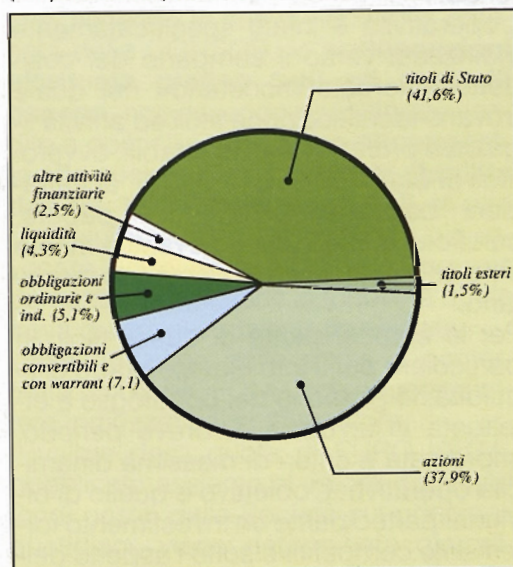
(composizione del patrimonio al 30/11/85)



Fonte: Eurofond

EURO ANDROMEDA

(composizione del patrimonio al 30/11/85)



Fonte: Eurofond

Il Fondo Comune di Investimento Mobiliare Monetario EURO VEGA

Completiamo in questo numero la presentazione dei fondi comuni di investimento di diritto italiano gestiti dall'EUROFOND con illustrazione delle caratteristiche e delle prerogative salienti del fondo EURO VEGA.

Integrando e confrontando tale scheda con quelle relative ai fondi EURO ANTARES ed EURO ANDROMEDA presentate rispettivamente nei precedenti numeri 5 e 6 il risparmiatore avrà a disposizione i più significativi elementi per indirizzare i propri investimenti verso il fondo che meglio può rispondere alle proprie esigenze ed aspettative.

Caratteristiche del fondo

Il fondo EURO VEGA è un fondo monetario: questa particolare qualificazione discende sia dalla tipologia dei titoli inseriti nel portafoglio, sia dai criteri con i quali viene condotta la gestione del fondo.

L'operatività è infatti specificatamente indirizzata verso il comparto del cosiddetto «mercato monetario» nel quale trovano identificazione titoli ed attività liquide o prontamente liquidabili, ovvero: titoli di Stato (BOT, BTP, CCT), accettazioni bancarie, commercial papers, certificati di deposito ed eventualmente altre attività tipiche del comparto monetario.

Per le caratteristiche di questi titoli, in particolare per il loro elevato grado di liquidità, la gestione del portafoglio è effettuata in un'ottica di breve periodo, improntata a criteri di massima dinamicità operativa. L'obiettivo è quello di offrire al partecipante un investimento fortemente competitivo sotto l'aspetto della redditività immediata, soprattutto nei

confronti di altre forme di impiego a breve, e sostanzialmente privo di elementi di rischio. Non sono infatti ammessi investimenti in titoli azionari e, anche tra le obbligazioni pur presenti in misura marginale, sono escluse, per la loro intrinseca componente di rischio, quelle convertibili.

Anche in questo caso, trovano espressione le prerogative tipiche del fondo comune che si traducono in vantaggi diretti per il sottoscrittore, ed in particolare:

- la possibilità di partecipare all'investimento in strumenti finanziari innovativi o comunque non diffusi che, soprattutto per gli elevatissimi importi nominali in cui vengono emessi, non potrebbero essere oggetto di investimento diretto (commercial papers, accettazioni bancarie, ecc...);
- l'opportunità di affidare la gestione del proprio risparmio a chi istituzionalmente svolge questa funzione con una costante presenza sul mercato che consente di acquisire gli strumenti a più alto rendimento, svolgendo una profittevole attività di intermediazione sui titoli in portafoglio.

In linea con le caratteristiche già delineate, per rispondere in particolare alle esigenze dei sottoscrittori sotto l'aspetto reddituale, il fondo EURO VEGA prevede la distribuzione semestrale dei proventi, nei mesi di marzo e settembre di ciascun anno. Per l'insieme degli elementi caratterizzanti delineati, il fondo EURO VEGA si indirizza ai risparmiatori che intendono ricavare un buon rendimento immediato dal proprio investimento, eliminando comunque ogni eventuale elemento di rischio.

Il fondo si configura pertanto come strumento destinato all'impiego di disponibilità anche temporanee.

Modalità di sottoscrizione del fondo EURO VEGA

Il fondo EURO VEGA, può essere sottoscritto solamente con versamenti in unica soluzione per un importo minimo fissato in L. 100.000.000 nel caso si tratti di primo versamento ed in

L. 50.000.000 per i versamenti successivi.

In relazione al detto limite di entrata ed a conferma della funzione del fondo EURO VEGA quale strumento di investimento anche di breve periodo, la commissione prelevata al momento della sottoscrizione dall'importo lordo versato è stabilita in misura molto contenuta, pari allo 0,50%, per qualsiasi ammontare sottoscritto. Pertanto, anche in caso di necessità di smobilizzo nel breve periodo delle quote sottoscritte l'incidenza di tale onere sul rendimento effettivo dell'investimento risulta molto limitata.

La sottoscrizione del fondo EURO VEGA può essere effettuata, come quelle per il fondo EURO ANTARES ed EURO ANDROMEDA presso tutti gli sportelli delle Banche incaricate dall'Eurofond del collocamento.

Presso tutte le filiali di queste Banche il risparmiatore può rivolgersi per ottenere informazioni, chiarimenti e consulenze sull'investimento e richiedere tutto il materiale informativo relativo al fondo, che gli sarà in ogni caso consegnato al momento della sottoscrizione; in particolare il **Prospetto Informativo** redatto secondo la disposizione della CONSOB, contenente, oltre all'esposizione delle caratteristiche del prodotto e delle modalità di sottoscrizione, rimborso, ecc..., i principali documenti relativi al fondo ed alla Società ed in particolare:

- il *Regolamento del Fondo*, che è il documento fondamentale che disciplina il funzionamento dello stesso ed i rapporti tra i soggetti interessati;
- il più recente *Prospetto Trimestrale* nel quale è dettagliata la composizione del portafoglio del fondo con l'evidenza delle variazioni rispetto al trimestre precedente;
- il più recente *Rendiconto Semestrale* che è il conto economico del fondo dal quale scaturisce il risultato di gestione, da ripartire tra i partecipanti;
- il *bilancio* della EUROFOND;
- un *foglio notizie* contenente le più significative informazioni sull'attività e sugli Organi Sociali della Società di Gestione, della Banca Depositaria e delle Banche incaricate del collocamento;

- il *modulo di sottoscrizione*, da compilare e sottoscrivere in ogni sua parte.

L'iter procedurale per il perfezionamento della sottoscrizione delle quote parti del fondo EURO VEGA ricalca quello già illustrato nei precedenti numeri per gli altri fondi gestiti dalla Società.

È utile comunque ribadire che il versamento dell'importo lordo sottoscritto avviene normalmente a mezzo bonifico bancario con addebito sul conto del sottoscrittore, ovvero con regolamento in contanti; è inoltre consentito il versamento a mezzo assegno circolare o bancario intestato alla EUROFOND S.p.A. fondo EURO VEGA.

La filiale che raccoglie la sottoscrizione invia immediatamente il modulo di sottoscrizione e l'importo versato agli uffici competenti della Banca Depositaria (San Paolo), la quale dà immediata notizia del pervenimento alla Società di Gestione. Questa provvede quindi ad assegnare al sottoscrittore un numero di quote pari a quello risultante dalla divisione dell'importo versato, al netto delle commissioni di sottoscrizione, per il valore della quota nel giorno successivo a quello della valuta di accredito sul conto del fondo.

È utile a questo proposito precisare che, secondo la nuova normativa emanata dalla CONSOB, le **sottoscrizioni effettuate presso tutti gli sportelli bancari**, non essendo considerate vendite a domicilio, **non sono più soggette alla sospensiva di 5 giorni stabilita dall'art. 18 ter della legge 216**. In altri termini il sottoscrittore non può più revocare entro detto termine la propria domanda di adesione al fondo, la quale trova quindi esecuzione immediata.

L'assegnazione delle quote è confermata dall'Eurofond con apposita lettera indirizzata al sottoscrittore.

Il valore della quota di EURO VEGA, pubblicato assieme al valore degli altri fondi gestiti dalla Società sui principali quotidiani, viene determinato giornalmente attraverso l'operazione di valo-

rizzazione del patrimonio del fondo, ottenuta aggiungendo alla posizione netta in titoli valutata ai prezzi di Borsa o, nei casi previsti, ai prezzi indicativi di mercato ovvero di carico, la posizione netta di liquidità oltre ai ratei di interessi sui titoli ed altre attività, al netto di tutti i ratei ed oneri a carico del fondo.

Tali oneri sono rappresentati da:

- commissione a favore della Banca Depositaria nella misura di 1/12 dell'1% del valore dell'attivo del fondo;
- commissione di gestione a favore dell'EURO-FOND nella misura di 1/12 dello 0,50% del valore del fondo;
- imposta dello 0,25% annuo commisurato al valore medio del fondo stesso.

Come per gli altri fondi, il sottoscrittore può far confluire le proprie quote in un certificato cumulativo beneficiando della custodia gratuita in singole posizioni di deposito amministrato presso la Banca Depositaria.

Distribuzione dei proventi

Come già evidenziato, il fondo distribuisce con cadenza semestrale, precisamente nei mesi di marzo e settembre, i proventi rispettivamente riferiti ai semestri chiusi al 31 dicembre ed al 30 giugno precedenti.

Essendo indirizzato a coloro che attendono dall'investimento la realizzazione di un rendimento immediato, il fondo prevede la distribuzione integrale dei proventi ordinari risultanti dal Rendiconto semestrale del fondo, riferiti agli interessi ed altri proventi maturati su titoli ed attività in portafoglio, al netto delle spese di gestione, mentre è facoltà della Società di distribuire gli utili di negoziazione netti. In ogni caso non possono essere distribuite le plusvalenze nette non realizzate.

La quota di reddito non distribuita ai partecipanti rimane comunque conglobata nel valore della quota e potrà essere realizzata al momento del disinvestimento.

30 Per coloro che non necessitano di pre-

levare l'importo della cedola è previsto il reinvestimento automatico del provento in esenzione da commissioni.

La conversione del provento in nuove quote del fondo può essere richiesta all'atto della sottoscrizione o successivamente, almeno 15 giorni prima del pagamento della cedola.

Modalità di rimborso

Il partecipante al fondo EURO VEGA può richiedere in qualsiasi momento il rimborso parziale o totale delle quote possedute inoltrando apposita domanda, tramite la filiale di cui è cliente, all'Istituto Bancario San Paolo, Banca Depositaria del fondo, unitamente ai certificati rappresentativi, se questi non sono già presso la stessa.

Il controvalore, ottenuto sulla base del valore delle quote nel giorno successivo a quello in cui la richiesta di rimborso perviene agli uffici della Banca Depositaria, viene riconosciuto in contanti o con altro mezzo prescelto nel più breve tempo possibile e comunque entro 15 giorni **senza alcun addebito di spesa.**

L'andamento del mercato dei fondi comuni di diritto italiano

Negli ultimi mesi il comparto dei fondi comuni di investimento mobiliare ha fatto registrare nuovi significativi miglioramenti sotto il profilo della raccolta. Oltre al contributo che continuano a dare alla rivitalizzazione del mercato azionario italiano, essi stanno dimostrando sempre più la loro capacità di attrazione sui risparmiatori.

Il successo dei fondi comuni ha raggiunto infatti dimensioni inattese: men-

tre le più ottimistiche proiezioni di inizio anno stimavano che il patrimonio netto complessivo potesse raggiungere per fine '85 i 12.000 miliardi ora tale previsione può, con una stima molto prudente, essere aggiornata ad oltre 18.000 miliardi.

Trattasi di una cifra importante non solo in termini assoluti ma anche se rapportata al complesso delle attività finanziarie delle famiglie italiane, di cui rappresenta una quota pari a circa il 2,5%, che si sta progressivamente avvicinando, come ordine di grandezza, a quella che si riscontra in altre economie industriali, nelle quali l'esperienza dei fondi d'investimento è maturata da più tempo.

Al 30 novembre '85 la consistenza patrimoniale netta dei 41 fondi operativi ha raggiunto i 17.564 miliardi, con un'incremento di circa 1.960 miliardi rispetto al mese precedente imputabile, per oltre 1.550 miliardi, al flusso di raccolta netta del mese.

Il numero dei sottoscrittori, confermando il trend fortemente ascendente dei mesi precedenti, ha raggiunto al 30/11, le 664.739 unità.

Per quanto riguarda le performances conseguite va rilevato che alla fine del mese di novembre l'indice con base 1/1/1985 = 100 ha raggiunto quota 139,6. Particolarmente brillante risulta l'andamento dei fondi azionari: in data 30/11/85 l'indice risultava infatti pari a 158,73. I fondi bilanciati (142,06) superavano quelli obbligazionari (118,02) la cui performance risulta tuttavia superiore a quella registrata dal paniere dei CCT quotati in borsa.

L'andamento più recente sta confermando la tendenza dei risparmiatori, già riscontrata nei mesi passati, ad orientarsi sempre più massicciamente verso i fondi azionari e bilanciati, dopo un avvio caratterizzato da un maggior interesse per i fondi obbligazionari.

La tendenza sopra descritta, in gran parte legata al favorevole andamento

del mercato azionario, non deve far perdere tuttavia di vista la validità dell'investimento in fondi obbligazionari. Tali fondi, mentre da un lato soddisfano le esigenze di redditività nel breve periodo mediante lo stacco di cedole periodiche, dall'altro garantiscono, eliminando ogni componente di aleatorietà, tassi non solo superiori a quelli dei depositi bancari, ma anche a quelli, ben più favorevoli, dei titoli di Stato più remunerativi.

Parallelamente alla crescita dei fondi bilanciati e azionari si è ampliata la presenza degli stessi sul mercato borsistico. Alla fine di novembre il valore delle azioni possedute dai fondi di diritto italiano era di circa 4.470 miliardi, pari a circa il 5,2% della capitalizzazione di Borsa.

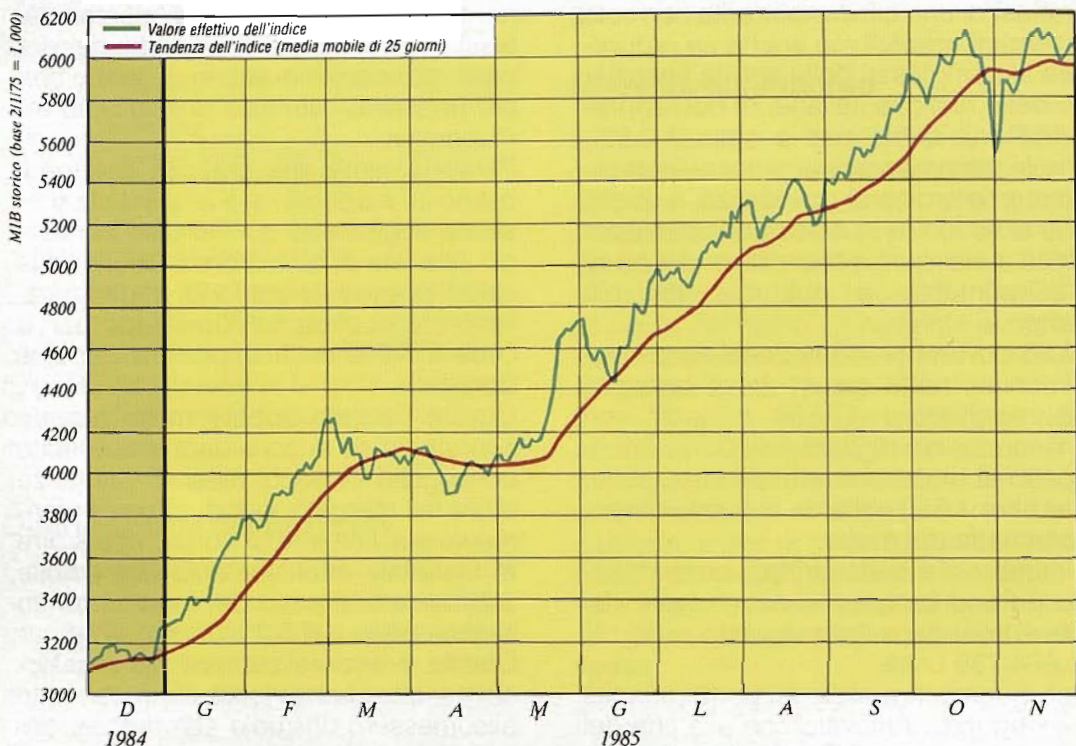
Questo risultato appare molto elevato soprattutto se si considera che è stato conseguito in pochi mesi di presenza attiva sul mercato; per di più se il riferimento è al flottante di borsa, vale a dire al materiale effettivamente disponibile sul mercato, il peso dei fondi di diritto italiano balza dal 5,2 a circa il 17%.

Questa presenza sempre più massiccia ha fatto sì che i fondi d'investimento assumessero un ruolo sempre più determinante nel conferire maggior stabilità al mercato borsistico, realizzando uno degli obiettivi principali che il legislatore si era prefisso con l'introduzione del nuovo strumento nell'ordinamento italiano.

Significativa è stata inoltre negli ultimi mesi la diversificazione geografica degli investimenti realizzata dai fondi comuni attraverso l'acquisizione di titoli ed attività estere: superati i primi sei mesi di attività nei quali non è possibile effettuare investimenti esteri in esenzione dal deposito infruttifero, come stabilito dalla normativa valutaria, i principali fondi hanno utilizzato in buona parte il margine del 10% del patrimonio riferito ai sei mesi precedenti per investimenti sui mercati esteri.

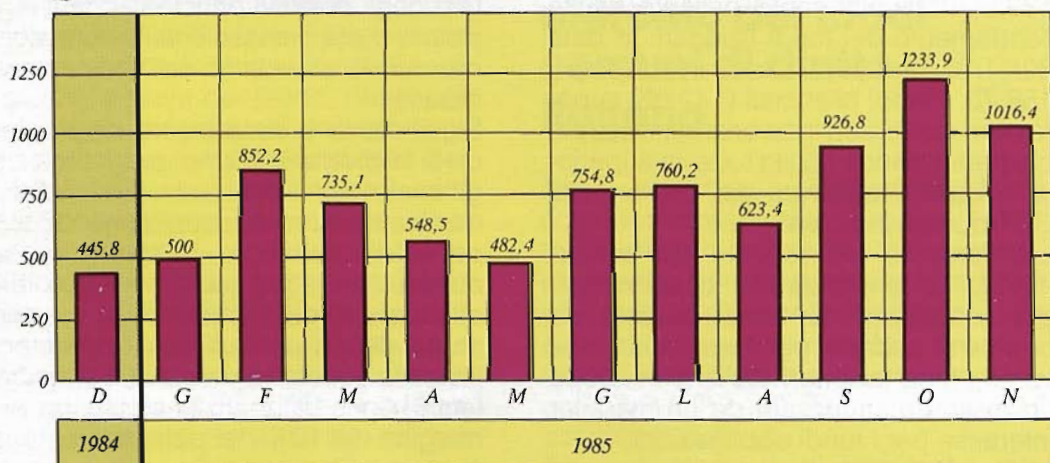
ANDAMENTO DELL'INDICE GENERALE DEI CORSI AZIONARI

(Borsa di Milano)



QUANTITATIVI AZIONARI TRATTATI (Borsa di Milano)

(dati in milioni)



L'andamento del mercato azionario

La Borsa italiana, nei primi undici mesi dell'anno, è stata caratterizzata da brillanti performances che sono risultate superiori anche a quelle conseguite dalle altre Borse Valori internazionali.

Nel corso del mese borsistico di novembre l'indice MIB storico ha registrato un nuovo massimo (6113 il 4 novembre), proseguendo la crescita iniziata sin dall'inizio dell'anno; nei giorni successivi in Borsa si è verificata, per contro, una pausa di riflessione, durante la quale le quotazioni hanno mostrato tassi di variazione più contenuti rispetto ai cicli operativi precedenti.

Alla conclusione del mese borsistico di novembre l'indice MIB storico, che delinea l'andamento della Borsa nel lungo periodo permettendo confronti omogenei tra più anni, raggiungeva il valore di 6029, con un progresso del 95,9% rispetto al novembre 1984. Il MIB corrente che fornisce invece indicazioni di carattere congiunturale, evidenziava nei tre mesi terminanti a novembre un incremento del 14,2%.

Nel trimestre settembre-novembre 1985, precisamente nel primo giorno del ciclo borsistico di novembre, l'indice di Borsa arretrava in una sola seduta del 5,48%, in seguito ad una prevalenza dell'offerta che ha interessato i titoli appartenenti a tutti i settori del listino, verificatasi in relazione alle incertezze di natura politica legate alla crisi di Governo.

In seguito la Borsa registrava un progresso dei corsi, attribuibile alla risoluzione della crisi politica ed alle buone prospettive di redditività per l'esercizio in corso di molte società quotate; l'in-

cremento delle quotazioni è stato causato anche dalle numerose operazioni finanziarie programmate da imprese quotate, riguardanti non solo aumenti di capitale e/o emissioni di obbligazioni convertibili, ma inerenti la riorganizzazione delle partecipazioni azionarie ed il mutamento dei gruppi di controllo relativi ad importanti società quotate.

Per quanto riguarda i numerosi cambiamenti intervenuti relativamente al controllo di importanti compagini azionarie sono da citare, ad esempio, il rafforzamento della quota Ifil nella Saes, di cui è prevista la quotazione al mercato ufficiale, l'acquisizione di significativi pacchetti di minoranza da parte della Sasib nei confronti della Fochi, della Toro Assicurazioni nella Banca Brignone, della Fiat nella Borletti, della Cofide nella Banca Agricola Milanese e della Sabaudia Finanziaria nella Sai.

Il mercato ha anche seguito con interesse l'avvio di operazioni di fusione riguardanti primarie società: in particolare quelle tra Nuovo Banco Ambrosiano e La Centrale, Saffa e Milanoagricola Vittoria e tra Pirelli & C. e Caboto - Milano Centrale.

L'andamento dei corsi, nel trimestre e più in generale lungo tutto l'arco dell'anno, è stato inoltre positivamente influenzato dalla continua presenza sul mercato dei fondi comuni di investimento, che hanno potuto beneficiare nel trimestre in esame di un consistente afflusso di nuove sottoscrizioni. La raccolta netta nel periodo settembre-novembre 1985 è infatti risultata pari a 4611 miliardi di lire; una parte di questo flusso di risorse si è indirizzato verso

fondi bilanciati e verso fondi azionari, consentendo ai gestori dei fondi di disporre di ingenti mezzi liquidi per operare in Borsa. Occorre segnalare, inoltre, la forte componente di domanda determinata dall'operatività svolta dagli investitori esteri, in particolare inglesi ed americani, che hanno indirizzato gli acquisti verso titoli azionari aventi buone prospettive di crescita, al fine di ottenere guadagni soprattutto in linea capitale.

L'interesse manifestato dagli investitori esteri è stato peraltro indotto dalla dinamica dei corsi, risultata particolarmente positiva a partire dall'inizio dell'anno.

Un preconsuntivo dell'anno indica che nel 1985 la Borsa italiana ha conseguito risultati migliori rispetto alle altre Borse estere, che nello stesso periodo hanno mostrato comunque andamenti positivi ed in taluni casi anche elevati, come emerge dall'analisi degli indici generali delle principali Borse estere, tra le quali spiccano New York, che proprio alla fine di novembre ha registrato nuovi massimi, Francoforte e Zurigo.

Passando ad un esame settoriale del listino della Borsa di Milano si rileva che il comparto assicurativo ha registrato nel trimestre settembre-novembre un andamento particolarmente brillante (+22%) conseguendo i migliori risultati rispetto agli altri comparti sia nei tre mesi che nel periodo tra la fine del ciclo operativo di gennaio ed il termine del mese borsistico di novembre. Segue il comparto finanziario, i cui titoli, che rappresentano il gruppo più numeroso nell'ambito del listino ufficiale, sono stati oggetto di ingenti contrattazioni.

Considerando le operazioni intervenute sul capitale di alcuni titoli appartenenti al comparto finanziario, occorre segnalare quella effettuata dall'Agricola Finanziaria, che con l'inizio del ciclo operativo di dicembre ha avviato un'importante operazione di ricapitalizzazione, ampiamente descritta nella «scheda»

di pagina 39 riguardante il profilo del Gruppo.

Nel periodo settembre-novembre diverse società, quali ad esempio Aturia, Cartiere de' Medici, Cotonificio Cantoni, Gilardini, Olivetti, Alleanza, Olcese, al fine di aumentare il loro livello di patrimonializzazione nell'ambito di un processo di ristrutturazione finanziaria, hanno dato il via ad operazioni sul capitale, che sono state accolte con interesse dal pubblico dei risparmiatori. Per quanto concerne il Mercato Ristretto la dinamica dei corsi nel periodo intercorrente tra la fine dei mesi borsistici di agosto e di novembre 1985 (+13,5%) si è avvicinata ai risultati conseguiti dal Mercato Ufficiale, mostrando tuttavia un andamento discontinuo; l'indice IBI del Mercato Ristretto sulla base dei dati relativi alla seduta del 20 novembre ha raggiunto il valore di 319,35.

Il recupero delle quotazioni del Ristretto è avvenuto grazie all'afflusso di consistenti ordini di acquisto che hanno interessato tutti i settori del listino, in particolare con riferimento al comparto assicurativo ed a quello bancario, che ha mostrato alcuni progressi dopo un periodo di alcune settimane durante le quali erano prevalsi i realizzzi, con conseguente discesa dei corsi.

Le 20 azioni quotate più trattate nel mese borsistico di novembre 1985

La classifica delle 20 azioni quotate più trattate alla Borsa Valori di Milano nel mese borsistico di novembre conferma la rilevante presenza, già emersa nelle graduatorie precedenti, di azioni emesse da società appartenenti al settore finanziario, il più «numerioso» del listino grazie anche all'affluenza di nuove società quotate e di società provenienti da altri comparti a seguito di trasformazioni in holding o in finanziarie. Delle sei

Le 20 azioni quotate più trattate nel mese borsistico di novembre 1985

Azioni	Settore di appartenenza della società	Controvalore in milioni di lire dei quantitativi trattati	Variazione dei prezzi ⁽¹⁾ di compenso (novembre '85/ottobre '85)	Capitalizzazione di borsa Capitale netto	dividendo prezzo x 100
1. Montedison	chimico	255.494	+ 5,4%	1,72	—
2. Fiat ordinarie	meccanico automobilistico	193.554	+ 6,7%	1,93	2,32
3. Assicurazioni Generali	assicurativo	169.121	+ 1,3%	7,88	0,78
4. R.A.S.	assicurativo	111.234	+ 11,4%	3,31	0,84
5. Cigahotels	diversi	103.841	+ 8,2%	1,96	1,26
6. Fiat privilegiate	meccanico automobilistico	101.236	+ 7,9%	1,93	2,72
7. Snia BPD ordinarie	chimico	96.941	+ 26,5%	3,51	1,71
8. Bastogi IRBS	finanziario	84.105	+ 21,6%	1,20	—
9. Italmobiliare	finanziario	82.587	+ 5,8%	5,93	—
10. Alitalia privilegiate	comunicazioni	81.328	+ 5,6%	1,98	1,02
11. S.A.I. ordinarie	assicurativo	76.590	— 3,5%	3,46	0,43
12. Mediobanca	bancario	59.779	— 5,8%	2,36	1,37
13. Gemina ordinarie	finanziario	55.734	+ 5,2%	2,75	1,06
14. Pirelli S.p.A. ordinarie	chimico	52.035	+ 24,2%	1,71	2,42
15. Sabaudia Finanziaria	Finanziario	47.329	N.C. ⁽³⁾	2,60	—
16. N.B. Ambrosiano ord.	bancario	45.122	+ 2,0%	N.D. ⁽⁴⁾	—
17. I.F.I. privilegiate	finanziario	42.259	+ 19,9% ⁽²⁾	1,43	1,23
18. Olivetti ordinarie	meccanico	40.494	— 0,3%	1,99	3,72
19. SME	finanziario	40.172	— 6,5%	2,58	2,33
20. La Rinascente ord.	commercio	39.047	+ 4,1%	4,35	2,38
Variazione del M.I.B. storico nel mese di novembre '85 rispetto a ottobre '85			+ 3,17%	⁽¹⁾ Il valore dei prezzi di compenso è da intendersi rettificato (in base ai fattori AIAF) in caso di operazioni sul capitale intervenute nel periodo considerato.	
Totale controvalore dei quantitativi trattati delle 20 azioni in graduatoria		1.778.002	⁽²⁾ Il prezzo di compenso di novembre è ex dividendo; la quotazione di ottobre è quindi stata rettificata per permettere il confronto.		
Incidenza percentuale sul controvalore totale		60,5	⁽³⁾ N.C. = non calcolabile.		
			⁽⁴⁾ N.D. = non disponibile.		

Per la colonna «Controvalore in milioni di lire dei quantitativi trattati» fonte «La Borsa Valori» a cura del Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano.

società di tale settore in graduatoria nel mese di novembre, cinque (Bastogi IRBS, Italmobiliare, Gemina, IFI, SME) erano già presenti nelle classifiche pubblicate nei precedenti numeri di San Paolo Notizie, mentre la Sabaudia Finanziaria vi figura per la prima volta. L'ingresso di questa società riveste particolare interesse in relazione alla sua recente ammissione alla quotazione ufficiale presso le Borse Valori di Milano, Bologna, Roma e Torino (decorrenza quotazione: 24/10/1985) e conferma la crescente attenzione con la quale gli investitori seguono il progressivo allargamento del listino e l'esordio delle nuove «matricole».

Dopo le società finanziarie, seguono, per numero di presenze, le società del comparto assicurativo (Assicurazioni Generali, R.A.S., S.A.I.) e chimico (Montedison, Snia BPD, Pirelli S.p.A.). Complessivamente, comprendendo società finanziarie, assicurative, bancarie e comunicazioni, il settore «servizi» è presente in classifica con tredici titoli, pari al 65% del totale; riferito al complesso delle 145 società quotate alla Borsa di Milano, il peso di tale settore risulta pari al 46%.

Nel mese di novembre il controvalore totale dei quantitativi trattati delle 20 azioni in graduatoria ammonta a 1.778.002 milioni di lire. L'incidenza percentuale di tale controvalore sull'importo complessivo delle azioni scambiate nello stesso periodo alla Borsa Valori di Milano è pari al 60,5% contro il 63,70% di agosto e il 70,40% registrato ad aprile.

Nella seconda colonna della tabella vengono raffrontati i prezzi di compenso del mese di novembre con i prezzi di compenso di ottobre per ciascuna delle 20 azioni presenti in classifica. Tale rapporto non è calcolabile per le azioni Sabaudia finanziaria che nel mese borsistico di ottobre non erano quotate al mercato ufficiale. Le azioni Nuovo Banco Ambrosiano, che hanno fatto la loro

comparsa nel listino ufficiale il 28 ottobre a seguito dell'avvenuta fusione per incorporazione tra La Centrale e il Nuovo Banco, sostituiscono di fatto, con il solo cambiamento del nome, le azioni La Centrale: il tasso di variazione tra i prezzi di compenso è stato quindi calcolato considerando per il mese di ottobre il prezzo di queste ultime.

Nel mese di novembre le variazioni calcolate per le 20 azioni risultano positive per quindici titoli, con punte massime di incremento per le azioni Snia BPD ordinarie (+26,5%) e Pirelli S.p.A. ordinarie (+24,2%), e negative per le azioni SME (-6,5%), Mediobanca (-5,8%), S.A.I. ordinarie (-3,5%) e Olivetti ordinarie (-0,3%). Nello stesso periodo l'indice generale (MIB corrente) è cresciuto del 3,17% recuperando il sensibile ribasso registrato nel primo giorno del ciclo operativo (-5,48%).

I rapporti indicati nella terza colonna pongono a confronto la valutazione espressa nel suo complesso dal mercato borsistico sulle singole società quotate con i mezzi patrimoniali che emergono dall'esame dei rispettivi bilanci. Come per le precedenti classifiche l'ammontare complessivo dei mezzi propri dichiarati a bilancio è stato integrato con gli eventuali aumenti di capitale a pagamento intervenuti successivamente alla pubblicazione dei bilanci stessi al fine di rendere maggiormente confrontabili i valori utilizzati per il calcolo dei rapporti. Per la Pirelli S.p.A. il capitale netto considerato non comprende l'operazione di aumento di 149 miliardi (nominale + sovrapprezzo) avvenuta nel mese borsistico di dicembre, successivo a quello di riferimento. Il valore medio dei rapporti indicati in questa colonna è pari a 2,87. Particolarmente significativo risulta a questo proposito il raffronto con le precedenti classifiche pubblicate, dal quale emerge una costante e progressiva crescita del quoziente in esame: nei mesi borsistici di gennaio, aprile ed agosto, il va-

lore medio del rapporto per le 20 azioni quotate più trattate risultava infatti pari rispettivamente a 1,74, 2,06 e 2,65.

Nel mese di novembre la capitalizzazione borsistica riferita al complesso delle azioni quotate alla Borsa Valori di Milano ha superato per la prima volta i 90.000 miliardi di lire, valore questo all'incirca pari a 4,5 volte i capitali nominali delle società quotate; lo stesso rapporto riferito ai mezzi propri si riduce indicativamente alla metà. Relativamente alle società presenti in classifica il rapporto capitalizzazione di Borsa su capitale netto si attesta su valori sensibilmente superiori eccezion fatta per alcune società e, in particolare, per Bastogi

IRBS e IFI che presentano valori inferiori all'1,5.

Nell'ultima colonna della tabella viene riportato per ogni azione il rapporto percentuale tra il dividendo corrisposto nell'ultimo esercizio e il prezzo di compenso del mese borsistico di novembre. Tale rapporto, come evidenziato nel precedente numero di San Paolo Notizie, fornisce indicazioni sul «rendimento corrente» dei titoli presenti in graduatoria. Nella rubrica «Appunti» di pag. 52 vengono illustrate le caratteristiche di questo indicatore ed esaminate le metodologie di valutazione del rendimento globale degli investimenti azionari.

Gli aumenti di capitale delle società quotate

L'elevata adesione degli azionisti alle operazioni di aumento di capitale proposte nel corso del 1985 da parte di numerose società quotate in Borsa, evidenzia l'attuale capacità del mercato di far confluire verso le imprese i mezzi finanziari necessari all'attuazione di programmi di sviluppo e di nuove iniziative finalizzate al rinnovamento produttivo e all'aggiornamento tecnologico, ristabilendo nel contempo, a livello patrimoniale, un più equo rapporto tra capitale proprio e mezzi di terzi.

Il sostanziale atteggiamento di fiducia del risparmiatore nel futuro delle società trova inoltre conferma nell'andamento equilibrato del mercato dei diritti di opzione, scambiati a prezzi quasi sempre in linea con la parità teorica.

Tra le più recenti operazioni mandate a effetto, particolarmente significativi appaiono gli aumenti di capitale dell'**Agricola Finanziaria** e della **Pirelli S.p.A.**, eseguiti nel corso del mese borsistico di dicembre. Mentre per le caratteristiche del primo si rimanda il lettore al

consueto «profilo» societario, che in questo numero di San Paolo Notizie ha appunto per oggetto l'Agricola Finanziaria, relativamente all'operazione Pirelli segnaliamo che l'aumento di capitale, pur un importo di circa 78 miliardi di lire, è avvenuto mediante l'emissione di azioni di risparmio (non convertibili) da nominali 1.000 lire al prezzo unitario di 1.900 lire, di cui 900 a titolo di sovrapprezzo. Le azioni sono state offerte in opzione, secondo rapporti diversi prestabiliti, agli azionisti Pirelli S.p.A. ed ai portatori di obbligazioni convertibili Pirelli S.p.A. 13% 1981/91 e Industrie Pirelli S.p.A. 9,75% 1985/95.

Di rilievo anche l'operazione effettuata dall'**Iniziativa M.E.T.A.** (gruppo Montedison) che, a fronte di un aumento del capitale sociale di poco superiore ai 2 miliardi di lire (da 11,78 a 13,92 miliardi), ha richiesto agli azionisti, includendo il sovrapprezzo per le nuove azioni emesse, un esborso complessivo di oltre 100 miliardi di lire.

Guardando al panorama delle opera-

zioni di prossima esecuzione, si nota la particolare vitalità del settore finanziario, nell'ambito del quale ben quattro società quotate alla borsa di Milano, tutte finanziarie di partecipazioni, hanno approvato, in sede di assemblea, aumenti di capitale.

Tra queste il più consistente (200 miliardi di lire) è indubbiamente quello della **Sabaudia Finanziaria**, le cui caratteristiche sono riportate nella rubrica dedicata alle matricole di Borsa.

L'**Italmobiliare** (holding facente capo a G.P. Pesenti) ha un programma in aumento del capitale sociale da 40 a 68 miliardi, che prevede l'emissione di nuove azioni ordinarie e di risparmio da nominali lire 10.000 da offrire in opzione agli azionisti in ragione di 4 ordinarie e 3 di risparmio, alla pari più un sovrapprezzo di lire 10.000 per azione, per ogni gruppo di 10 azioni vecchie ordinarie possedute. Nell'ambito dello stesso gruppo la **Franco Tosi** aumenterà il capitale dagli attuali 15 a 18 miliardi mediante offerta in opzione di 3 milioni di nuove azioni da nominali lire 1.000, nel rapporto di una ogni cinque possedute. L'elevato sovrapprezzo richiesto, 14.000 lire per azione, consentirà tuttavia alla società di introitare 45 miliardi, necessari all'allargamento della base produttiva dopo la recente acquisizione della Ercole Marelli.

La **Partecipazioni S.p.A.** (controllata dalla famiglia Varasi) eleverà il capitale sociale da 17,5 a 25 miliardi offrendo in opzione a ciascun azionista 3 azioni di risparmio da nominali lire 500, alla pari più sovrapprezzo di lire 2.500, ogni 7 azioni ordinarie possedute. Ciascuna delle emittende azioni di risparmio, avrà inoltre incorporato un «warrant» per l'acquisto di azioni della controllata «Intermarine», che produce e commercializza imbarcazioni per usi civili e militari ed ha un capitale di 5 miliardi. Ogni gruppo di 12 «warrant» consentirà di sottoscrivere una azione «Intermarine» al prezzo di lire 1.000 (valore nomina-

le); il diritto di acquisto potrà essere esercitato nel mese di giugno 1987.

Verrà tra breve mandata a effetto l'operazione a pagamento già da tempo annunciata dalla **Rejna**, società finanziaria del comparto meccanico, il cui capitale passerà da 15 a 20 miliardi attraverso l'offerta in opzione, ai possessori di azioni ordinarie e di risparmio, di una nuova azione ogni tre possedute della medesima categoria.

Anche nell'ambito del settore bancario, strutturalmente tendente a evidenziare situazioni di sottocapitalizzazione, verranno proposte alcune interessanti operazioni.

Oltre a quelle predisposte dalle banche del Gruppo IRI (si veda in proposito il n° 6 di San Paolo Notizie), altri istituti di credito quotati in Borsa hanno preannunciato aumenti di capitale, mentre nuove iniziative di ricapitalizzazione si profilano anche per alcune banche quotate al Mercato Ristretto.

Il **Credito Varesino** ha preannunciato il raddoppio del capitale sociale (da 30 a 60 miliardi) attraverso un'opzione di tipo misto. Ogni 6 vecchie azioni possedute, gli azionisti riceveranno gratuitamente una nuova azione ordinaria da nominali 500 e avranno la possibilità di sottoscrivere una a pagamento al prezzo di lire 2.000. Verrà inoltre offerta in opzione un'azione di risparmio da nominali 500 lire ogni due possedute dopo le operazioni precedenti, con un sovrapprezzo di 1.000 lire per azione.

Il consiglio di amministrazione della **Banca Nazionale dell'Agricoltura** ha messo a punto una proposta di aumento di capitale che attende l'approvazione dell'assemblea dei soci. L'operazione è prevista in due fasi: dapprima un aumento gratuito, quindi l'emissione di azioni di risparmio con sovrapprezzo.

Nell'ambito dei servizi parabancari, la **Fiscambi** (gruppo Nuovo Banco Ambrosiano) ha deliberato di proporre agli azionisti un'operazione di tipo misto che consentirà di elevare il capitale da

6,7 a 16,2 miliardi di lire. Verranno emesse azioni ordinarie e di risparmio da nominali 1.000 lire, da assegnarsi ai possessori di azioni della stessa categoria gratuitamente secondo il rapporto di una nuova ogni 5 vecchie possedute e a pagamento nel rapporto di una ogni una posseduta, al prezzo unitario di 2.500 lire di cui 1.500 a titolo di sovrapprezzo.

Pur in presenza di numerose iniziative da parte di società appartenenti al terziario, il comparto industriale conferma la propria vitalità proponendo al mercato alcune operazioni di rilievo.

La **Saipem** (gruppo ENI), recentemente quotata anche alla Borsa di Parigi, eleverà il capitale da 150 a 250 miliardi attraverso un'operazione di tipo misto con emissione di azioni di risparmio.

La **Sasib** (gruppo CIR) prevede l'incasso di 72,5 miliardi di lire, destinate a nuovi investimenti, attraverso l'emissione di 15 milioni di azioni di risparmio ad un prezzo di 4.500 lire caduna, di cui 3.500 a titolo di sovrapprezzo. Le nuove azioni saranno offerte in opzione agli attuali azionisti e obbligazionisti in ragione di una nuova ogni 3 azioni possedute di qualsiasi categoria e di una nuova ogni 12 obbligazioni possedute. Un ulteriore quantitativo di azioni di risparmio verrà inoltre offerto ai dipendenti della società a condizioni più vantaggiose.

Un accenno, in conclusione, per altre due significative operazioni.

La **Ciga**, società del comparto alberghiero, triplicherà il capitale in forma mista mediante parziale utilizzo della riserva da conferimento (per quanto riguarda la parte gratuita) e attraverso l'emissione di azioni di risparmio non convertibili a pagamento, mentre la **Pacchetti**, società del settore immobiliare sulla via del rilancio, dopo l'abbattimento del capitale, emetterà nuove azioni con sovrapprezzo in concomitanza con un prestito obbligazionario convertibile.

L'evoluzione del gruppo Agricola Finanziaria

Premessa

Le cronache finanziarie e borsistiche degli ultimi mesi hanno più volte richiamato l'attenzione dei risparmiatori sull'Agricola Finanziaria S.p.A., società i cui titoli azionari sono quotati ufficialmente presso le Borse Valori di Milano e Genova e che dal 1980 fa parte del Gruppo Ferruzzi. Il motivo di tanto interesse è da ricercarsi nell'aumento del capitale sociale deliberato dall'assemblea straordinaria dell'Agricola Finanziaria il 30 settembre scorso, destinato a segnare una svolta nella vita della società per il nuovo profilo strategico che con questa operazione l'«Agricola» viene ad assumere.

Il notevole rafforzamento dei mezzi patrimoniali derivante dall'aumento di capitale e l'integrazione delle attività già svolte dalle società controllate dall'Agricola Finanziaria, consentono infatti a questo Gruppo di proporsi sin d'ora come un polo agro-industriale di importanza europea, in grado di affrontare proficuamente le nuove problematiche dell'agricoltura comunitaria.

Al fine di fornire una informativa sull'evoluzione recente dell'Agricola Finanziaria e del gruppo di società che ad essa fanno capo, si presenta una breve analisi dei bilanci ordinari e consolidati dell'Agricola Finanziaria e si illustrano le modalità dell'aumento del capitale sociale, i settori di attività e il nuovo assetto delle partecipazioni del Gruppo.

Valutazioni risultanti dai bilanci della società e del Gruppo

I bilanci di seguito analizzati riflettono necessariamente le situazioni dell'Agri-

cola Finanziaria e del Gruppo prima dell'aumento del capitale sociale e dell'acquisizione di partecipazioni di cui si dirà successivamente. Alla data di chiusura dell'ultimo bilancio (febbraio 1985), l'Agricola Finanziaria deteneva il controllo di due importanti società, entrambe presenti nel listino azionario delle Borse Valori: l'**Eridania**, la maggiore industria saccarifera nazionale (45,5% della produzione italiana di zucchero nel 1984), e la **Silos di Genova**, una società di servizi che svolge attività di imbarco, sbarco, deposito e trasporto di cereali e semi agricoli.

Indirettamente, tramite due finanziarie francesi, l'Agricola Finanziaria figurava anche tra i principali azionisti della **Béghin Say** — il primo produttore in Europa di zucchero e di carta — e deteneva altre partecipazioni indirette di controllo nella **Interzuccheri** e nella **Société Européenne de Séances**.

È opportuno premettere che essendo l'«Agricola» una holding pura, i risultati del bilancio civilistico riflettono essenzialmente l'andamento delle società controllate e i rapporti finanziari con queste intrattenuti. Le componenti principali del conto economico sono quindi i dividendi percepiti sulle partecipazioni (con il relativo credito d'imposta), gli interessi attivi e passivi nei confronti delle controllate, della controllante (Ferruzzi Finanziaria) e delle istituzioni creditizie, nonché il saldo della negoziazione titoli. Minor peso hanno invece oneri tipici delle società industriali, quali il costo del lavoro e gli ammortamenti tecnici.

Le voci più significative della situazione patrimoniale sono a loro volta le partecipazioni ed i mezzi finanziari impiegati per la loro acquisizione.

Una riesposizione sintetica dei bilanci degli ultimi tre esercizi dell'Agricola Finanziaria è riportata nella tabella di pag. 44 dalla quale si possono trarre le seguenti principali indicazioni:

— l'Agricola Finanziaria gode di una

redditività crescente, assicurata dal flusso di dividendi provenienti dalle società controllate (nella quasi totalità da Eridania). Il **tasso di redditività delle partecipazioni** denota infatti un incremento costante, passando dal 7,2% nell'esercizio 1982-83, all'8,7% nel 1983-84, al 10,8% nel 1984-85;

— positiva si presenta anche la **situazione patrimoniale e finanziaria** della società, che alla fine dell'ultimo esercizio aveva un capitale investito di 110 miliardi di lire. L'investimento di gran lunga prevalente è quello in partecipazioni, che risultano largamente finanziate dai mezzi propri (89% a fine febbraio 1985).

Come ulteriore elemento di valutazione è da considerare che in base alla media dei prezzi di compenso del trimestre dicembre 1984/febbraio 1985 (Borsa Valori di Milano), le partecipazioni dell'Agricola Finanziaria registravano una plusvalenza di circa 135 miliardi di lire.

Sommando questi valori al capitale netto dell'Agricola Finanziaria dell'ultimo esercizio (dopo il riparto utile), si ottiene un **valore complessivo del patrimonio «Agricola» di 211.743 milioni di lire, al quale corrisponde un valore per ogni azione** di circa 11.750 lire, rispetto ai prezzi di compenso (di febbraio) di 17.000 lire per le azioni ordinarie e di 18.000 lire per le azioni di risparmio. Ne deriva un rapporto tra capitalizzazione borsistica e capitale netto (rettificato come si è detto) pari a 1,5, che esprime una sostanziale coincidenza tra valutazione di mercato e patrimonio della società (il rapporto aumenta a 2 se al denominatore si considera il patrimonio netto consolidato dell'Agricola Finanziaria).

La **valutazione reddituale dei titoli della società**, espressa dal rapporto tra prezzo e utile per azione, fa invece rilevare un valore piuttosto elevato

(intorno a 41, in base ai prezzi di compenso delle azioni a febbraio), il quale peraltro va considerato tenendo conto delle maggiori prospettive di reddito che dovrebbero derivare dal programma di potenziamento dell'Agricola Finanziaria (lo stesso rapporto si colloca intorno a 15,5 se al denominatore si pone l'utile netto desumibile dal bilancio consolidato). Da un esame del **bilancio consolidato** relativo all'ultimo esercizio e da una comparazione con i dati dell'esercizio precedente, si può rilevare che il **fatturato del Gruppo** per l'esercizio 1984-85 è stato di 769,3 miliardi di lire, con un incremento del 2,6% rispetto all'esercizio precedente. A tale aumento delle vendite ha fatto riscontro un raddoppio dell'**utile netto**, salito da 9,4 miliardi a 20,5 miliardi di lire.

Il miglioramento del risultato di esercizio è imputabile essenzialmente al dimezzamento degli **oneri finanziari netti**, che sono diminuiti da 49,4 miliardi a 22,3 miliardi di lire.

Con riferimento allo **stato patrimoniale**, la struttura dell'attivo presenta una netta preponderanza delle attività a breve termine, una stabilità delle immobilizzazioni finanziarie e un aumento degli investimenti netti in macchinari e impianti di circa 25 miliardi, che riflette soprattutto l'impegno dell'Eridania nell'ammodernamento delle proprie strutture produttive.

Significativo è stato nel corso dell'ultimo esercizio il **miglioramento della struttura debitoria**, con una diminuzione assoluta e relativa delle passività a breve termine, compensata da un aumento dei finanziamenti a media-lunga scadenza.

In sostanza, quindi, nonostante la crisi del mercato saccarifero in cui opera la principale controllata dell'Agricola Finanziaria, emerge una positiva situazione del Gruppo, sulla quale si innesta il programma di rafforza-

mento patrimoniale e di diversificazione produttiva che viene illustrato nei due paragrafi successivi.

L'aumento del capitale sociale

L'aumento del capitale sociale approvato dall'assemblea straordinaria del 30 settembre scorso prevede un **afflusso di risorse per un importo complessivo di 621,5 miliardi di lire**, di cui 466,1 miliardi a titolo di sovrapprezzo azioni.

Il reperimento delle nuove disponibilità finanziarie graverà per metà sulla Ferruzzi Finanziaria e per l'altra metà sarà a carico degli altri soci dell'«Agricola», tra i quali, come più importante azionista di minoranza, figura la SAI, società assicuratrice con una quota di partecipazione — prima dell'aumento di capitale — del 5,1%.

Il buon esito dell'operazione è assicurato da un consorzio di banche e società finanziarie, che ha garantito la sottoscrizione delle azioni rimaste eventualmente inoprate fino ad un massimo del 44,99% dell'aumento di capitale a pagamento.

Terminata l'operazione di aumento del capitale sociale (che si prevede abbia esecuzione entro la fine dell'anno), l'Agricola finanziaria impiegherà la metà dei fondi ottenuti — circa 311 miliardi di lire — nell'acquisto dalla Ferruzzi Finanziaria di otto aziende agricole e di due aziende operanti nel settore agro-industriale, ampliando così in misura significativa lo spettro delle partecipazioni della società e le dimensioni del Gruppo. L'acquisizione delle suddette aziende avverrà sulla base delle valutazioni risultanti da una perizia di stima.

Circa le **modalità di aumento del capitale sociale**, si ricorda che l'operazione verrà condotta nelle seguenti fasi:

- aumento del capitale della società da 28.868.625.600 lire a 57.737.251.200 lire, mediante **emissione gratuita di azioni**, con godi-

mento 1° settembre 1985, in ragione di 1 azione nuova ordinaria o di risparmio ogni vecchia azione posseduta della stessa categoria;

- **frazionamento del valore nominale delle azioni**, costituenti il capitale sociale dopo l'aumento gratuito, da lire 1.600 a lire 800;
- **aumento del capitale sociale** da lire 57.737.251.200 a lire 213.117.811.200 **mediante emissione a pagamento di complessive 194.225.700 azioni ordinarie** del valore nominale di lire 800 cadauna con un sovrapprezzo di 2.400 lire.

Le azioni vengono offerte in ragione di 5 nuove azioni ordinarie ogni 2 azioni ordinarie o di risparmio possedute e di 21 nuove azioni ordinarie ogni 2 obbligazioni del prestito convertibile Agricola Finanziaria 14%, 1981/1986. Anche per queste azioni il godimento è stato fissato a partire dal 1° settembre 1985.

Ad operazione ultimata, **il capitale sociale ammonterà a lire 213.117.811.200 suddiviso in 266.161.200 azioni ordinarie e 236.064 azioni di risparmio del valore nominale di lire 800 cadauna.**

Il nuovo Gruppo Agricola Finanziaria

Nella Fig. 1 di pag. 43 è illustrata la nuova composizione del Gruppo Agricola Finanziaria dopo l'aumento del capitale sociale e l'acquisizione delle nuove partecipazioni.

Come si può notare, il Gruppo viene ad assumere una configurazione profondamente rinnovata ove — accanto ai settori agro-industriali rafforzati — si affianca un nuovo settore di attività composto da aziende operanti nell'agricoltura, allevamento di bestiame ed itticultura.

Più in particolare, **oggetto di acquisizione sono otto società agricole pro-**

prietarie di terreni per una superficie complessiva di 9.000 ettari circa (la cui valutazione è stata di 22 milioni di lire per ettaro) tutti ubicati in Veneto ed in Emilia, di oltre 1.000 ettari di valli impiegate nell'allevamento ittico e di allevamenti di bestiame (12.000 bovini) per la produzione di carne e di latte.

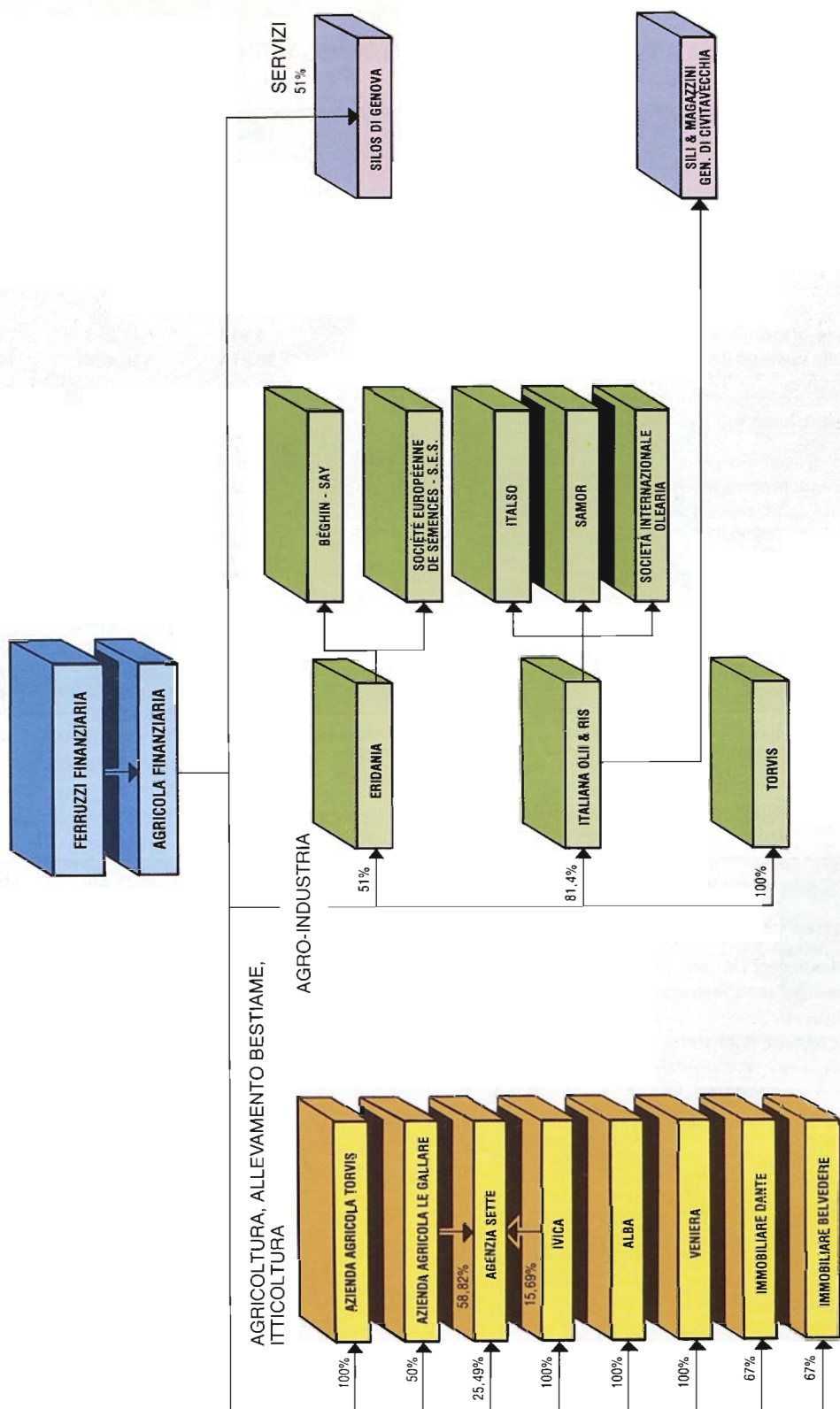
Complessivamente, le otto aziende agricole hanno realizzato nel 1984 un fatturato di 45,2 miliardi di lire, con un utile di esercizio (sempre aggregato) di 1,8 miliardi di lire.

Entrano inoltre a far parte del Gruppo la **Torvis S.p.A.**, un'industria per la produzione di latte in confezioni, yogurt e panna (fatturato 1984 di 18,4 miliardi di lire) e l'**Italiana Olii e Risi** che, direttamente e tramite società partecipate (Italso, Samor, Società Internazionale Olearia), controlla il 70% dell'industria della spremitura dei semi oleosi in Italia. Oltre a sei stabilimenti per la spremitura dei semi, sei raffinerie e quattro impianti di confezionamento dell'olio, la Italiana Olii & Risi possiede una riseria a Valle Lomellina e la **Silos & Magazzini Generali di Civitavecchia**, le cui strutture vanno ad ampliare il già notevole servizio di stoccaggio e trasporto cereali offerto dalla Silos di Genova.

Il fatturato dell'attuale Gruppo Italiana Olii & Risi è stato nel 1984 di circa 1.000 miliardi di lire.

Con questo nuovo assetto del Gruppo l'Agricola Finanziaria si pone a capo di una importante organizzazione agricolo-industriale, dotata di strutture produttive e di mezzi finanziari che potranno essere utilizzati sia per potenziare le aziende già operanti (soprattutto nei settori saccarifero ed oleario), sia per promuovere nuovi piani di sviluppo in relazione alle attuali problematiche dell'agricoltura comunitaria.

È, in particolare, in questa ultima direzione che il gruppo di controllo dell'Agricola Finanziaria intende muoversi, sviluppando colture oleaginose e proteaginose nelle quali l'Europa è defici-



PRINCIPALI DATI DI BILANCIO DELL'AGRICOLA FINANZIARIA S.p.A. (dati in milioni di lire)

Stati patrimoniali (a fine febbraio)	1983	1984	1985
ATTIVO			
Immobilizzazioni materiali e immateriali nette	18	43	218
Partecipazioni	79.521	93.141	93.142
Crediti Vs. controllate	7.162	15.058	84
Attivo immobilizzato netto (a)	86.701	108.242	93.444
Dividendi da incassare	5.735	8.103	10.017
Altre attività a breve	1.178	4.110	6.631
Attivo disponibile (b)	6.913	12.213	16.648
Totale capitale investito (a+b)	93.614	120.455	110.092
PASSIVO			
Capitale sociale	27.483	28.869	28.869
Riserve	40.808	44.299	46.225
Utile di esercizio	4.841	5.991	7.652
Capitale proprio (c)	73.132	79.159	82.746
Obbligazioni convertibili 1981/86 (*)	15.853	15.768	15.768
Debiti Vs. consociate	—	22.318	4.065
Fondi diversi	703	153	169
Debiti a medio e lungo termine (d)	16.556	38.239	20.002
Debiti bancari	3.051	393	1.420
Altre passività a breve	875	2.664	5.924
Debiti a breve termine (e)	3.926	3.057	7.344
Totale fonti finanziarie (c+d+e)	93.614	120.455	110.092
Mezzi propri dopo riparto utile	73.084	75.094	77.113

(*) Prestito obbligazionario convertibile in azioni di risparmio. Alla scadenza del prestito (30/6/1986), sia le obbligazioni che le azioni di risparmio da esse derivate potranno essere convertite in azioni ordinarie.

Fonte: Nostre elaborazioni su bilanci Agricola Finanziaria.

Conti economici (esercizi 1° marzo - fine febbraio)	1982-83 ⁽¹⁾	1983-84	1984-85
Dividendi ⁽²⁾	5.735	8.103	10.017
+ Interessi attivi	1.071	3.289	1.009
+ Saldo negoziazione titoli	844	116	—
Totale proventi finanziari	7.650	11.508	11.026
— Interessi passivi	2.137	5.974	4.110
Utile attività finanziaria	5.513	5.534	6.916
— Costi operativi diversi	467	471	591
Margine operativo	5.046	5.063	6.325
— Accantonamento al fondo imposte e rischi	200	1.491	3.231
+ Crediti di imposta ⁽²⁾	—	2.419	4.558
— Imposte relative ad esercizi precedenti	5	567	—
+ Utilizzo del fondo rischi	—	567	—
Utile netto	4.841	5.991	7.652
Dividendi unitari (lire): azioni ordinarie	—	200	300
azioni di risparmio god. 1-3	—	232	332
azioni di risparmio god. 1-7	55	155	221
Dividendi complessivi	3	3.610	5.415
Numero dipendenti	3	3	4

(¹) Esercizio di 8 mesi (1° luglio 1982 - 28 febbraio 1983)

(²) I dividendi vengono contabilizzati per competenza; i crediti di imposta si riferiscono ai dividendi incassati nell'esercizio.

Fonte: Nostre elaborazioni su bilanci Agricola Finanziaria.

taria e nuove utilizzazioni delle colture cerealicole per le quali, invece, la produzione comunitaria eccede largamente il fabbisogno.

A quest'ultimo riguardo, larga eco ha avuto nella stampa il progetto di utilizzare le eccedenze cerealicole per la **produzione dell'etanolo, un possibile additivo non inquinante della benzina.**

Va infine osservato che con la creazione di questa nuova organizzazione il Gruppo Agricola intende proporsi come un importante punto di riferimento per il mondo agricolo, nell'intento di realizzare più stretti rapporti tra agricoltura e industria di trasformazione dei relativi prodotti, obiettivo che ha trovato, tra l'altro, una recente manifestazione nell'offerta, secondo determinate modalità, di «azioni verdi» Eridania ai bieticoltori.

Nota di sintesi

Da quanto sopra esposto risulta evidente il nuovo e più importante ruolo che l'Agricola Finanziaria viene ad assumere nell'ambito del vasto agglomerato di imprese, che direttamente e indirettamente, fanno capo alla Ferruzzi Finanziaria: da società di gestione di un ristretto, se pur importante, nucleo di partecipazioni a sub-holding strategica del Gruppo Ferruzzi nelle attività agricole e agro-industriali ritenute suscettibili di opportunità di sviluppo.

Alla base del potenziamento dell'Agricola Finanziaria vi sono quindi progetti sensibilmente innovativi, per la cui realizzazione gli azionisti di maggioranza hanno ritenuto per la prima volta di far ampio ricorso al mercato dei capitali. Una valutazione ex-ante della redditività di questi investimenti non si presenta certamente facile, anche se diversi elementi — tra i quali, in primo luogo, il know-how consolidato del Gruppo nel settore agricolo — inducono a guardare con favore alle prospettive delineate.

Le matricole di Borsa

Nel quadro di un panorama finanziario nazionale caratterizzato da sempre più evidenti segni di vitalità e dinamismo ed in cui emerge il rinnovato interesse dei risparmiatori per il mercato azionario, il fenomeno del progressivo ampliamento dei listini di Borsa si può ormai considerare un fatto strutturale.

Gli esordi borsistici di aziende operanti in vari settori dell'economia e le ammissioni alla quotazione di titoli azionari con caratteristiche particolari emessi da società quotate (azioni di risparmio, azioni con warrant, ecc.) si susseguono con notevole frequenza, superando ampiamente il numero delle cancellazioni dal listino disposte dagli organi competenti. Le ragioni che spingono molte aziende a richiedere la quotazione ufficiale delle proprie azioni presso la Borsa Valori sono molteplici: in primo luogo l'opportunità di attingere risorse finanziarie sotto forma di capitale di rischio rivolgendosi direttamente al mercato ed evitando così un eccessivo ricorso all'indebitamento, secondariamente l'effetto immagine dovuto alla presenza nel listino di Borsa.

Naturalmente, l'ammissione di una società alla quotazione è subordinata ad alcuni requisiti, tra i quali emerge l'adeguata diffusione tra il pubblico dei propri titoli azionari, fissata dalla CONSOB nella misura minima del 25% del capitale sociale. Se tale condizione non è soddisfatta, la via generalmente seguita dagli azionisti delle società quotande è quella di offrire pubblicamente in vendita parte delle azioni possedute ad un prezzo prefissato, in linea con la valutazione espressa dal Comitato Direttivo

degli Agenti di Cambio di una delle Borse Valori presso cui si intende richiedere la quotazione.

Le operazioni di collocamento di quote azionarie effettuate negli ultimi tempi hanno ottenuto un successo in molti casi superiore alle aspettative degli stessi offerenti. Nonostante l'introduzione, nell'ottica di favorire la diffusione dei titoli, di limiti prestabiliti ai quantitativi azionari singolarmente acquistabili, si sono frequentemente verificati casi di offerte al pubblico in cui le richieste complessive di azioni hanno largamente superato la disponibilità, rendendo necessario il ricorso al riparto e generando successivamente, nell'ambito del mercato non ufficiale (terzo mercato), forti lievitazioni dei prezzi delle azioni collocate.

Al fine di evitare simili situazioni, capaci di creare disorientamento nell'investitore, si è recentemente fatto ricorso, in occasione del classamento delle azioni della **Berto Lamet** — società del **Gruppo Fiat** con sede a Torino — al metodo dell'**asta marginale** giudicato da autorevoli osservatori maggiormente aderente alle attuali esigenze del mercato. Tale procedura ha consentito di fissare, in ognuno dei tre giorni previsti per l'effettuazione del collocamento, un **prezzo unico** di assegnazione, espressione del punto di equilibrio tra domanda e offerta; partendo da una base d'asta di lire 6.000, sono state complessivamente collocate 2.126.000 azioni della società ai prezzi unitari di lire 8.300, 8.500 e 8.350.

Procedendo all'aggiornamento del quadro delle «matricole» di Borsa delineato nello scorso numero di San Paolo Notizie, rileviamo come nel corso dell'ultimo trimestre tre società, allora segnalate in «lista di attesa» per la quotazione, siano approdate in Borsa: la **Sirti**, quotata alla Borsa Valori di Milano dal 1° ottobre; la **Sabaudia Finanziaria**, quotata a Milano, Roma, Torino e Bologna dal 24 ottobre; la **Filippo Fo-**

chi, quotata a Milano dal 25 novembre. Mentre l'attività della Sirti viene illustrata a parte, si forniscono di seguito alcune brevi note sulle altre due debuttanti.

La **Sabaudia Finanziaria**, il cui capitale sociale di 100 miliardi di lire è controllato per il 75% dalla CIR e per il 25% è in mano al pubblico, è approdata in Borsa dopo che nell'estate scorsa circa 25 milioni di azioni ordinarie della società (valore nominale 1000 lire) erano state collocate presso azionisti ed obbligazionisti CIR al prezzo unitario di 1100 lire.

La società, che svolge l'attività di finanziaria di partecipazioni nell'ambito del **gruppo facente capo a Carlo De Benedetti**, detiene, tra l'altro, quote di minoranza in numerose società quotate (Pirelli, Caboto-Milano Centrale, Mondadori, L'Espresso, Gim, SAI).

La Sabaudia, in cui ha recentemente acquisito una quota significativa (6%) la Montrex, società canadese che rappresenta un gruppo di investitori mediorientali, conta circa 4.600 azionisti ed ha raggiunto, a pochi giorni dall'esordio in Borsa, quotazioni di 2.600-2.800 lire. È stato inoltre preannunciato un aumento di capitale che comporterà per la società un introito complessivo di 300 miliardi. Nei dettagli l'operazione prevede l'emissione di 50 milioni di azioni ordinarie e 150 milioni di azioni di risparmio, da nominali lire 1.000, da offrire in opzione agli azionisti in modo inscindibile in ragione di 1 azione nuova ordinaria e 3 azioni di risparmio ogni 2 azioni possedute, al prezzo di lire 1500 per azione.

Diverso è stato il cammino verso la Borsa della **Filippo Fochi**, società bolognese di impiantistica industriale il cui capitale, pari a 14 miliardi di lire, è controllato dalla famiglia Fochi.

Le n. 3.300.000 azioni da nominali lire 1.000 derivanti dall'ultimo aumento di capitale mandato a effetto, sono state interamente collocate presso il pubblico nel luglio scorso al prezzo di 2.400

lire caduna, aggiungendosi alle 500.000 azioni già in circolazione (possedute da dipendenti della società) e creando così un flottante pari al 27% circa del capitale sociale.

L'esordio in Borsa delle azioni Fochi è avvenuto a 4.105 lire, quotazione che evidenzia le aspettative del mercato per il futuro della società, della quale una quota azionaria pari al 10% è stata recentemente acquisita dalla Sasib (gruppo CIR).

L'attività del gruppo Fochi si sviluppa attraverso società controllate e consociate dotate di propria autonomia gestionale, tutte operanti nell'ambito delle costruzioni, della manutenzione e della diagnostica industriale con attività di ingegneria di dettaglio, montaggi meccanici ed elettrostrumentali, fornitura e costruzione di tubazioni, carpenteria, caldareria. Il fatturato consolidato nel 1984 è stato di 211 miliardi di lire con un utile netto di 4,6 miliardi; i dipendenti sono circa 2.600.

Un accenno particolare meritano le azioni recentemente collocate sul mercato, denominate **SIP con warrant**, anch'esse da considerarsi «matricole del listino» pur appartenendo ad una società molto nota al pubblico e quotata presso tutte le Borse italiane.

Si tratta di 70 milioni di azioni ordinarie SIP, del valore nominale di 2.000 lire, poste in vendita dalla Stet tramite pubblica offerta il 16 settembre ed entrate in quotazione il giorno 26 dello stesso mese.

Ogni azione è dotata di un «warrant» per l'acquisto di una azione di risparmio SIP al **prezzo prefissato di lire 2.700**, esercitabile nei mesi di luglio '86, gennaio '87 e luglio '87, data oltre la quale i warrant non utilizzati saranno ritenuti nulli e cesserà la quotazione del titolo, divenuto a tutti gli effetti «azione ordinaria» con caratteristiche identiche a quelle già in circolazione.

Altra società presente in Borsa in procinto di quotare proprie azioni è l'**Alita-**

lia, che porterà al listino le azioni di categorie «A» ordinarie in aggiunta alle già quotate azioni di categoria «B» privilegiate. I presupposti per la quotazione sono stati creati attraverso il collocamento, avvenuto nel mese di novembre e riservato ai possessori di azioni di categoria «B» di un quantitativo di 120 milioni di azioni di categoria «A» al prezzo unitario di 1.000 lire.

Un'ulteriore novità per il listino è rappresentata dalle azioni **Nuovo Banco Ambrosiano**, ordinarie e di risparmio, che hanno sostituito le azioni La Centrale: si tratta di un cambiamento di denominazione che suggella anche a Piazza Affari l'avvenuta fusione per incorporazione del Nuovo Banco ne La Centrale.

Si segnalano infine la revoca dalla quotazione delle azioni Milanagricola Vittoria, avvenuta a seguito dell'incorporazione di quest'ultima nella Saffa, e l'inserimento nel listino delle Borse Valori di Milano, Roma e Torino delle **azioni di risparmio non convertibili** emesse dalla **Bi-Invest**.

Per la stessa Bi-Invest si profila intanto la **fusione con l'iniziativa Meta**; allo stesso modo daranno vita ad un'unica società anche **Pirelli & C.** e **Caboto - Milano Centrale**.

Si propone in conclusione una rapida rassegna delle principali aspiranti alla quotazione di Borsa, tutte società che già hanno provveduto alla creazione del flottante richiesto e stanno percorrendo l'iter che con ogni probabilità si concluderà con l'ammissione al listino ufficiale.

È il caso della **Sorin Biomedica**, società del **Gruppo Fiat** operante nel campo biomedicale, un settore ad elevato contenuto tecnologico con notevoli potenzialità di crescita. Il fatturato dell'azienda, il cui capitale è di 28 miliardi di lire, suddiviso in azioni da nominali 1.000 lire, è stato nel 1984 di oltre 105 miliardi – ripartito tra Divisione Biomedica (42%) e Divisione Organi Artificiali (58%) – mentre l'utile netto evidenziato

da bilancio è stato, nello stesso anno, di 10,5 miliardi.

Il **gruppo facente capo a Carlo De Benedetti**, dopo aver portato in Borsa la Sabaudia, ha posto le basi per la quotazione di altre due società: la **Cofide**, finanziaria di famiglia che detiene in portafoglio la partecipazione di controllo della CIR (e quindi della Sabaudia) e la **Teknecomp**, 143 miliardi di fatturato nell'84, nata dal raggruppamento di sette aziende del Gruppo Olivetti, operante nel campo della componentistica per l'informatica. Le due future matricole hanno un capitale sociale rispettivamente di 100 e 40 miliardi di lire.

Anche il gruppo siderurgico **Falck** sta predisponendo la quotazione di una delle proprie società: si tratta della **Sondel** (250 miliardi di capitale), azienda creata nel 1983, alla quale la capogruppo ha conferito la quasi totalità dei propri impianti di produzione e distribuzione di energia elettrica, la cui operatività è però limitata al solo ambito del gruppo Falck.

Prossimi ingressi in Borsa sono attesi infine nel settore bancario: la **Banca Toscana**, controllata al 70% dal Monte dei Paschi di Siena, il **Credito Fondiario**, controllato dalle banche del Gruppo IRI ed infine la **Banca Nazionale del Lavoro**, in procinto di lanciare un'importante operazione di parziale privatizzazione mediante l'emissione di «quote di risparmio».

Profilo operativo e finanziario della Sirti S.p.A.

Origini e attività

La SIRT (Società Italiana Reti Telefoniche Interurbane) venne costituita nel 1921 per iniziativa della Pirelli e di altri promotori, con lo scopo di studiare le problematiche connesse allo sviluppo della telefonia interurbana in Italia.

Durante gli anni successivi, che videro alternarsi nella compagine azionaria della SIRT aziende di primo piano a livello internazionale nel settore telefonico, la Società si occupò principalmente di installazione di linee telefoniche aeree e in cavo interrato. Alla fine della seconda guerra mondiale, dopo aver partecipato alla ricostruzione della Rete Nazionale danneggiata dagli eventi bellici, collaborò alla progettazione ed alla realizzazione della nuova rete in cavo coassiale e ponti radio ultimata negli anni '50.

Nel 1966 l'aumento al 50% della partecipazione azionaria facente capo alla **STET**, che era subentrata in precedenza alla Siemens & Halske rilevando una quota del 10% della SIRT, dava alla Società nuovo impulso nel settore interurbano e avviava nuove attività nei settori reti urbane e linee ad alta tensione per il trasporto dell'energia. In tale occasione l'organizzazione aziendale subiva una notevole ristrutturazione con incremento di personale, mezzi, attrezzature speciali, strumentazioni, costruzione di nuove sedi di lavoro dislocate opportunamente su tutto il territorio nazionale, da cui sono derivati benefici effetti, riscontrabili nei risultati ampiamente positivi da allora conseguiti dalla SIRT in Italia e all'estero.

Attualmente, oltre ai tradizionali lavori

sui cavi in rame e di installazione di apparecchiature di telecomunicazioni per ASST (Azienda di Stato per i Servizi Telefonici) e SIP, la SIRTl ha da tempo intrapreso la realizzazione di impianti con cavi in fibra ottica e dedicato particolare attenzione alle nuove tecniche di telematica e automazione sviluppando sistemi di telecontrollo e telesorveglianza.

All'estero, oggi, la SIRTl è nota per aver realizzato impianti di risonanza internazionale sia per contenuto tecnologico che economico. La sua attività si sviluppa in paesi di tutto il mondo, dove sono state costituite società con partecipazione di capitale locale o consorzi con società fornitrici di cavi e apparecchiature.

In particolare il Gruppo SIRTl comprende tre aziende di impiantistica ubicate in Brasile (SIRTEL), Spagna (SEIRT) e Arabia Saudita (SARTELCO) oltre a un'azienda di commercializzazione, la JEDCO International di Vaduz (Liechtenstein). Tutte queste società fanno capo alla holding per l'estero, la SIRTl International, posseduta interamente dalla SIRTl ed avente anch'essa sede nel Liechtenstein. La SIRTl controlla inoltre direttamente l'intero capitale della SETELCO di Losanna, che fornisce i servizi amministrativi per le società del Gruppo operanti all'estero, mentre detiene il 50% della F.O.S. di Battipaglia (SA), la cui attività è rivolta alla produzione di fibre ottiche.

Tra le più recenti realizzazioni di rilievo effettuate dalla SIRTl all'estero, ricordiamo la rete in cavi coassiali per il Governo libico consistente in un progetto «chiavi in mano» che ha comportato la posa di oltre 11.000 km di cavo su tutto il territorio libico. La SIRTl parteciperà inoltre, insieme alla Telettra, ad una importante commessa in Egitto per la messa in opera di un collegamento in microonde della lunghezza di circa 1.000 km tra Il Cairo, Assuan e Abu Simbel.

L'impostazione organizzativa della SIRTl, in aderenza alle caratteristiche delle sue diversificate attività, si basa essenzialmente su consistenti nuclei funzionali centralizzati presso le Sede di Milano e su di una articolata distribuzione di unità periferiche (fisse e mobili) operanti su tutto il territorio nazionale. In particolare:

l'attività commerciale, è orientata allo sviluppo di iniziative di marketing e di acquisizione di commesse di lavoro;

la funzione tecnica, in linea con le più avanzate tecnologie, è rivolta alla progettazione degli impianti, programmazione dei lavori e pianificazione delle risorse;

la ricerca, imperniata sull'attività di specialisti e supportata da moderne attrezzature, si esprime su un vasto campo di indagini e sperimentazioni;

l'attività produttiva, in Italia, viene coordinata e gestita nell'ambito di due Divisioni che operano con definite competenze territoriali (Divisione Nord con sede a Cassina de' Pecchi - Milano - e Divisione Sud con sede in Salerno).

L'attività operativa della SIRTl, che generalmente nell'ambito di ogni singola realizzazione comprende sia la fase progettuale che quella realizzativa, quest'ultima preceduta dagli opportuni rilievi e seguita dalle operazioni di collaudo, ha per oggetto:

- cavi interurbani;
- reti telefoniche urbane;
- installazione apparecchiature nei seguenti settori:
 - centrali
 - linee
 - sistemi a microonde;
- trasporto e distribuzione di energia ad alta tensione.

La SIRTl provvede inoltre, sin dal 1929, alla manutenzione dell'intera Rete Telefonica Nazionale ASST in cavo e, a seguito della realizzazione della nuova rete autostradale, anche alla manutenzione dei cavi SIP posati in quella sede. Attraverso 20 centri specializzati dislo-

cati su tutto il territorio nazionale, viene effettuata una manutenzione preventiva con visite al tracciato, misure di pressurizzazione dei cavi e misure elettriche periodiche, operando inoltre interventi per guasti causati da terzi o da calamità naturali.

Importanza crescente stanno assumendo infine per la Società i sistemi per l'automazione d'ufficio, nell'ambito dei quali vengono curati in particolare lo sviluppo del software applicativo, l'integrazione delle nuove tecnologie con reti e strutture esistenti, l'installazione, il collaudo e l'assistenza tecnica.

Struttura economico-finanziaria

Dalla data di costituzione della Società, l'apporto dei soci in termini di capitale è ammontato complessivamente a 1.100 milioni di lire, cifra indubbiamente contenuta che evidenzia come gli adeguamenti del capitale connessi alla crescita dimensionale della SIRTl siano stati realizzati sostanzialmente in via gratuita.

Nel corso dell'ultimo trentennio il capitale sociale è passato infatti da 1,2 a 130 miliardi di lire, rappresentati attualmente da 130 milioni di azioni ordinarie del valore nominale di 1.000 lire derivanti dal frazionamento delle azioni da nominali 10.000 lire precedentemente esistenti.

Al 10 maggio 1985 la composizione dell'azionariato SIRTl presentava la seguente configurazione:

STET	88,25%
IRI	6,75%
PIRELLI	3,00%
CEAT	1,00%
ISEC	1,00%.

A seguito dell'offerta pubblica di vendita avvenuta nello scorso mese di giugno, attraverso la quale sono state collocate sul mercato al prezzo unitario di 3.800 lire n. 52.325.000 azioni ordinarie

SIRTl, godimento 1/1/85, possedute dalla STET, quest'ultima ha ridotto la propria quota di partecipazione nella SIRTl al 48%.

Al fine di assicurare la continuità gestionale della SIRTl sulla base di una maggioranza stabilmente riferita al 53% del capitale della Società, sono in corso contatti per la costituzione di un sindacato fra la STET – per una quota di partecipazione del 48% – e PIRELLI, CEAT e ISEC – per la loro quota di partecipazione pari complessivamente al 5%.

Il collocamento delle azioni SIRTl, conclusosi positivamente già il primo giorno di offerta al pubblico (10 giugno 1985), ha consentito alla Società di ottenere l'ammissione alla quotazione ufficiale di Borsa a decorrere dal 1° ottobre successivo, facendo seguire in tale data un prezzo di 7.050 lire.

La SIRTl ha chiuso il bilancio 1984, di cui si allegano i dati maggiormente significativi, con un incremento del 30% dell'utile netto, che ha superato i 54,5 miliardi (era 42,2 miliardi nell'83), mentre i ricavi sono saliti da 447,5 a 459 miliardi, cifra all'incirca raddoppiata a livello consolidato. L'87% del giro d'affari deriva da commesse realizzate in Italia e per il 13% dall'estero, con particolare riferimento alla rete libica in cavo coassiale in corso di ultimazione.

La produttività dell'azienda, espressa da un fatturato per dipendente pari a 75 milioni di lire ha fatto registrare sensibili miglioramenti (+10% rispetto al 1983) dovuti in parte ad una contrazione dell'organico, passato da 6.570 a 6.156 unità.

La Società, che negli ultimi 10 anni aveva sempre distribuito dividendo, con incidenza gradualmente crescente rispetto al valore nominale delle azioni, ha corrisposto per l'esercizio 1984 un dividendo pari a 300 lire per azione del valore nominale di 1.000 lire, con un esborso complessivo di 39 miliardi, pari al 71,5% degli utili conseguiti.

Per far fronte ai programmi di lavoro in

Italia ed all'estero, la SIRT ha impostato un piano di investimenti tecnici per il 1985 che ammonta a circa 16 miliardi di lire che prevede in particolare l'incre-

mento delle attrezzature e della strumentazione nonché il potenziamento dei macchinari e dei sistemi di elaborazione.

Stato patrimoniale al 31/12/1984

ATTIVO	(L./mil)	PASSIVO	(L./mil)
Immobilizzazioni tecniche nette	80.705	Capitale sociale	130.000
Attività immateriali	11	Riserve nette	132.448
Partecipazioni	4.429	Risultato di bilancio	54.556
		Capitale netto	317.004
		Fondo rischi contrattuali	77.045
		Fondo trattamento fine rapporto	50.172
		Debiti a medio/lungo termine	2.833
Attività immobilizzate	85.145	Capitali permanenti	447.104
Rimanenze nette	96.062	Fondo imposte	26.458
Crediti commerciali netti	366.628	Debiti commerciali	168.469
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine	197.079	Debiti finanziari a breve termine	1.127
Altre attività a breve termine	11.405	Altre passività a breve termine	113.211
Attività correnti	671.174	Passività correnti	309.265
Attivo netto	756.319	Passivo netto	756.319

Conto economico

	1984	1983
Fatturato	458.854	447.577
± Variazione lavori in corso	8.400	11.392
+ Costi propri capitalizzati	533	411
- Consumi di materiali e servizi	112.208	128.536
= VALORE AGGIUNTO	355.579	330.844
- Costo del lavoro	200.006	199.966
= MARGINE OPERATIVO LORDO	155.573	130.878
- Ammortamenti e accantonamenti	70.224	65.165
= MARGINE OPERATIVO NETTO	85.349	65.713
± Proventi/oneri finanziari netti	26.586	18.290
± Proventi/oneri diversi netti	-6.605	3.826
= UTILE CORRENTE	105.330	87.829
± Sopravvenienze attive/passive	9.466	1.829
± Plus/minusvalenze nette	-640	-537
± Altri proventi/oneri netti non ricorrenti	14.155	12.783
= RISULTATO DI ESERCIZIO PRIMA DELLE IMPOSTE	128.311	101.904
- Imposte	73.755	59.755
= RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	54.556	42.149

Come si calcola il rendimento dei titoli azionari

Le tendenze ed i problemi del risparmio sono attualmente oggetto di crescente attenzione da parte del pubblico dei risparmiatori, particolarmente interessato, anche in relazione alle proprie scelte di investimento, all'analisi reddituale dei diversi prodotti finanziari. In considerazione di ciò e con l'intento di fornire utili strumenti per la valutazione comparativa delle diverse opportunità di investimento che si presentano nel settore dei valori mobiliari, si è ritenuto di avviare, iniziando da questo numero, la pubblicazione di una serie di articoli volti ad illustrare le metodologie da utilizzare per un corretto calcolo dei rendimenti dei principali titoli. In questo numero viene illustrata la valutazione reddituale dei titoli azionari, seguirà l'esame delle procedure di determinazione dei rendimenti dei Certificati di Credito del Tesoro, dei Buoni del Tesoro Poliennali, degli Zero Coupon-bonds, delle Obbligazioni ordinarie e convertibili.

Per una corretta valutazione del rendimento di un titolo azionario è necessario l'esame congiunto di due distinti elementi: il dividendo distribuito agli azionisti e la variazione positiva o negativa del valore di mercato del titolo rispetto al prezzo di acquisto o di sottoscrizione.

Le azioni, com'è noto, sono titoli rappresentativi di una quota parte del capitale sociale di un'impresa costituita sotto forma di società per azioni o di società in accomandita per azioni. La prima componente di remunerazione di questi valori mobiliari, il dividendo, è in

funzione dei risultati di esercizio, della politica finanziaria seguita dalla società e rappresenta il «guadagno in linea interessi» dell'investimento azionario.

Il secondo elemento di rendimento è legato alla valutazione che il mercato attribuisce al titolo azionario, che si riflette nella relativa quotazione di Borsa: nel corso in cui la quotazione si accresca rispetto al prezzo di acquisto o di sottoscrizione l'azionista può beneficiare di un «guadagno in linea capitale» (capital gain).

Queste due «parti ideali» del rendimento vengono esaminate congiuntamente nel calcolo degli «**indici di rendimento complessivo**» dell'investimento azionario, presentati successivamente nel paragrafo B. Il rapporto tra dividendo e prezzo azionario, presentato nel paragrafo A, considera invece unicamente la componente «dividendo» e misura il **rendimento corrente** dell'azione.

A. Il rendimento corrente di un'azione viene misurato dal seguente rapporto:

$$\frac{\text{dividendo lordo}}{\text{prezzo}} \times 100 = \frac{D}{P} \times 100 \quad (1)$$

che si costruisce ponendo al numeratore il dividendo lordo unitario (comprensivo di eventuali acconti) distribuito da una società nel corso dell'anno ed al denominatore la quotazione dell'azione considerata. Tale quotazione può essere puntuale, riferita ad esempio alla data di acquisto o di sottoscrizione, quando si voglia valutare ex post il rendimento corrente di un certo titolo oggetto di investimento; oppure si può assu-

mere un prezzo medio, rappresentato ad esempio dalla media annua delle quotazioni di Borsa, quando si intenda invece confrontare, in funzione di una scelta di investimento, la redditività corrente media offerta da diversi titoli. Il rapporto si presta altresì alla effettuazione di una stima dei rendimenti prospettici dei titoli azionari, nel qual caso vengono impiegati, in alternativa ai valori storici, quelli futuri attesi; tuttavia data la tendenza alla stabilizzazione dei dividendi seguita di norma dalle principali società quotate, vengono utilizzati usualmente gli ultimi dividendi disponibili.

Questo indice permette di misurare, sulla base della valutazione espressa dal mercato in termini di prezzo, il rendimento, in linea interessi, offerto da una determinata azione. Dall'analisi della serie storica dei dividendi distribuiti si possono inoltre avere indicazioni sulla politica dei dividendi seguita dalla società.

B. Per valutare il rendimento complessivo del titolo azionario, si può ricorrere invece al seguente rapporto:

$$\frac{\text{dividendo} + (\text{prezzo finale} - \text{prezzo iniziale})}{\text{prezzo iniziale}} \times 100 =$$

$$= \frac{D_t + (P_t - P_{t-1})}{P_{t-1}} \times 100 \quad (2)$$

che esprime la remunerazione com-

plessiva del titolo ottenuta dalla somma fra la remunerazione corrente

$$\left(\frac{\text{dividendo}}{\text{prezzo iniziale}} \right)$$

e il guadagno o la perdita in conto capitale

$$\left(\frac{\text{prezzo finale} - \text{prezzo iniziale}}{\text{prezzo iniziale}} \right).$$

Nella formula presentata si assume che i dividendi percepiti non vengano reinvestiti prima della fine dell'arco temporale considerato.

Il calcolo del rendimento così effettuato presenta però notevoli difficoltà derivanti dal fatto che il prezzo del titolo può perdere le sue caratteristiche di confrontabilità nel tempo per effetto di operazioni sul capitale. Le quotazioni registrate prima di dette operazioni devono pertanto venire preventivamente modificate con gli appositi «coefficienti di rettifica».

Per evitare di dover effettuare laboriose modifiche (soprattutto nel caso di più operazioni sul capitale effettuate nell'arco temporale esaminato) risulta maggiormente agevole fare riferimento, per il calcolo del rendimento complessivo, non al valore unitario dell'azione, bensì all'importo complessivo dell'investimento.

In questo caso, anziché utilizzare la (2), si ricorrerà al seguente rapporto:

$$\left(\frac{\text{valore dell'investimento al termine del periodo considerato} - \text{valore dell'investimento all'inizio del periodo considerato}}{\text{valore dell'investimento all'inizio del periodo considerato}} + \frac{\text{dividendi incassati} \pm \text{altri introiti ed esborsi}^{(1)}}{\text{valore dell'investimento all'inizio del periodo considerato} + \text{esborsi successivi}} \right) \times 100 \quad (3)$$

Un esempio può essere utile per chiarire meglio il procedimento. Si supponga di aver acquistato mille azioni ordinarie Pirelli & C. in data 1/10/1984 al prezzo di chiusura di Borsa dello stesso giorno, pari a 3.030 lire.

Il valore iniziale dell'investimento era quindi pari a 3.030.000 lire (per semplificazione nell'esempio non si tiene conto delle commissioni di acquisto o di vendita).

Il dividendo lordo dell'esercizio 1984, assegnato nel corso del 1985 è stato pari a 160 lire per ogni azione ordinaria. L'introito complessivo netto per mille azioni, considerata la ritenuta d'acconto del 10% da calcolare sui dividendi lordi, è ammontato quindi a 144.000 lire (2).

La società, nel 1985, ha dato corso inoltre ad un'operazione di aumento del capitale sociale da 77 a 80,1 miliardi. Tale aumento è stato effettuato con l'emissione a pagamento di 3,1 milioni di azioni di risparmio al portatore del valore nominale di lire 1.000 ciascuna, offerte in opzione alla pari agli azionisti nella proporzione di una azione ogni venticinque azioni ordinarie possedute. Per semplicità espositiva si è ritenuto di non considerare il prestito obbligazionario di 46,2 miliardi offerto anch'esso in opzione agli azionisti dalla Pirelli & C. contestualmente all'aumento prima descritto.

Esercitando il diritto d'opzione, l'azionista ha sottoscritto l'aumento di capitale, acquistando quaranta azioni di risparmio con un esborso complessivo di 40.000 lire.

Un anno dopo aver effettuato l'investimento l'azionista intende valutare il valore globale delle azioni detenute e calcolare la redditività complessiva dell'investimento effettuato.

Il 1° ottobre 1985 il prezzo di chiusura delle azioni ordinarie Pirelli & C. era pari a lire 5.790, mentre le azioni di risparmio venivano quotate ad un prezzo di 4.485 lire.

Il **valore complessivo dell'investimento**, sulla base dei prezzi espressi dal mercato ufficiale al 1/10/1985, risultava pari a:

n. 1.000 azioni ordinarie quotate a L. 5.790 ciascuna	L. 5.790.000
n. 40 azioni di risparmio quotate a L. 4.485 ciascuna	<u>L. 179.400</u>
Valore totale dell'investimento al 1/10/1985	L. 5.969.400

Il **rendimento complessivo**, applicando la formula (3) si quantifica in:

$$\frac{(5.969.400 - 3.030.000) + 144.000 - 40.000}{3.030.000 + 40.000} \times 100 =$$

$$= \frac{3.043.400}{3.070.000} \times 100 = 99,13\%$$

pari ad un rendimento percentuale complessivo su base annua del 99,13%.

Occorre rilevare che questo metodo, considerando esclusivamente la somma algebrica degli introiti e degli esborsi, **non tiene conto della distribuzione nel tempo dei flussi finanziari** connessi all'investimento.

Il rendimento complessivo di un titolo azionario può anche essere calcolato **ex ante**; in questo caso nella (2) e nella (3) vengono riportati i valori attesi degli esborsi e degli introiti.

Quando l'investimento perdura per un periodo superiore all'anno, il divario temporale tra i flussi finanziari in entrata o in uscita (incasso cedole, acquisti, vendite, ecc.) acquista una maggiore importanza per la valutazione reddituale dell'investimento stesso ed è quindi più opportuno ricorrere, per la determinazione del rendimento globale, al calcolo del cosiddetto «**tasso interno di rendimento**» che consente di eliminare lo sfasamento temporale esistente tra i flussi finanziari, rendendo nel contempo possibile il confronto tra investi-

menti aventi durata e caratteristiche diverse e pertanto non direttamente paragonabili. Con questo metodo, infatti, ogni flusso viene attualizzato (cioè riportato al suo ipotetico valore iniziale mediante la formula dello sconto razionale) in modo tale da rendere omogeneo sotto il profilo temporale il capitale inizialmente impiegato nell'investimento azionario con gli esborsi e gli introiti avvenuti in momenti successivi.

Il tasso interno di rendimento si calcola con la seguente formula:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n F_t (1 + r)^{-t} \quad (4)$$

dove P_0 è l'esborso iniziale per l'acquisto delle azioni; F_1, F_2, F_3, F_n i flussi positivi o negativi avvenuti ai tempi 1, 2, 3, n; t il tempo espresso in anni o frazioni di anno ed r il tasso interno di rendimento ricercato.

La risoluzione dell'equazione riportata si presenta però abbastanza complessa. Per affrontare il calcolo in maniera più agevole e pratica si può ricorrere al metodo iterativo, cioè per approssimazioni successive. Non disponendo di un calcolatore in grado di effettuare automaticamente, sulla base di uno specifico programma, i calcoli sopra riportati, le operazioni possono essere eseguite manualmente con l'ausilio di un prontuario per i calcoli attuariali o di una calcolatrice provvista della funzione y^x (cioè della elevazione a potenza). Si inizia la ricerca del rendimento ipotizzando che l'incognita « r » abbia un dato risultato, ritenuto probabile a priori, e si verifica se tale valore consente di uguagliare il valore attuale complessivo dei flussi all'esborso iniziale. Se questo non si verifica occorre provare con approssimazioni successive sino a pervenire ad un valore sufficientemente vicino a quello cercato.

Anche in questo caso un esempio può essere utile per chiarire maggiormente quanto illustrato.

Con riferimento all'esemplificazione precedentemente riportata, determiniamo quanto ha reso un investimento in azioni ordinarie Pirelli & C. supponendo di aver mantenuto la detenzione di tali titoli per un periodo di tempo superiore all'anno. Si ipotizzi che in data 30/9/1983 un investitore abbia deciso di acquistare mille azioni ordinarie Pirelli & C. al prezzo di chiusura del giorno, pari a 2.690 lire, con un esborso iniziale complessivo di 2.690.000 lire (P_0) (per semplificazione anche in questo caso non si tiene conto delle commissioni di acquisto o di vendita).

La società, come accennato, ha assegnato nel 1985 un dividendo lordo unitario di 160 lire per ogni azione ordinaria e distribuito un dividendo, al netto della ritenuta d'acconto del 10% pari a lire 144 (F_1). Tale dividendo è stato incassato il 18/4/1985. Nell'anno precedente il dividendo distribuito alle azioni ordinarie è stato dello stesso ammontare e la riscossione è avvenuta il 17/5/1984 (F_2) (si veda la nota 2).

In data 22/4/1985, esercitando il diritto di opzione l'azionista ha sottoscritto l'aumento di capitale descritto in precedenza acquistando quaranta azioni di risparmio con un esborso complessivo di 40.000 lire (F_3).

Supponiamo che due anni dopo aver effettuato l'investimento, l'azionista voglia valutare il valore globale delle azioni detenute e calcolare la redditività complessiva dell'investimento effettuato. Il 30/9/1985 il prezzo di chiusura delle azioni Pirelli & C. ordinarie era pari a lire 5.855, mentre le azioni di risparmio venivano quotate ad un prezzo di 4.500 lire.

Il **valore complessivo** dell'investimento risultava quindi pari a:

n. 1.000 azioni ordinarie quotate a L. 5.855 ciascuna	L. 5.855.000
n. 40 azioni di risparmio quotate a L. 4.500 ciascuna	<u>L. 180.000</u>
Valore totale dell'investimento al 30/9/1985	L. 6.035.000

Per il calcolo del **rendimento complessivo** dell'investimento occorre in primo luogo riepilogare in una tabella i flussi finanziari in entrata e in uscita avvenuti nell'arco temporale esaminato:

Data (a)	Intervallo intercorso tra l'esborso iniziale e il verificarsi del flusso (in settimane) (b)	Intervallo su base annua (b)/52 (c)	Importo dell'introito (+) o dell'esborso (-) (d)
30/9/1983	—	—	$P_0 = 2.690.000$
17/5/1984	33	0,63	$F_1 = + 144.000$
18/4/1985	81	1,56	$F_2 = + 144.000$
22/4/1985	82	1,58	$F_3 = - 40.000$
30/9/1985	104	2	$F_4 = + 6.035.000$

sostituendo nella formula (4) i corrispondenti valori si avrà:

$$2.690.000 = 144.000 \times (1 + r)^{-0,63} + 144.000 \times (1 + r)^{-1,56} - 40.000 \times (1 + r)^{-1,58} + 6.035.000 \times (1 + r)^{-2}$$

Si assume, come ipotesi iniziale, che r sia pari a 0,50; al fine di verificare tale ipotesi si sostituisce nella seconda parte dell'eguaglianza tale valore all'incognita r , ottenendo:

$$\begin{aligned} & 144.000 \times 1,50^{-0,63} + 144.000 \times 1,50^{-1,56} - \\ & - 40.000 \times 1,50^{-1,58} + 6.035.000 \times 1,50^{-2} = \\ & = \frac{144.000}{1,50^{0,63}} + \frac{144.000}{1,50^{0,56}} - \frac{40.000}{1,50^{0,58}} + \frac{6.035.000}{1,50^2} = \\ & = \frac{144.000}{1,29} + \frac{144.000}{1,88} - \frac{40.000}{1,9} + \frac{6.035.000}{2,25} = \\ & = 111.628 + 76.596 - 21.053 + 2.682.222 = \\ & = 2.849.393 \end{aligned}$$

Poiché la somma algebrica dei flussi attualizzati (2.849.393) non coincide con l'esborso iniziale (2.690.000) è necessario ipotizzare un altro tasso di rendimento, superiore a quello in precedenza impiegato. Assumendo $r = 0,60$ si

lizzati pari a 2.514.610, inferiore all'esborso iniziale.

Il tasso interno di rendimento percentuale dovrà collocarsi allora tra il 50% ed il 60%. Continuando per approssi-

mazioni successive con il procedimento sopra illustrato si perverrà ad un valore di « r » pari a 0,546. Tale valore consente di ottenere una sommatoria di flussi attualizzati pari a circa 2.687.000, valore quindi molto prossimo all'investimento iniziale di 2.690.000.

L'investimento globale ha quindi reso complessivamente, con l'utilizzo del metodo basato sul tasso interno di rendimento, il 54,6% medio annuo per ciascuno dei due anni considerati.

(1) Gli «altri introiti ed esborsi» si riferiscono, per quanto concerne gli introiti, all'incasso del controvalore dei diritti di opzione ceduti, alla vendita parziale dei titoli, al credito d'imposta eccedente l'ammontare dell'imposta personale dovuta, ecc. Con riferimento agli esborsi, alla sottoscrizione di aumenti di capitale, all'acquisto di nuove azioni ed al pagamento dell'imposta personale sul reddito eccedente il credito d'imposta.

(2) Nell'esempio gli effetti del trattamento fiscale sono limitati alla considerazione della ritenuta di acconto applicata all'atto del pagamento dei dividendi. Il trattamento fiscale complessivo è funzione della situazione reddituale globale e della corrispondente aliquota dell'imposta personale progressiva. Nella rubrica «Informativa fiscale», dedicata all'analisi del credito di imposta sui dividendi azionari, gli attuali esempi sono stati riferiti alla specifica situazione di un investitore la cui aliquota sia stata pari nel 1984 al 25% e nel 1985 al 27% (vedi pag. 62).

Le nuove norme concernenti i rapporti valutari e finanziari con l'estero

Nel mese di ottobre la graduale opera di liberalizzazione valutaria volta a consentire più ampi spazi di manovra agli operatori nazionali ha segnato un ulteriore passo in avanti con l'entrata in vigore di due decreti firmati il 16 ottobre dal Ministro del Commercio con l'estero aventi per oggetto la modifica della normativa disciplinante i regolamenti valutari ed i rapporti finanziari con residenti di altri Paesi.

Alcune tra le innovazioni introdotte riguardano in modo specifico i **risparmiatori italiani** in relazione alle proprie scelte di investimento. In particolare, con riferimento agli **investimenti di portafoglio** (il cui trattamento valutario è stato illustrato nel quarto numero di San Paolo Notizie) dal 23 ottobre, data di entrata in vigore del relativo decreto, il deposito vincolato infruttifero previsto per tali investimenti in misura differenziata a seconda del Paese in cui venivano effettuati (40% Paesi OCSE, 50% altri Paesi - 30% titoli obbligazionari emessi da istituzioni comunitarie) è stato unificato e **ri-**

dotto al 25% dell'investimento stesso.

I provvedimenti assunti riguardano anche i **residenti italiani che intraprendono viaggi all'estero a scopo di turismo**. Con l'entrata in vigore dei nuovi decreti viene infatti eliminata una pesante restrizione riguardante l'utilizzo all'estero della **carta di credito**. L'impiego oltre frontiera di tale mezzo di pagamento era stato liberalizzato ai sensi del D.M. 30/11/1984 limitatamente però alle spese sostenute per i soli servizi turistici (si veda «La nuova normativa valutaria», San Paolo Notizie n. 4); per effetto delle nuove disposizioni, l'utilizzo delle carte di credito viene esteso, nei limiti dell'assegnazione valutaria, ai cosiddetti «beni d'uso» cioè agli acquisti effettuati negli esercizi commerciali di Paesi esteri da parte di residenti italiani, fermo restando comunque l'obbligo di conservare per cinque anni la documentazione comprovante il 75% delle spese sostenute all'estero oltre il limite di cinque milioni per anno solare.

Il credito d'imposta sugli utili distribuiti dalle società di capitali

La disciplina del credito d'imposta relativa agli utili distribuiti dalle società di capitali è stata introdotta nella vigente normativa fiscale dalle disposizioni contenute nella legge n. 904 del 16 dicembre 1977, successivamente modificate dalla legge n. 619 del 25 novembre 1983.

Sino all'entrata in vigore della legge n. 904 il sistema impositivo sugli utili delle società di capitali era basato nel nostro Paese su di un duplice prelievo: una prima tassazione all'atto della produzione del reddito da parte della società ed una seconda sui dividendi e sugli altri utili distribuiti, divenuti parte del reddito imponibile dei soci percettori. Si verificava così una distorsione in quanto la stessa materia impositiva veniva ad essere tassata due volte seppur in capo a soggetti diversi: come utile della società una prima volta e come reddito del socio una seconda.

Questa normativa rendeva il trattamento fiscale del risparmio azionario più oneroso rispetto a quello applicato alle altre forme di impiego in attività finanziarie. Inoltre, poiché la duplicazione dell'imposta veniva evitata solo dai percettori di reddito d'impresa individuale o di partecipazione in società di persone, di fatto la costituzione di tali organizzazioni d'impresa veniva ad essere favorita a scapito della nascita di nuove società di capitali.

Al fine di evitare tali distorsioni e di adeguare, almeno parzialmente, il trattamento fiscale delle attività finanziarie

praticato nel nostro Paese con quello attuato dagli altri Stati membri della Comunità Economica Europea, con la citata legge n. 904 del 16 dicembre 1977 è stato introdotto, nella disciplina regolamentante il trattamento tributario dei dividendi, un meccanismo che consente di evitare la doppia imposizione economica prima accennata. Con il credito d'imposta, infatti, l'IRPEG (imposta sul reddito delle persone giuridiche) pagata dalle società di capitali sugli utili distribuiti viene considerata come un vero e proprio anticipo dell'imposta personale dovuta dai soci sugli utili percepiti che entrano a comporre il reddito imponibile.

Nell'originaria legge del 1977 il credito d'imposta veniva riconosciuto nella misura di un terzo degli utili erogati. In concomitanza con l'aumento dal 25 al 30% dell'aliquota dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche, disposto dalla legge n. 873 del 27 novembre 1982, il credito d'imposta è stato elevato dalla misura di un terzo a quella del 42,85%, limitatamente però agli utili percepiti dalle sole società di capitali ed enti finanziari.

Successivamente, con la legge n. 649 del 25 novembre 1983 l'aliquota dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche è stata portata dal 30 al 36% e, contemporaneamente, è stato elevato il credito d'imposta, ripristinando altresì la piena parità di trattamento di tutti i soci delle società di capitali venuta a cessare per effetto della suaccennata

discriminazione operata a favore delle società di capitali e degli enti finanziari. Con l'entrata in vigore della legge n. 649, infatti, il credito d'imposta compete, nella nuova misura dei **nove sedicesimi degli utili dichiarati**, qualunque sia il soggetto percipiente.

La legge 649 ha introdotto un'ulteriore modifica nella preesistente normativa con l'istituzione di **un'imposta di conguaglio** a carico delle società eroganti a cui brevemente accenniamo per l'interazione esistente tra la stessa e il meccanismo del credito d'imposta.

Il reddito complessivo delle società che distribuiscono utili per i quali compete ai soci il credito d'imposta risulta formato, in molti casi, da una parte imponibile, prodotta dalla usuale attività di impresa, e da una parte non soggetta per legge ad imposta in quanto derivante dall'impiego in titoli esenti di disponibilità finanziarie eccedenti le immediate necessità di spesa e di investimento. Sulla base della legge 904 il credito d'imposta veniva riconosciuto su tutto l'utile distribuito ancorché questo non avesse scontato l'imposta o l'avesse scontata in misura ridotta, con evidenti benefici fiscali per i soci percettori.

La legge n. 649 ha posto fine a tale regime più favorevole: anziché differenziare il credito d'imposta spettante ai soci, tale legge ha introdotto un'imposta di conguaglio a carico delle società, applicabile in tutte le ipotesi in cui vengano attribuiti ai soci utili, anche sotto forma di ripartizione di riserve o fondi,

non assoggettati all'imposta sul reddito delle persone giuridiche (o assoggettati con aliquote inferiori a quella ordinaria del 36%). Tale imposta compensativa si configura come un'addizionale dell'IRPEG: essa si applica con l'aliquota del 56,15% (pari ai nove sedicesimi e corrispondente alla misura del credito d'imposta spettante al socio) su un imponibile che è dato dalla differenza tra l'utile distribuito e il 64% del reddito imponibile dichiarato dalla società ai fini IRPEG (al lordo delle perdite eventualmente riportate da precedenti esercizi). Va rilevato che l'utile distribuito deve essere considerato al netto dei dividendi attribuiti alle azioni di risparmio al portatore per le quali non compete il credito d'imposta, essendo i relativi utili soggetti alla ritenuta a titolo d'imposta nella misura del 15%.

Soggetti destinatari del credito d'imposta

Relativamente ai **soggetti destinatari**, il credito d'imposta viene attribuito ai **soci delle società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata nonché ai soci di società cooperative e di mutua assicurazione che abbiano nel territorio dello Stato la sede legale o amministrativa e l'oggetto principale dell'attività**.

Relativamente alle società cooperative, va rilevato che il credito non compete ai

soci delle società indicate nell'art. 14 D.P.R. n. 601, assoggettate istituzionalmente a ritenuta a titolo d'imposta. Tra queste rientrano in particolare le Casse rurali ed artigiane a garanzia limitata. Viceversa tale diritto spetta integralmente ai soci delle Banche popolari cooperative che, non essendo disciplinate dai principi della mutualità, non rientrano fra le società cooperative di cui al citato D.P.R. n. 601.

Il credito spetta anche per gli utili distribuiti da aziende ed istituti di credito pubblici che, ai fini del riconoscimento del credito d'imposta, sono stati equiparati alle società di capitali ai sensi dell'art. 48 della legge n. 526 del 7 agosto 1982.

Per quanto riguarda i soggetti percettori, il principio di attribuzione del credito d'imposta è legato, da un lato, alla **qualifica di socio** e, dall'altro, alla circostanza **che gli utili percepiti concorrono a formare il reddito imponibile** del socio stesso ai fini delle imposte personali.

Sotto quest'ultimo aspetto pertanto il **credito non compete ai percettori di utili soggetti istituzionalmente a ritenuta alla fonte a titolo d'imposta**. È questo il caso dei soci che percepiscono utili su azioni di risparmio al portatore, sui quali — come si è detto — la ritenuta è applicata a titolo d'imposta nella misura del 15%, o su azioni di risparmio nominative, qualora l'azionista abbia optato per tale forma di tassazione. Analogamente, per le stesse motivazioni, il credito non compete ai soci non residenti di società italiane.

Unica eccezione in questo caso è fatta per gli utili percepiti da società ed enti esteri aventi stabile organizzazione nel territorio dello Stato in quanto tali utili vengono ricompresi nel reddito imponibile della società od ente ai fini dell'imposta sul reddito delle persone giuridiche.

Relativamente all'altro presupposto necessario per l'attribuzione del credito

d'imposta, va rilevato che l'**agevolazione non spetta a coloro che pur partecipando alla percezione degli utili rivestono una qualifica diversa da quella di socio**. È il caso dei dipendenti, dei componenti del Consiglio di amministrazione, nonché dei soci promotori e fondatori i quali percepiscono utili non per lo «status» di soci, ma a titolo retributivo. Qualora sussistano diversi diritti sulle medesime azioni o quote, il credito spetta all'avente diritto agli utili (ad esempio nel caso di usufrutto, l'agevolazione spetta all'usufruttuario e non al nudo proprietario) e, nel caso di contitolarità dei diritti sul titolo, spetta ai comproprietari in proporzione alle rispettive quote.

Va infine rilevato che nel caso di utili distribuiti ai soci che siano società di persone (società semplici, in nome collettivo o in accomandita semplice) od associazioni equiparate (associazioni fra artisti, professionisti, ecc.) e che quindi non possono usufruire direttamente del credito d'imposta in quanto non soggette alle imposte personali, ma soltanto all'ILOR, il credito d'imposta compete ai singoli soci in proporzione alle rispettive quote di partecipazione agli utili.

Meccanismo di applicazione del credito d'imposta

Il calcolo del credito d'imposta viene effettuato dal contribuente in sede di dichiarazione dei redditi al fine di determinare l'importo complessivo dell'imposta personale da versare.

A questo proposito occorre anzitutto rilevare che gli utili percepiti dal contribuente in relazione alla propria partecipazione in società di capitali concorrono a formare il reddito imponibile, ai fini dell'applicazione del meccanismo considerato, nel periodo d'imposta in cui sono percepiti. Viene quindi seguito un criterio di «cassa», indipendentemente

dall'esercizio in cui sono stati prodotti gli utili e dalla data a cui risale la delibera di distribuzione. Questo comporta, per il contribuente, la decadenza dal diritto a beneficiare del credito d'imposta in caso di omessa presentazione della dichiarazione o di omessa indicazione degli utili nella dichiarazione presentata.

Per l'applicazione del credito d'imposta il contribuente, persona fisica, deve in primo luogo calcolare i nove sedicesimi degli utili assegnatigli dalla società, corrispondenti all'IRPEG già corrisposta dalla società stessa, e sommare tale importo agli utili percepiti, al lordo della ritenuta d'acconto già applicata nella misura del 10% all'atto del pagamento dei dividendi. Si determina in tal modo l'utile imponibile ai fini dell'applicazione dell'imposta personale.

Dopo aver definito l'importo del reddito complessivo da assoggettare a tassazione ed avere calcolato altresì, sulla base dell'aliquota relativa al proprio reddito, l'ammontare dell'imposta da corrispondere, il contribuente dovrà detrarre da tale imposta l'ammontare delle ritenute d'acconto già applicate e l'importo precedentemente determinato del credito.

Un esempio può essere utile per chiarire maggiormente il procedimento. Si ipotizzi il caso in cui una società di capitale evidenzi un utile di lire 1.562.500 da assoggettare all'imposta sul reddito delle persone giuridiche. Quest'imposta viene applicata nella misura del 36% per cui l'utile distribuibile risulta pari a:

$$\begin{aligned} & \text{L. } 1.562.500 \times 0,36 = \text{L. } 562.500 \text{ (IRPEG)} \\ & \text{L. } 1.562.500 - \text{L. } 562.500 = \\ & = \text{L. } 1.000.000 \text{ (utile distribuibile)} \end{aligned}$$

Assumendo per semplificazione l'esistenza di un unico azionista e l'intera distribuzione dell'utile, alle azioni detenute da tale socio viene quindi assegnato un dividendo pari a lire 1.000.000.

In sede di dichiarazione dei redditi, il

socio dovrà procedere al calcolo dell'imposta sul reddito delle persone fisiche relativa agli utili incassati nel seguente modo:

Utile assegnato (al lordo della ritenuta d'acconto)	L. 1.000.000+
Credito d'imposta (9/16 di 1.000.000)	<u>L. 562.500=</u>
Utile imponibile, da riportare nella dichiarazione dei redditi	L. 1.562.500

Dall'esempio sopra riportato emerge come il meccanismo del credito d'imposta consenta di evitare la doppia imposizione economica sugli utili distribuiti dalle società di capitali: l'IRPEG corrisposta da tali società costituisce infatti un'anticipazione dell'imposta effettivamente dovuta, da calcolarsi in funzione dell'aliquota media applicata sul reddito imponibile globale dichiarato dal singolo socio percipiente. Questi in sede di dichiarazione dei redditi è tenuto quindi a corrispondere soltanto la differenza positiva tra l'imposta personale dovuta e l'IRPEG pagata dalla società erogante, ovvero, nel caso in cui la propria aliquota media IRPEF sia inferiore al 36%, ha diritto a richiedere il rimborso del prelievo fiscale eccedente operato a carico della società o a detrarre tale eccedenza dall'imposta personale eventualmente dovuta sugli altri redditi dichiarati.

Il credito d'imposta comporta pertanto interessanti vantaggi per l'investitore ed è quindi opportuno tener conto anche di questa importante componente nel calcolo della redditività complessiva dei titoli azionari al fine di realizzare un efficace confronto tra i rendimenti netti di investimenti alternativi.

A tale scopo si riprende l'esempio presentato a pag. 54 nella rubrica Appunti («Come si calcola il rendimento dei titoli azionari») riferendolo al caso di un investitore che debba assoggettare il

Imposta personale sui redditi azionari

Il contribuente dichiara un reddito imponibile globale cui corrisponde una aliquota media IRPEF del 36%

Imposta lorda dovuta ($1.562.500 \times 0,36$)	L. 562.500 -
Credito d'imposta (da detrarre)	<u>L. 562.500 =</u>
Imposta residua	-
Ritenuta d'acconto già applicata al momento del pagamento dei dividendi ($1.000.000 \times 0,10$)	<u>- L. 100.000 =</u>
Credito da detrarre dall'IRPEF dovuta sugli altri redditi imponibili dichiarati e, se inesistenti o inferiori, da richiedere, in tutto od in parte, in rimborso	L. 100.000

Il contribuente dichiara un reddito imponibile globale cui corrisponde una aliquota media IRPEF del 25%

Imposta lorda dovuta ($1.562.500 \times 0,25$)	L. 390.625 -
Credito d'imposta	<u>L. 562.500 =</u>
Credito d'imposta residuo	L. 171.875 +
Ritenuta d'acconto	<u>L. 100.000 =</u>
Credito da detrarre dall'IRPEF dovuta sugli altri redditi imponibili dichiarati e, se inesistenti o inferiori, da richiedere, in tutto od in parte, in rimborso	L. 271.875

Il contribuente dichiara un reddito imponibile globale cui corrisponde una aliquota media IRPEF del 45%

Imposta lorda dovuta ($1.562.500 \times 0,45$)	L. 703.125 -
Credito d'imposta	<u>L. 562.500 =</u>
Imposta residua	L. 140.625 -
Ritenuta d'acconto	<u>L. 100.000 =</u>
IRPEF dovuta sui redditi azionari (da aggiungere a quella dovuta sugli eventuali altri redditi)	L. 40.625

proprio reddito imponibile ad un'aliquota IRPEF pari al 25% nel 1984 e al 27% nel 1985.

L'investitore, come accennato, ha acquistato in data 30/9/83 n. 1.000 azioni ordinarie Pirelli & C. alle quali è stato assegnato un dividendo unitario lordo di lire 160 sia per l'esercizio '83 che per l'84. L'investitore ha incassato tali dividendi in data 17/5/1984 e 18/4/1985, percependo, al netto della ritenuta d'acconto del 10%, lire 144.000 in en-

trambe le date. Supponendo che l'imposta personale dell'investitore venga corrisposta per intero al 31 maggio di entrambi gli anni in sede di dichiarazione dei redditi, il trattamento fiscale dell'investimento alle due date considerate può essere enucleato come segue:

Nella determinazione del rendimento complessivo dell'investimento azionario si deve tener conto anche di questi flussi supplementari connessi all'effetto fiscale.

	31/5/1985	31/5/1986
Utile assegnato (al lordo della ritenuta d'acconto)	160.000 +	160.000 +
Credito d'imposta (9/16 di L. 160.000)	90.000 =	90.000 =
Utile imponibile da riportare nella dichiarazione dei redditi	250.000	250.000
Imposta dovuta sul reddito azionario (1985: L. 250.000 x 0,25) (1986: L. 250.000 x 0,27)	62.500 -	67.500 -
Credito d'imposta	90.000 =	90.000 =
Credito d'imposta residuo	27.500 +	22.500 +
Ritenuta d'acconto già applicata al momento del pagamento dei dividendi (L. 160.000 x 0,10)	16.000 =	16.000 =
Credito da detrarre dall'IRPEF dovuta sugli altri redditi o da richiedere in rimborso	43.500	38.500

L'equazione di pag. 55 per il calcolo del tasso interno di rendimento deve pertanto essere integrata come segue:

$$2.690.000 = 144.000 \times (1+r)^{-0,63} + \\ + 144.000 \times (1+r)^{-1,56} + \\ - 40.000 \times (1+r)^{-1,58} + 43.500 \times (1+r)^{-1,67} - \\ + 6.035.000 \times (1+r)^{-2} + 38.500 \times (1+r)^{-2,67}$$

Il tasso interno di rendimento, tenendo conto dei flussi attualizzati connessi all'effetto fiscale, risulta pertanto pari al 55,49% medio annuo per ciascuno dei due anni considerati.

Infine un caso di particolare interesse nell'ambito applicativo del credito d'imposta è rappresentato dal trattamento fiscale degli aumenti gratuiti di capitale. Nel caso di aumento del capitale sociale di un'impresa mediante passaggio di riserve a capitale, la normativa vigente stabilisce che le azioni gratuite di nuova emissione o l'aumento gratuito del valore nominale delle azioni e delle quote precedentemente emesse dalla società non costituiscono reddito imponibile dei soci e pertanto non danno luogo all'applicazione della ritenuta. Quando però il capitale viene rimborsato ai soci nei cinque anni successivi all'aumento gratuito, tale rimborso viene considerato come distribuzione di utili fino a concorrenza dell'ammontare delle riserve originariamente im-

putate a capitale. In questo caso quindi, poiché si tratta di distribuzione di utili che il socio deve ricomprendere nel proprio reddito imponibile, questi può usufruire del credito d'imposta sulla quota parte nella consueta misura dei nove sedicesimi.

8 Il gruppo San Paolo

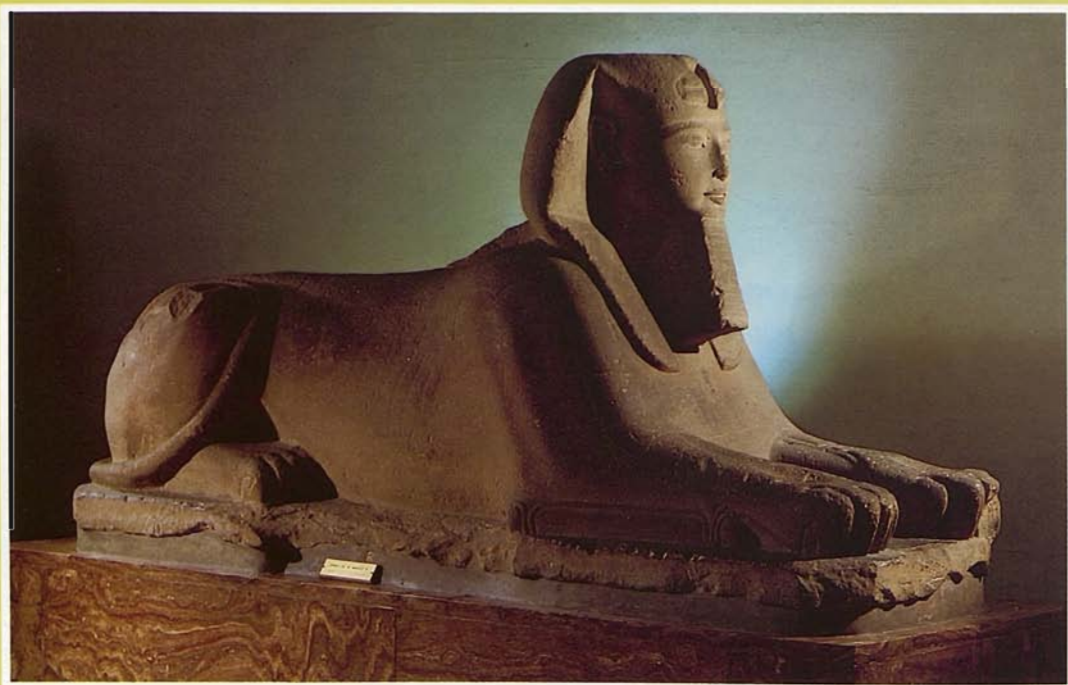
L'intervento del San Paolo a favore del Museo Egizio di Torino

«La scelta del Museo Egizio quale primo, autorevole interlocutore della Fondazione è dovuto all'importanza internazionale delle sue collezioni, al ruolo determinante che esso ha svolto nella storia dell'Egittologia, alla sua collocazione monumentale nel cuore della Torino barocca».

Con queste parole il Prof. Zandano ha annunciato ufficialmente, il 20 novembre scorso, il primo dei progetti che vedranno impegnata la «Fondazione dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino per la Cultura, la Scienza e l'Arte», una nuova struttura che il San Paolo ha vo-

luto darsi per meglio indirizzare il proprio sforzo nel settore della ricerca scientifica e dell'innovazione tecnologica da un lato, della valorizzazione dei beni di interesse artistico e culturale dall'altro.

L'intervento a favore dell'Egizio, un progetto a lungo termine che verrà ad incidere su tutta l'attività della prestigiosa istituzione culturale, vuol essere, ha proseguito il Prof. Zandano *«un atto di fiducia del San Paolo nella capacità di Torino di uscire dall'attuale situazione di crisi».*



Sfinge di Re Amenhotep III. Arenaria (1405-1370 a.C.).

Foto: Chomon Perino

1. L'economia

Produzione industriale ed occupazione, inflazione, tassi di interesse, cambio della lira e conti con l'estero	2
---	---

2. Prodotti e servizi per la clientela

Tettoprotetto: il mutuo fondiario San Paolo assistito da polizza di assicurazione	6
---	---

3. Le scelte dell'obbligazionista

Titoli di Stato e obbligazioni	10
BOT, CCT, BTP, obbligazioni ordinarie e convertibili	11
Gli zero coupon bonds	17
Titoli San Paolo	18
I certificati di deposito a tasso variabile della Sezione di Credito Agrario (13ª serie)	18
Quotazioni e rendimenti	19
Titoli in ECU	23
L'andamento del mercato	23
Quotazioni e rendimenti	25

4. I fondi comuni di investimento

I fondi comuni dell'Eurofond	26
Il fondo comune di investimento mobiliare monetario Euro Vega	28
L'andamento del mercato dei fondi comuni di diritto italiano	30

5. La pagina dell'azionista

L'andamento del mercato azionario	33
Le 20 azioni quotate più trattate nel mese borsistico di novembre 1985	34
Gli aumenti di capitale delle società quotate	37
L'evoluzione del gruppo Agricola Finanziaria	39
Le matricole di Borsa	45
Profilo operativo e finanziario della Sirti S.p.A.	49

6. Appunti

Come si calcola il rendimento dei titoli azionari	52
Le nuove norme concernenti i rapporti valutari e finanziari con l'estero	57

7. Informativa fiscale

Il credito d'imposta sugli utili distribuiti dalle società di capitali	58
--	----

8. Il gruppo San Paolo

L'intervento del San Paolo a favore del Museo Egizio di Torino	64
--	----

SANPAOLO *notizie*

ISTITUTO BANCARIO
SAN PAOLO DI TORINO

I testi sono predisposti con le informazioni disponibili al 30 novembre 1985

Pubblicazione trimestrale dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino.
Spedito nel mese di gennaio 1986 - Autorizzazione del Tribunale di Torino n. 3495 del 19/2/1985.
Direttore responsabile: Alfonso Jozzo
Spedizione in abbonamento postale gruppo IV/70 - n. 1 - 1° semestre 1986
Composizione e stampa: Ages Arti Grafiche - Torino