SANPAOLO

notizie

Il nuovo libretto di risparmio San Paolo Junior pag. 6

Il rendiconto di gestione del fondo Euro Andromeda al 31/12/1985 pag. 24

La deducibilità fiscale degli interessi passivi connessi all'acquisto dell'abitazione pag. 56

ISTITUTO BANCARIO
SAN PAOLO DI TORINO

8 | 1986

ff 9-7

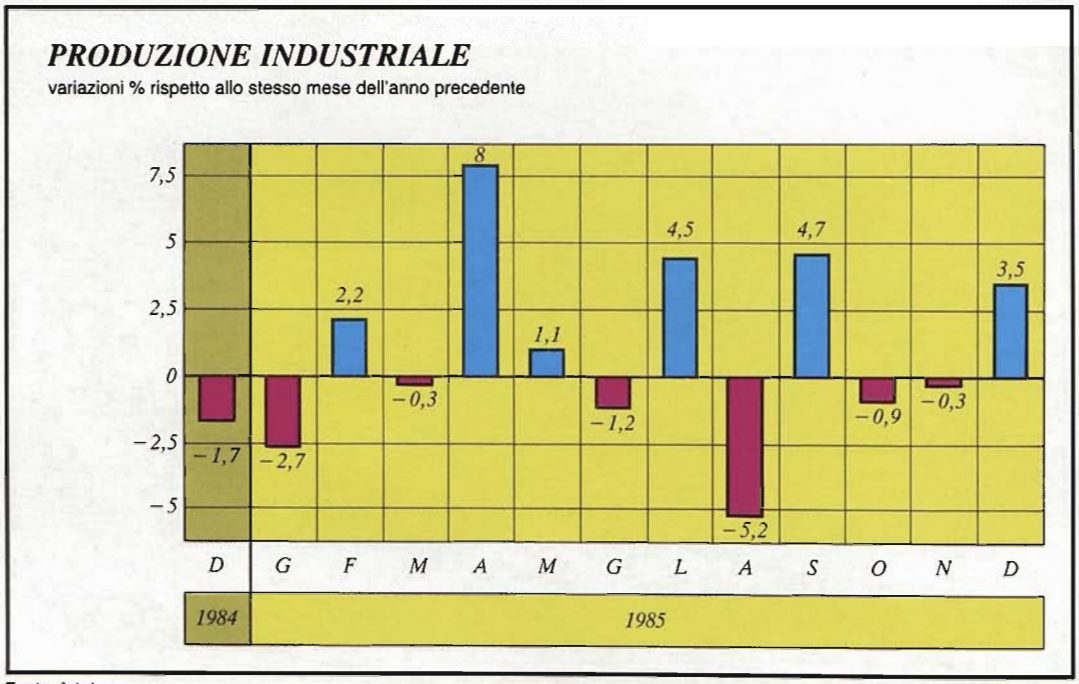
SANPAOLO

notizie

1 L'economia

Produzione industriale e occupazione

Nell'ultimo trimestre del 1985 l'attività produttiva si è mantenuta su livelli sostanzialmente invariati rispetto a quelli raggiunti nei mesi precedenti. Il rallentamento della crescita produttiva in atto oramai dall'estate dello scorso anno trova spiegazione nella corrispondente decelerazione della domanda interna.
Il dato dell'indice della produzione industriale relativo al mese di dicembre 1985 ha segnato un incremento del 3,5 per cento rispetto allo stesso mese dell'anno precedente. Tuttavia occorre considerare che tale risultato si è avuto con un giorno lavorativo in più rispetto al dicembre del 1984; l'indice della produzione media giornaliera risulta inferiore dello 0,9 per cento a quello registrato un anno prima.
Nella media del 1985 l'indice della produzione ha segnato un incremento dell'1,2 per cento mentre nel 1984 la crescita era stata del 3,1 per cento.
Sempre con riferimento all'intero 1985, gli indici secondo la destinazione economica rivelano un incremento del 5,1 per cento per il comparto dei beni d'investimento a conferma della buona crescita degli investimenti, mentre i beni finali di consumo sono cresciuti dell'1,2 per cento.
La situazione del mercato del lavoro appare ancora molto pesante. Secondo l'ultima indagine trimestrale dell'ISTAT sull'occupazione, relativa al mese di ottobre, i lavoratori occupati sarebbero 20 milioni e 897 mila, con un au-

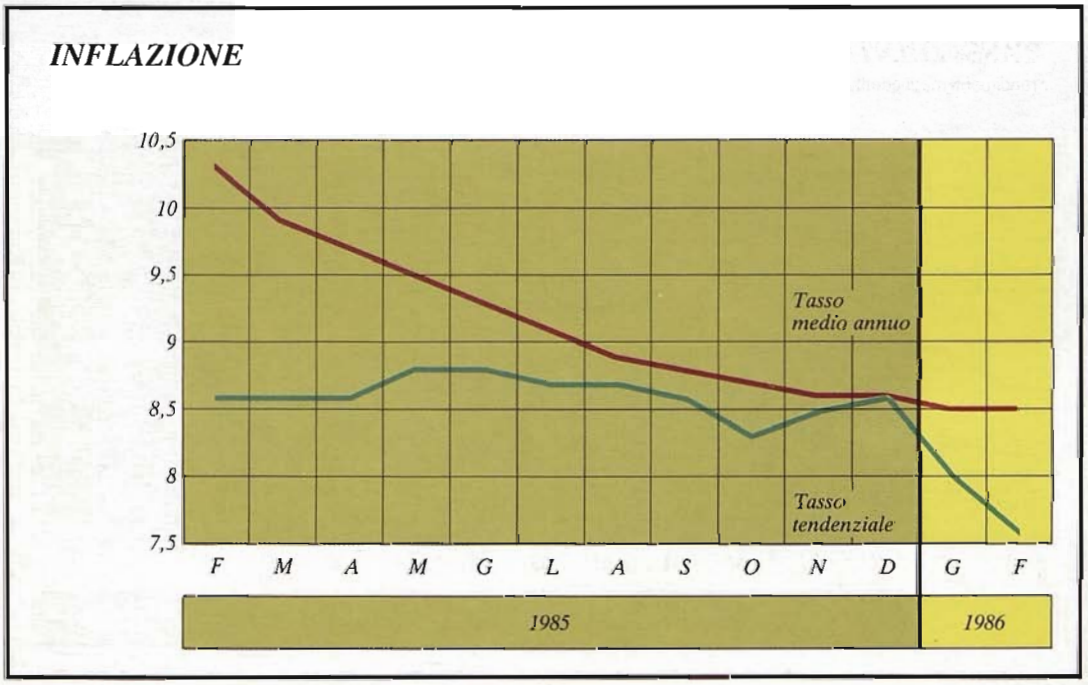


Fonte: Istat

mento di 27 mila unità rispetto alla rilevazione dell'ottobre 1984. Tale incremento è dovuto interamente al settore terziario che ha compensato le contrazioni degli occupati nell'agricoltura e nell'industria.
Le persone in cerca di occupazione avrebbero toccato la cifra record di 2 milioni e 592 mila, in aumento (216 mila unità) rispetto alla situazione di un anno prima. Il tasso di disoccupazione, sempre nel mese di ottobre 1985, avrebbe raggiunto il massimo storico dell'11 per cento.

Inflazione

I dati più recenti sull'andamento dei prezzi al consumo mostrano che il processo di rientro dell'inflazione, dopo la stasi registrata lo scorso anno, è proseguito con l'apertura del nuovo anno.
L'aumento mensile dell'indice dei prezzi al consumo in gennaio, pari allo 0,5 per cento, è inferiore a quello del mese corrispondente del 1985, cosicché il tasso tendenziale è calato all'8 per cento, mentre il tasso medio d'inflazione è sceso all'8,5 per cento. Il raffreddamento della corsa dei prezzi, favorito dalla discesa dei prezzi del petrolio e del dollaro, è confermato anche dalle rilevazioni provvisorie delle cinque città campione del Nord relative al mese di febbraio e che hanno evidenziato un aumento mensile dei prezzi al consumo intorno allo 0,7 per cento. Tale incremento, confermato da quello medio nazionale, ha consentito, per il mese di

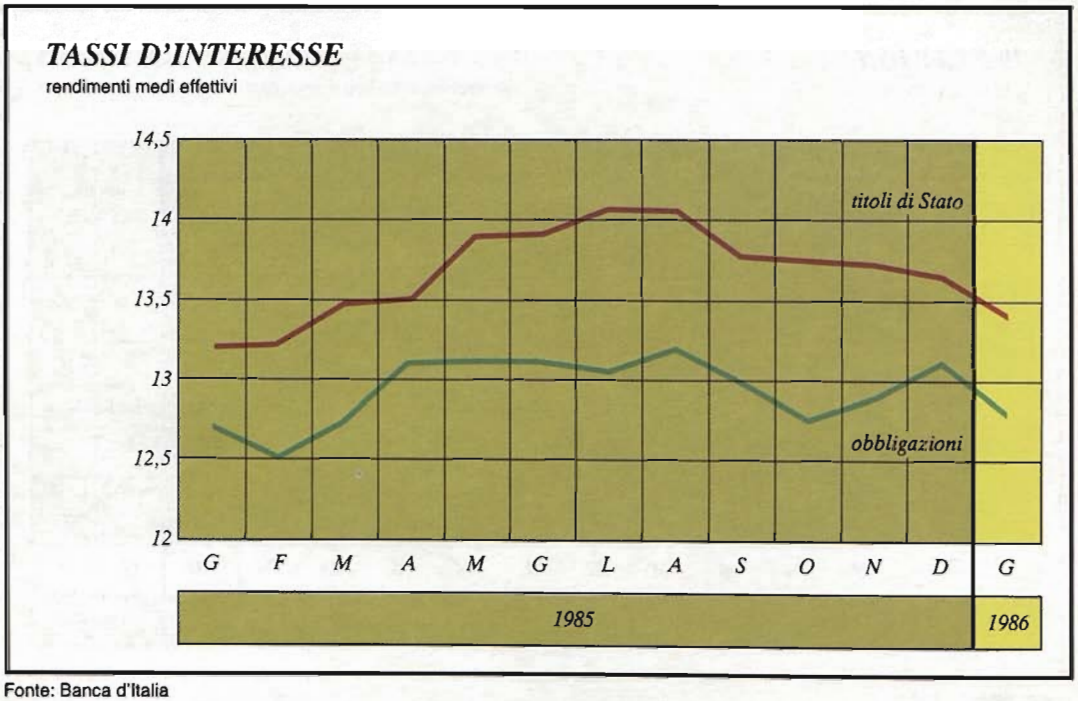


Fonte: Istat

febbraio, una riduzione del tasso d'inflazione tendenziale al 7,6 per cento.

Tassi d'interesse

All'inizio del nuovo anno le Autorità Monetarie hanno provveduto ad innalzare i rendimenti offerti alle aste dei titoli di Stato. La manovra, basata anche su altri provvedimenti creditizi e valutari, si è resa necessaria per contrastare le forti tensioni valutarie createsi alla fine dell'anno e nei primi giorni di gennaio e che avevano portato ad una notevole perdita di riserve da parte della Banca centrale.
Il rialzo dei tassi, concentrato sulle scadenze più brevi, ha contribuito a ristabilire una situazione di maggiore equilibrio dei mercati. In prospettiva sembra comunque possibile una graduale riduzione dei tassi d'interesse in relazione con la discesa dell'inflazione.



Fonte: Banca d'Italia

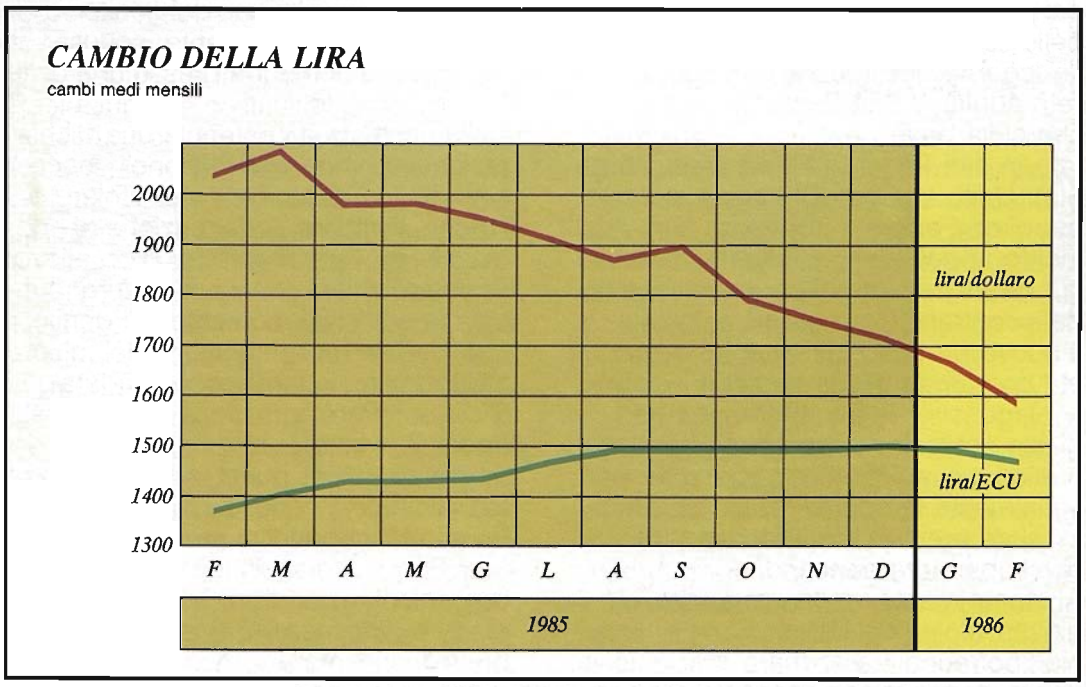
Cambio della lira e conti con l'estero

Negli ultimi mesi il mercato dei cambi è stato caratterizzato dal progressivo indebolimento del dollaro. La discesa del dollaro è risultata particolarmente accentuata a partire dal mese di settembre dello scorso anno (si veda in proposito il grafico). Il cambio della lira si è apprezzato nei confronti del dollaro del 16 per cento circa fra settembre '85 e febbraio '86 mentre è rimasto sostanzialmente stabile rispetto alla valuta comunitaria.

I nostri conti con l'estero dopo il progressivo deterioramento registrato nel corso del 1985 hanno recentemente mostrato qualche segno di miglioramento. Nel quarto trimestre del 1985 la bilancia commerciale ha registrato un disavanzo di 5570 miliardi contro un deficit di 6191 miliardi dello stesso periodo del 1984. Nell'intero 1985, tuttavia, il deficit, pari a 23023 miliardi è risultato superiore a quello registrato nel 1984 (19135 miliardi). Le importazioni sono cresciute, in valore, del 16,6 per cento mentre le esportazioni sono aumentate del 16 per cento.

La bilancia dei pagamenti valutaria ha registrato un peggioramento più marcato accusando nel corso del 1985 un passivo di 8518 miliardi a fronte di un attivo di 57 miliardi conseguito nel 1984.

Per il 1986 è atteso un miglioramento consistente dell'interscambio commerciale con l'estero grazie agli effetti positivi che il concomitante calo del dollaro e del prezzo del greggio avranno sul valore delle nostre importazioni.



Fonte: Banca d'Italia

2 Prodotti e servizi per la cli

Il nuovo libretto di risparmio SANPAOLO junior

Recenti indagini hanno evidenziato un crescente interesse dei giovani per le problematiche di carattere finanziario e più in particolare per la gestione del risparmio. Tale interesse è da porre in relazione all'accresciuta capacità di reddito delle famiglie italiane, e quindi anche dei giovani, ed alla crescente diffusione delle informazioni e delle conoscenze economiche, sviluppatasi di recente, grazie tra l'altro ad una pubblicistica sempre più vasta e capillare.
Nell'intento di avvicinare questo segmento di clientela all'istituzione bancaria, che tradizionalmente rappresenta il principale interlocutore per la soluzione dei problemi connessi alla gestione delle risorse risparmiate, e di instaurare un legame destinato a proseguire nell'età adulta, il San Paolo ha creato, anche sulla base delle esperienze maturate in altri Paesi quali ad esempio gli Stati Uniti, la Gran Bretagna e la Repubblica Federale Tedesca, uno strumento apposito, specificamente rivolto ai giovani e dotato di caratteristiche tali da incontrare il loro gradimento.
Il nuovo prodotto, riservato ai minori di età compresa tra gli undici e i diciotto anni, consiste in un libretto nominativo, di tipo «piccolo risparmio speciale», sul quale i giovani possono effettuare personalmente le operazioni di versamento e di prelievo, familiarizzando così con l'operatore bancario.
Al compimento della maggiore età i giovani titolari del libretto San Paolo Junior potranno trasformare il libretto in uno di deposito appartenente alla serie ordinaria ovvero procedere all'apertura di un conto corrente, in relazione alle specifiche e personali esigenze di gestione della liquidità e di utilizzo dei prodotti e servizi bancari offerti dal San Paolo.
Si illustrano di seguito i tratti salienti del nuovo prodotto.
Il libretto San Paolo Junior viene rilasciato soltanto ai minori, con età non inferiore agli 11 anni. L'emissione può avvenire in capo ad un solo titolare, il quale non può essere intestatario di più di due libretti di questo tipo.
Affinché il minore possa essere titolare di un deposito di risparmio San Paolo Junior occorre che uno dei genitori o altro legale rappresentante sottoscriva un'apposita domanda presso una delle filiali dell'Istituto.
Nella richiesta è contenuta una dichiarazione di «non opposizione», necessaria al fine di consentire al titolare del libretto, il minore, l'effettuazione di operazioni di versamento e di prelievo. Questa dichiarazione può essere revocata in qualsiasi momento dal genitore o dal legale rappresentante del minore inviando una lettera raccomandata alla filiale San Paolo presso la quale è stato aperto il libretto: la revoca ha effetto dal momento in cui quest'ultima ne viene formalmente a conoscenza.
È importante sottolineare che il libretto San Paolo Junior risulta caratterizzato da particolari condizioni di tasso di interesse e giacenza. Ai possessori del libretto viene infatti corrisposto un **tasso di interesse** pari attualmente (fine feb-

braio 1986) al **10% annuo** indipendente dalla giacenza raggiunta; il livello del tasso di interesse risulta comunque correlato all'andamento dei tassi praticati sui mercati monetari e finanziari.
La giacenza massima sul libretto San Paolo Junior non può essere superiore a 10.000.000 di lire, importo superabile solo per effetto della capitalizzazione annuale degli interessi.
Non sono inoltre previste spese di sostituzione e/o di estinzione del libretto.
Gli intestatari del libretto San Paolo Junior possono inoltre usufruire di agevolazioni commerciali presso aziende convenzionate, presentando l'apposito tesserino rilasciato all'atto dell'emissione del libretto.
Una peculiarità del nuovo libretto San Paolo Junior è costituita dalla possibilità di sottoscrivere un **piano di accumulazione**, che prevede l'impegno congiunto da parte del titolare e del genitore (o legale rappresentante) del minore a versare mensilmente un importo prestabilito (da un minimo di lire 10.000 ad un massimo di lire 100.000), che può essere comunque variato in qualsiasi momento mediante richiesta scritta alla filiale che intrattiene il rapporto.
Sono ovviamente consentiti versamenti saltuari in aggiunta o anche al di fuori del piano di risparmio.
La sottoscrizione del piano di risparmio dà diritto a fruire di una apposita **copertura assicurativa**.
Quest'ultima, prestata ai titolari del libretto San Paolo Junior prevede che, nel caso di morte per infortunio di uno dei genitori, anche naturali, esercenti la potestà ovvero di altro rappresentante legale, sia riconosciuta una somma a completamento del piano di risparmio, corrispondente al totale dei versamenti mensili previsti dalla dalla data dell'infortunio stesso sino al 31 dicembre dell'anno di compimento del 18° anno di età da parte dell'intestatario.
Nel caso di morte di entrambi i genitori, anche naturali, esercenti la potestà, a seguito di infortunio determinato da uno stesso evento, la somma riconosciuta, calcolata come sopra indicato, viene raddoppiata. La copertura assicurativa decade al verificarsi dell'evento risarcibile ed il libretto mantiene le altre peculiari caratteristiche sino al 31 dicembre dell'anno in cui avviene il risarcimento.
Collegata a San Paolo Junior è infine l'estrazione annuale di premi cui partecipano di diritto, secondo modalità e termini conformi alle leggi vigenti in materia e che risultano oggetto di pubblicizzazione nelle filiali del San Paolo, tutti i titolari dei libretti in regola con i piani di risparmio sottoscritti.
Nel corso del primo sorteggio, previsto in via straordinaria per il 18 giugno 1986, saranno messi in palio viaggi a New York, Londra, Parigi, impianti HI-FI e numerosi altri premi, nonché una autovettura Autobianchi Y10 Fire, estratta a sorte tra tutti gli intestatari dei libretti che abbiano compiuto il diciottesimo anno di età entro il 31 maggio 1986 e che risultino aver ancora un rapporto di conto con il San Paolo.

3 Le scelte dell'obbligazion

Titoli di Stato ed obbligazioni

Nel trimestre dicembre 1985-febbraio 1986 il collocamento di titoli di Stato da parte del Tesoro è stato piuttosto difficoltoso ed ha costretto le Autorità Monetarie ad innalzare i tassi d'interesse a breve per evitare l'aggravarsi di tali difficoltà.
La causa principale di una simile situazione, i cui sintomi si erano già manifestati a novembre (si veda il commento del numero precedente), è da ricercare non nella scarsa propensione delle famiglie alla sottoscrizione di titoli pubblici, bensì nella perdurante carenza di mezzi liquidi a disposizione di banche ed imprese, che ha indotto le stesse a limitare notevolmente le proprie richieste di sottoscrizione. A ciò vanno aggiunte le difficoltà nei conti con l'estero ed i segnali non positivi provenienti dal settore reale.

Solo recentemente (fine febbraio) il parziale miglioramento della situazione di liquidità e le aspettative più ottimistiche in materia di inflazione e di conti con l'estero hanno determinato i presupposti per un positivo accoglimento delle emissioni proposte.
Le emissioni nette di titoli di Stato (ad esclusione dei CTE) sono ammontate nel trimestre a circa 13.000 miliardi, importo decisamente più contenuto rispetto a quello dei mesi precedenti. Anche nel periodo recente, comunque, le emissioni nette sono state sostanzialmente rappresentate da CCT, il cui peso sul totale dei titoli in circolazione è risultato quindi in costante aumento (56,3 per cento contro 50,2 per cento del febbraio 1985).
Si segnala infine, l'ormai periodica emissione di certificati in ECU, effettua-

Titoli di Stato

(quantità in circolazione)

Data	BOT (miliardi di lire)	CCT (miliardi di lire)	BTP (miliardi di lire)	CTE (milioni di ECU)
1985				
aprile	161.310	209.546	36.019	4.300
maggio	164.355	215.896	36.519	4.300
giugno	168.355	219.896	36.519	4.300
luglio	171.704	226.243	36.519	4.900
agosto	176.182	231.243	36.519	4.900
settembre	178.869	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
dicembre (¹)	173.678	264.010	38.519	5.600
1986				
gennaio (¹)	169.099	269.510	39.269	5.600
febbraio (¹)	169.390	272.530	41.769	6.400

(¹) Dati stimati.

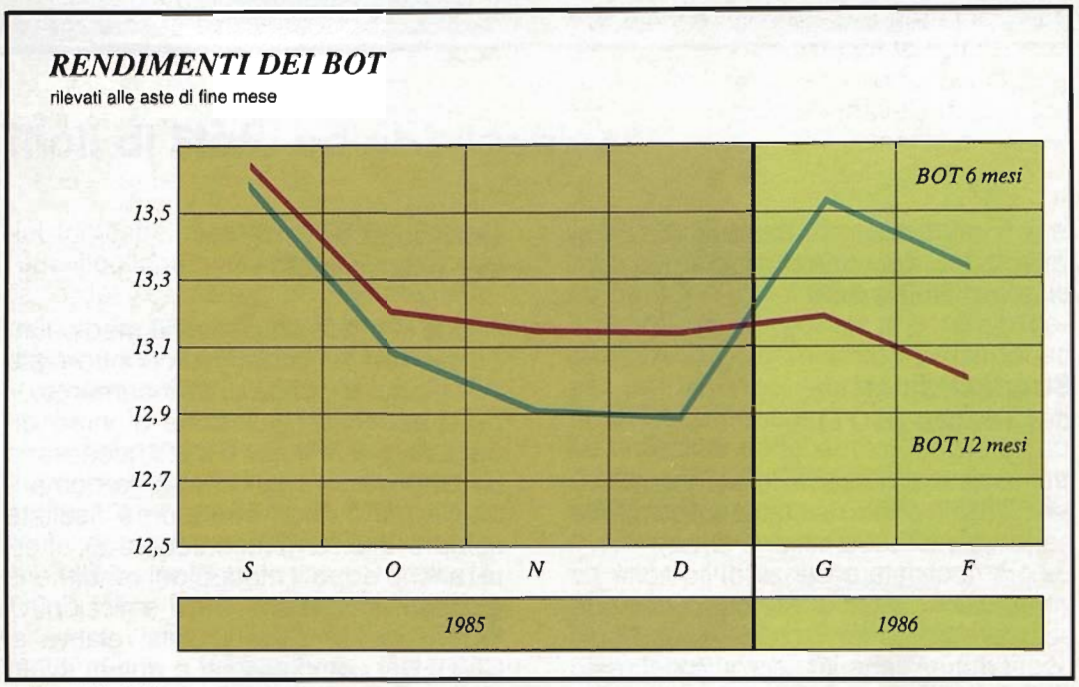
ta a fine febbraio. Le caratteristiche relative sono descritte nel paragrafo dedicato ai titoli in ECU.

Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)

Nel trimestre in esame le emissioni nette di BOT sono risultate ampiamente negative (– 5.000 miliardi circa).
La già ricordata carenza di liquidità ha infatti indotto molti operatori a rinnovare solo parzialmente i titoli in scadenza posseduti. Anche il Tesoro ha del resto limitato le emissioni di BOT nell'intento di proseguire la politica di allungamento della scadenza dei titoli del debito pubblico. La diminuzione dei BOT in circolazione ha interessato soprattutto i BOT semestrali, mentre sulla scadenza annuale l'interesse degli investitori, ed in particolare delle famiglie, è sempre rimasto notevole, determinando addirittura una domanda superiore all'offerta in occasione delle aste di fine gennaio e febbraio.
Come già accennato all'inizio, in occasione dell'emissione di fine gennaio sono stati ritoccati i tassi d'interesse offerti, rimasti pressoché stazionari nelle aste precedenti. Il rialzo è stato di circa un punto percentuale per i BOT trimestrali, di oltre 60 centesimi per i titoli a 6 mesi e di 30 centesimi per i BOT annuali. La forte richiesta relativa a questi ultimi ha fatto sì che il prezzo di aggiudicazione finale abbia comportato un tasso d'interesse pressoché invariato (si veda la tabella). A fine febbraio si è infine avuto un lieve ribasso (circa 20 centesimi) che ha interessato tutte e tre le scadenze.

Certificati di Credito del Tesoro (CCT)

Anche le emissioni di titoli a medio-lungo termine indicizzati hanno incontrato non poche difficoltà di collocamento.
Se si eccettua l'emissione di inizio dicembre, per la quale è stato necessario un ampliamento dell'offerta, la domanda da parte degli operatori è risultata sempre decisamente inferiore all'offerta, anche dopo il ritocco dei rendimenti deciso in occasione delle emissioni di febbraio (si veda la tebella relativa ai CCT). Nel complesso si è quindi avuto un aumento dei rendimenti rispetto a quelli offerti a novembre. Esso non è stato comunque accompagnato da modifiche relative alla durata e/o agli spreads sui rendimenti dei titoli a breve scadenza.
È da notare che, mentre per i titoli con scadenza decennale è sempre possibile la sottoscrizione di tagli minimi da 1 milione, per le emissioni di CCT quinquennali le richieste devono essere effettuate per un importo minimo di 5 milioni. Le sottoscrizioni di ammontare superiore devono essere pari ad un multiplo di tale importo.
All'inizio di gennaio, accanto alla consueta emissione di CCT decennali, sono stati offerti certificati a tasso variabile con facoltà di convertire tali titoli – nel periodo dal 2 al 15 gennaio 1987 – in CCT quinquennali (scadenza 1/1/1992) ad un tasso fisso dell'11 per cento. Nel caso in cui tale possibilità non venga esercitata, il titolo conserva le sue caratteristiche, del tutto identiche a quelle dei CCT decennali.
L'emissione ha però registrato uno scarso successo. Ciò è dipeso, oltre



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 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
fine dicembre	94,05 (1)	12,87 (2)	88,30	13,14
1986				
fine gennaio	93,90 (1)	13,53 (2)	88,35	13,19
fine febbraio	93,95 (1)	13,33 (2)	88,50	13,03

(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 non comprende le commissioni bancarie di sottoscrizione. Il rendimento è calcolato considerando l'anno civile, vale a dire l'effettivo numero di giorni del periodo.

che dai fattori a carattere generale già segnalati, dal fatto che il vantaggio offerto dalla facoltà descritta è stato ritenuto poco rilevante ed in ogni caso più che compensato dal prezzo di emissione più elevato rispetto a quello dei titoli decennali (100 contro 98,50).

Buoni Poliennali del Tesoro (BTP)

Con riguardo alle emissioni di titoli a tasso fisso, il Tesoro ha introdotto per i richiedenti la possibilità di scegliere la scadenza dei Buoni sottoscritti. A gennaio sono stati infatti offerti titoli con scadenza triennale o quadriennale, mentre a febbraio la facoltà di scelta è stata ampliata (2, 3 o 4 anni – si veda in proposito la tabella).
In entrambe le occasioni gli investitori hanno mostrato di gradire le condizioni offerte e l'ulteriore facoltà ad essi riconosciuta. In generale il successo delle emissioni di BTP dimostra come, al di là dei problemi contingenti, le aspettative

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						
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
dicembre	99,75	6,75 (1)	14,03	98,50	14,20 (2)	14,50
1986						
gennaio	99,75	6,75 (1)	14,03	98,50	14,00 (2)	14,29
febbraio	99,75	7,00 (1)	14,57	98,50	14,30 (2)	14,59

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 costante e pari ad essa.

Emissioni di CCT "convertibili"

Mese di emissione	Prezzo di emissione	Durata (anni)	Prima cedola	Rendimento % annuale all'emissione
1986				
gennaio	100	6 o 10	14 (1)	14

(1) Annuale.

N.B. Il rendimento annuale all'emissione è calcolato nell'ipotesi che il valore delle cedole successive alla prima sia costante e pari ad essa.

di ribasso dei tassi nel medio periodo siano ormai ampiamente diffuse tra gli operatori.
La sottoscrizione di Buoni poliennali a tasso fisso può infatti consentire, oltre ad un rendimento immediato interessante, la possibilità di conseguire ulteriori guadagni in conto capitale nel caso di ribassi dei saggi d'interesse futuri.

Obbligazioni ordinarie

Le emissioni più significative del periodo sono state effettuate dall'**ENEL**, dall'**IRI** e dall'**EFIM**.
Il prestito dell'**ENEL** di 900 miliardi, effettuato a metà febbraio, è stato come di consueto accolto positivamente dagli investitori. Sono state mantenute le condizioni dell'emissione di settembre (prima cedola 6,70 per cento semestrale, prezzo di emissione alla pari), le modalità di indicizzazione delle cedole successive e di maggiorazione del capitale e la facoltà per l'obbligazionista di chiedere il rimborso anticipato dopo 10 anni (16/2/1996) in luogo del rimborso in due quote di uguale importo il 16 agosto 2000 ed il 16 febbraio 2001.
L'**IRI** e l'**EFIM** hanno emesso a gennaio due prestiti con caratteristiche identiche ma per importi diversi (2.335 e 510 miliardi rispettivamente). I titoli hanno durata decennale (scadenza 16/12/1995), la cedola è pagabile semestralmente (salvo la prima che è di 5 mesi e pari al 6,35 per cento) ed è determinata calcolando il tasso semestrale equivalente alla media aritmetica, maggiorata di uno spread di 1,75 punti percentuali, del rendimento lordo dei titoli degli istituti di credito mobiliare e di quello dei BOT annuali. Il prezzo di emissione è alla pari, il rimborso del capitale avviene in sei quote annue costanti a partire dal 16 dicembre 1990. Gli interessi sono soggetti alla ritenuta fiscale del 12,50 per cento.

Obbligazioni convertibili

L'avvio del nuovo anno borsistico ha messo in evidenza un sempre più frequente ricorso delle società quotate all'emissione di obbligazioni convertibili, uno strumento che consente alle imprese di finanziarsi a tassi sensibilmente

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	12,00	99,00	12,79
marzo	3	12,00	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
1986				
gennaio	3 - 4	12,50	98,75	13,44 - 13,33
febbraio	2 - 3 - 4	12,50	98,75	13,67 - 13,44 - 13,33

inferiori a quelli di mercato con buone prospettive di trasformare, in futuro, il debito contratto in capitale di rischio. Dal canto loro i risparmiatori mostrano di gradire questo strumento, ritenuto – soprattutto quando le obbligazioni vengono acquistate all'emissione – più "sicuro" dell'investimento azionario, e tuttavia in grado di fornire rendimenti ad esso analoghi.
Nei soli primi due mesi del 1986 ben 8 sono state le emissioni di obbligazioni convertibili, per un **importo nominale complessivo di circa 600 miliardi** di lire (si veda il quadro riepilogativo). In tutto l'85 le emissioni erano state 19, per un totale di 1000 miliardi.
Nonostante la tendenza alla contrazione dei tassi facciali, il mercato ha dimostrato un'ottima capacità di assorbimento dei nuovi titoli e sembra in grado di riservare un successo analogo ai prestiti convertibili di prossima emissione.
Tra questi ricordiamo il prestito **Mediobanca 7% 1986/96 serie speciale Unicem**, per un importo di circa 105 miliardi: la conversione sarà consentita al 1° novembre degli anni dal 1987 al 1994 nel rapporto di 12 obbligazioni contro 1 azione di risparmio Unicem.
Il **Gruppo Marzotto** si appresta a lanciare due prestiti convertibili per un importo di circa 22 miliardi di lire ciascuno: il primo, denominato **Mediobanca 7% 1986/93 s.s. Marzotto** sarà convertibile in azioni Marzotto in ragione di due azioni ordinarie ogni 9 obbligazioni da nominali 1000 lire; il secondo, denominato **Mediobanca 7% 1986/93 s.s. Linificio**, darà diritto a convertire 11 obbligazioni da nominali 1000 lire in 6 azioni Linificio di risparmio da nominali 500 lire.
Sull'esempio di Mediobanca, che ha curato negli ultimi tempi l'emissione di numerosi prestiti convertibili, anche **Interbanca** si sta preparando ad emettere obbligazioni di questo tipo: una prima operazione, per un importo di 8 miliardi, ha per oggetto la società **SAIAG** produttrice di articoli in gomma, quotata alla Borsa Valori di Torino.
Prosegue inoltre la diffusione delle **obbligazioni "cum warrant"**.
Un'emissione che susciterà notevole interesse per le sue caratteristiche è quella che la **Olivetti International S.A. di Lussemburgo** lancerà in **franchi svizzeri** per un controvalore di cir-

Prestiti obbligazionari convertibili emessi nel corso del 1986

(primi due mesi)

Emittente	Tasso	Scadenza	Importo (miliardi di lire)	Valore nominale (lire)	Modalità di conversione	Periodo
Perugina	9%	1992	50,96	1.000	1 az. di risp. x 3 obbl.	giu. 1988/92
Rinascente	8,50%	1993	47,25	1.000	8 az. di risp. x 5 obbl.	gen. 1988/93
Italmobiliare	7%	1995	64	10.000	1 az. di risp. x 4 obbl.	ago. 1988/92
Mediobanca s.s. Sip	8%	1991	270	1.000	1.860 az. Sip ord. x 5.000 obbl.	gen. 1989/91
Mediobanca s.s. Sabaudia	7%	1996	123,39	1.000	2 az. Sabaudia risp. x 3 obbl.	lug. 1989/92
Euromobiliare	10%	1993	14	1.000	1 az. risp. x 4 obbl.	mag. 1987/93
Pacchetti	6% sem.	1991	10,85	1.000	10 az. ord. x 1 obbl.	ott.-nov. 1987
Sopaf	4,5% sem.	1991	20	400.000	150 az. Sopaf risp. + 30 az. BNA ord. x 1 obbl.	gen. 1987/88

ca **430 miliardi di lire**; si tratta del primo prestito obbligazionario estero che i residenti italiani potranno sottoscrivere senza sottostare al deposito infruttifero del 25%: esso avrà una durata di 10 anni ed un tasso annuo del 3,5% circa. È previsto che ai sottoscrittori siano concessi warrants per il successivo acquisto di **azioni Olivetti di risparmio non convertibili**, per un quantitativo massimo di 40 milioni di azioni e per un ammontare complessivo non superiore a 200 miliardi di lire; il periodo di esercizio delle opzioni contrattuali verrà limitato ai primi tre anni di vita del prestito.
Il prezzo di emissione delle azioni di risparmio non convertibili offerte in sottoscrizione ai portatori delle opzioni contrattuali sarà determinato in misura pari alla media aritmetica delle quotazioni delle predette azioni registrata alla Borsa di Milano nella settimana precedente il lancio del prestito obbligazionario, maggiorata di un premio del 5%. I warrants saranno quotati in varie Borse estere e a quella di Milano.
Si segnala infine che, in vista della quotazione in Borsa dell'**Assitalia**, l'**IMI** ha collocato sul mercato, attraverso la Fideuram, un prestito obbligazionario di 100 miliardi di lire a tasso variabile (la prima cedola semestrale sarà del 5% lordo) con annesso warrant per l'acquisto di azioni Assitalia. Esso potrà essere esercitato entro il 31/12/86 e darà diritto ad acquistare, per ogni 10.000 obbligazioni del valore nominale di 1000 lire, n. 800 azioni ordinarie Assitalia al prezzo di lire 4.375 ciascuna.

Titoli San Paolo

Nuovi certificati di deposito della Sezione Credito Agrario

La gamma di prodotti finanziari a disposizione del pubblico per l'investimento delle risorse risparmiate è stata arricchita, di recente, da tre nuove serie di certificati di deposito emessi dalla Sezione Credito Agrario del San Paolo; sulla scia del favorevole esito del collocamento presso i risparmiatori dei certificati di deposito agrari precedentemente emessi, la Sezione ha inteso offrire nuove ed interessanti opportunità di allocazione del risparmio.
Le tre nuove serie hanno caratteristiche tra loro differenti per quanto attiene, in particolare, il meccanismo di determinazione del tasso di interesse.
L'ammontare di certificati di deposito agrari da collocare presso i risparmiatori è, complessivamente, di 20 miliardi di lire per la 14ª serie, di 10 miliardi per la 15ª serie e di 60 miliardi per la 16ª serie.
Il prezzo di sottoscrizione è attualmente (inizio marzo '86) alla pari e l'acquisto può essere effettuato presso tutti gli sportelli San Paolo corrispondendo un importo pari al valore nominale, maggiorato del rateo di interesse maturato a partire dal 1° marzo 1986.
I certificati sono emessi al portatore in tagli da 5 e 10 milioni di lire; il loro rimborso sarà effettuato in unica soluzione alla scadenza.
La ritenuta fiscale, per tutte e tre le tipologie di certificati, risulta pari al 12,50%.

Si presentano di seguito le principali caratteristiche delle serie emesse:
– I certificati che fanno parte della **14ª serie**, la cui durata è di 18 mesi e che verranno quindi a scadere il 1° settembre 1987, fruttano un **tasso fisso di interesse** annuo nominale, pagabile semestralmente, del 13,20% al lordo della ritenuta fiscale.
Il rendimento effettivo, calcolato ipotizzando il reinvestimento degli interessi maturati semestralmente allo stesso tasso dei certificati, risulta del 13,64% lordo e dell'11,88% netto.
Il rimborso dei certificati sarà effettuato alla pari alla scadenza.
– I certificati di deposito della **15ª serie** sono invece stati emessi in forma di **zero coupon bond**; le caratteristiche di questa tipologia di titoli sono state ampiamente illustrate alle pagine 16 e 17 del numero 7 di San Paolo Notizie, a cui si rinvia il lettore per ulteriori approfondimenti in merito.
La durata dei certificati della 15ª serie è pari a 60 mesi, essi verranno quindi a scadere il 1° marzo 1991.
Il prezzo di sottoscrizione è di 100 lire, mentre il prezzo di rimborso è di 189,60 al lordo della ritenuta fiscale e di 178,40 al netto dell'imposta sugli interessi maturati; per questa categoria di titoli, come è noto, il rendimento è dato dalla differenza tra prezzo di rimborso e prezzo di emissione, tenuto conto della durata dell'investimento; nella fattispecie in oggetto il tasso di interesse corrisposto agli investitori risulta del 13,65% e dell'12,275%, rispettivamente al lordo ed al netto della ritenuta fiscale. Per un approfondimento riguardante la metodologia di calcolo del rendimento degli zero coupon bonds si rinvia alla rubrica "Appunti" di pag. 50.
– I certificati di deposito appartenenti alla **16ª serie**, analogamente a quelli della 14ª serie, sono caratterizzati da una durata di 18 mesi (scadenza 1/9/87); ai possessori di questi certificati sarà corrisposto, semestralmente, un **tasso di interesse variabile**, indicizzato per 1/3 all'andamento della lira interbancaria 6 mesi denaro, rilevato dall'ATIC, l'Associazione Tesorieri Istituzioni Creditizie e per 2/3 al rendimento effettivo medio netto del campione di titoli pubblici esenti, valore comunicato o pubblicato mensilmente dalla Banca d'Italia.
Per la prima cedola, scadente il 1° settembre 1986, il tasso di interesse semestrale, calcolato in base a parametri di cui sopra, è stato fissato al 6,75% lordo (5,91% netto); ipotizzando che il tasso di interesse resti costante anche per quanto riguarda le cedole successive e supponendo il reinvestimento degli interessi percepiti, il rendimento effettivo dei certificati di questa serie risulterà del 13,96% e del 12,16%, rispettivamente al lordo ed al netto della ritenuta fiscale.

Quotazioni e rendimenti dei titoli San Paolo

(prezzi rilevati alla Borsa di Milano)

Obbligazioni a tasso fisso

	Scadenza cedole	Prezzo al 28/2/86	Vita media residua anni	gg.	Rendimento effettivo % lordo	Rendimento effettivo % netto
CREDITO FONDIARIO						
S. Paolo C.F. 5% (¹)	1/4-1/10	91,00	5	52		11,57 (E)
S. Paolo C.F. 6% conv.	1/4-1/10	80,00	5	181		11,95 (E)
S. Paolo C.F. 6%	1/4-1/10	71,00	7	38		13,79 (E)
S. Paolo C.F. 7%	1/4-1/10	75,00	3	199	19,63	18,45 (T)
S. Paolo C.F. 9%	1/4-1/10	81,75	5	292	14,53	13,22 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1976/96 I	1/4-1/10	79,00	6	132	16,26	14,88 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1976/96 II	1/4-1/10	83,00	6	192	14,89	13,56 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1976/96 III	1/4-1/10	83,20	6	192	14,83	13,50 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1977/97 IV	1/4-1/10	83,10	7	9	14,59	13,27 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1977/97 V	1/4-1/10	86,90	7	40	14,65	13,24 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1977/97 VII	1/4-1/10	86,90	7	40	14,65	13,24 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1977/97 VIII	1/4-1/10	86,70	7	110	14,68	13,26 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 IX	1/4-1/10	86,30	7	292	14,62	13,20 (T)
S. Paolo O.F. 10% 1978/93 X	1/4-1/10	87,60	4	170	14,47	13,20 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 XII	1/4-1/10	86,50	7	292	14,57	13,15 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 XIII	1/4-1/10	85,60	8	3	14,79	13,36 (T)
S. Paolo O.F. 11% 1978/98 XIV	1/4-1/10	85,60	8	3	14,79	13,36 (T)
S. Paolo O.F. 12% 1979/99 XV	1/4-1/10	89,85	8	226	14,69	13,19 (T)
S. Paolo O.F. 12% 1979/94 XVI	1/4-1/10	92,60	5	64	14,64	13,18 (T)
S. Paolo O.F. 12% 1979/99 XVII	1/4-1/10	89,85	8	226	14,69	13,19 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1979/99 XX	1/4-1/10	94,05	8	359	14,76	13,19 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1979/99 XXI	1/4-1/10	94,05	8	359	14,76	13,19 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1979/94 XXII	1/4-1/10	95,50	5	141	14,78	13,23 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1980/2000 XXIII	1/4-1/10	94,90	9	176	14,52	12,97 (T)
S. Paolo O.F. 13% 1980/2000 XXIV	1/4-1/10	94,00	9	176	14,73	13,16 (T)
S. Paolo O.F. 13,50% 1980/90 XXIX	1/4-1/10	100,00	2	307		13,90 (E)
S. Paolo O.F. 13,50% 1980/2000 XXX	1/4-1/10	100,00	9	300		13,93 (E)
S. Paolo O.F. 13,50% 1980/2000 XXXI	1/4-1/10	100,00	9	300		13,93 (E)
S. Paolo O.F. 16,50% 1981/96 XXXV	1/4-1/10	115,20	7	18		13,35 (E)
S. Paolo O.F. 16,50% 1981/2001 XXXVI	1/4-1/10	115,00	10	261		14,10 (E)
S. Paolo O.F. 18% 1981/2001 XLII	1/4-1/10	125,00	11	92		13,84 (E)
S. Paolo O.F. 17,50% 1982/2002 XLVII	1/4-1/10	122,50	12	17		13,91 (E)
S. Paolo O.F. 17,50% 1982/2002 LIII	1/4-1/10	122,50	12	17		13,91 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni fondiarie a tasso fisso						**13,50**

Obbligazioni a tasso fisso

	Scadenza cedole	Prezzo al 28/2/86	Vita media residua anni	gg.	Rendimento effettivo % lordo	netto
OPERE PUBBLICHE						
S. Paolo OO.PP. 6% (ex 5%)	1/4-1/10	67,00	9	190		13,16 (E)
S. Paolo OO.PP. 6%	1/4-1/10	66,50	8	224		14,57 (E)
S. Paolo OO.PP. 7%	1/4-1/10	79,00	3	27	17,75	16,66 (T)
S. Paolo OO.PP. 9%	1/4-1/10	90,00	2	193	14,53	13,31 (T)
S. Paolo OO.PP. 10% 1976/91 I	1/4-1/10	90,65	3	101	14,20	12,97 (T)
S. Paolo OO.PP. 10% 1976/91 II	1/4-1/10	89,00	3	133	14,94	13,68 (T)
S. Paolo OO.PP. 10% 1976/91 III	1/4-1/10	89,00	3	133	14,94	13,68 (T)
S. Paolo OO.PP. 11% 1977/92 IV	1/4-1/10	91,45	3	325	14,51	13,16 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1977/92 VI	1/4-1/10	94,00	3	334	14,60	13,15 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1977/92 VIII	1/4-1/10	95,00	4	14	14,17	12,74 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1977/87 IX	1/4-1/10	97,60	1	43	14,85	13,45 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1978/93 X	1/4-1/10	93,30	4	196	14,62	13,16 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1978/88 XI	1/4-1/10	97,40	1	225	14,29	12,89 (T)
S. Paolo OO.PP. 12% 1978/93 XIII	1/4-1/10	95,30	4	247	13,88	12,46 (T)
S. Paolo OO.PP. 13% 1979/94 XIV	1/4-1/10	96,30	5	80	14,54	13,01 (T)
S. Paolo OO.PP. 13% 1979/94 XVIII	1/4-1/10	95,20	5	143	14,87	13,32 (T)
S. Paolo OO.PP. 13,50% 1980/87 XX	1/10	99,50	1	32		13,73 (E)
S. Paolo OO.PP. 17,50% 1982/90 XXVII	1/4-1/10	108,90	2	288		13,87 (E)
S. Paolo OO.PP. 17,50% 1982/97 XXVIII	1/4-1/10	119,75	7	328		13,58 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni Opere Pubbliche a tasso fisso						**13,14**
CREDITO AGRARIO						
S. Paolo Agr. 10% 1976/2006 I	1/4-1/10	75,00	13	212	15,07	13,61 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1976/96 II	1/4-1/10	82,00	6	192	15,22	13,87 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1977/97 III	1/4-1/10	81,00	7	9	15,24	13,88 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1977/97 IV	1/4-1/10	81,00	7	9	15,24	13,88 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1977/92 V	1/4-1/10	86,50	3	353	15,41	14,12 (T)
S. Paolo Agr. 10% 1978/88 VII	1/4-1/10	94,20	1	223	14,64	13,44 (T)
S. Paolo Agr. 11% 1979/99 VIII	1/4-1/10	83,50	8	185	15,21	13,75 (T)
S. Paolo Agr. 12% 1979/99 IX	1/4-1/10	88,00	8	313	15,15	13,61 (T)
S. Paolo Agr. 13% 1980/2000 X	1/4-1/10	92,00	9	176	15,21	13,60 (T)
S. Paolo Agr. 13,50% 1980/90 XI	1/4-1/10	100,00	2	307		13,90 (E)
S. Paolo Agr. 13,50% 1980/2000 XII	1/4-1/10	100,00	9	300		13,93 (E)
S. Paolo Agr. 18% 1981/2001 XIII	1/4-1/10	125,00	11	92		13,84 (E)
S. Paolo Agr. 18% 1981/96 XIV	1/4-1/10	120,00	7	58		13,75 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/97 XV	1/4-1/10	116,00	7	313		13,87 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/2002 XVI	1/4-1/10	119,50	11	355		13,93 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/92 XVII	1/4-1/10	111,50	4	75		13,57 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/97 XVIII	1/4-1/10	116,00	7	313		13,87 (E)
S. Paolo Agr. 17% 1982/2002 XIX	1/4-1/10	119,50	11	356		13,93 (E)
S. Paolo Agr. 17,50% 1983/93 XXII	1/4-1/10	107,50	4	263	15,65	13,74 (T)
S. Paolo Agr. 17,50% 1983/98 XXIII	1/4-1/10	110,50	8	145	15,67	13,81 (T)
S. Paolo Agr. 17,50% 1983/2003 XXIV	1/4-1/10	112,50	12	199	15,69	13,86 (T)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni agrarie a tasso fisso						**13,79**

Obbligazioni a tasso variabile

	Scadenza cedole	Prezzo al 28/2/86	Via media residua anni	gg.	Cedola sem. minima garantita	Cedola in corso	Rendimento effettivo % (2) lordo	Rendimento effettivo % (2) netto
CREDITO FONDIARIO								
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XXXII	1/1-1/7	107,00	2	307	7%	7,10		11,40 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/96 XXXIV	1/1-1/7	103,70	6	335	7%	7,10		13,72 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XXXVIII	1/1-1/7	102,75	3	94	7%	7,55		14,38 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XXXIX	1/1-1/7	102,75	3	94	7%	7,55		14,38 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/96 XL	1/1-1/7	102,75	6	335	7%	7,55		14,89 (E)
S. Paolo O.F.tv 1981/91 XLI	1/1-1/7	102,50	3	94	7%	7,55		14,49 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 XLIV	1/1-1/7	103,80	7	153	7%	7,55		14,67 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 XLV	1/1-1/7	105,10	7	252	7%	7,55		14,38 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 XLVI	1/1-1/7	105,10	7	252	7%	7,55		14,38 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 L	1/1-1/7	105,10	8	70		7,55		14,43 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 LI	1/1-1/7	105,10	8	70		7,55		14,43 (E)
S. Paolo O.F.tv 1982/97 LII	1/1-1/7	105,10	8	70		7,55		14,43 (E)
S. Paolo O.F.tv 1983/98 LIV	1/1-1/7	100,00	8	70		7,40	15,31	13,60 (T)
S. Paolo O.F.tv 1983/98 LV	1/1-1/7	100,00	8	70		7,40	15,31	13,60 (T)
S. Paolo O.F.tv 1983/98 LVI	1/1-1/7	100,00	8	70		7,40	15,31	13,60 (T)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni fondiarie a tasso variabile								**14,09**
OPERE PUBBLICHE								
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XIX	1/1-1/7	101,50	2	307	7%	7,10		13,89 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXI	1/4-1/10	101,50	2	215	7%	7,10		13,84 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXII	1/1-1/7	101,50	2	307	7%	7,10		13,89 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXIII	1/1-1/7	101,50	2	307	7%	7,10		13,89 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1981/91 XXIV	1/1-1/7	105,00	2	307	7%	7,55		13,16 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1982/92 XXV	1/1-1/7	102,50	3	124	7%	7,55		14,49 (E)
S. Paolo OO.PP.tv 1982/92 XXVI	1/1-1/7	103,00	3	124	6%	7,55		14,28 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni Opere Pubbliche a tasso variabile								**13,98**
CREDITO AGRARIO								
S. Paolo Agr.tv 1982/92 XX	1/1-1/7	101,50	3	349	6%	7,10		14,07 (E)
S. Paolo Agr.tv 1982/97 XXI	1/1-1/7	102,50	8	70		7,55		15,03 (E)
Rendimento netto medio ponderato delle obbligazioni agrarie a tasso variabile								**14,57**

Obbligazioni con indicizzazione reale	Scadenza cedole	Prezzo al 28/2/86	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	5 150
S. Paolo O.F. 5% ind. 1981/91 XXXIII (3) (E)	1/4	120,00	147,72	3 68
S. Paolo O.F. 5% ind. 1982/92 XLVIII (3) (E)	1/4	110,00	130,76	3 266

Obbligazioni convertibili	Scadenza cedole	Prezzo al 28/2/86	Premio di convers. % (4)
CREDITO FONDIARIO			
S. Paolo O.F. 14% 1982/93 ss. ATTIVITÀ IMMOBILIARI (E)	1/1	259,75	+ 6,42

(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

Nel trimestre dicembre '85-febbraio '86 il mercato italiano dei titoli in ECU è stato caratterizzato sul primario da una nuova emissione di CTE da parte del Tesoro mentre sul secondario è proseguita l'elevata attività già manifestatasi durante il semestre precedente.
Come è noto, l'utilizzo dell'ECU da parte degli operatori italiani ha ormai raggiunto livelli ragguardevoli, sia dal lato dei finanziamenti in valuta estera alle imprese, che da quello delle emissioni di titoli obbligazionari sottoscrivibili da parte dei risparmiatori in esenzione dall'obbligo di deposito infruttifero del 25%.
Un indicatore delle dimensioni e della vivacità del mercato dei titoli in ECU è fornito dai quantitativi contrattati in Borsa. L'ammontare di CTE scambiati alla Borsa di Milano è stato infatti particolarmente elevato nei mesi di dicembre e di gennaio.
Il rilevante volume di contrattazioni nel periodo in oggetto è attribuibile, in parte, anche alle aspettative dei risparmiatori circa l'andamento della lira nei confronti dell'ECU e che hanno determinato un cospicuo flusso di acquisti nei confronti di questi titoli, le cui quotazioni, in Italia, sono cresciute in misura sensibilmente superiore rispetto a quelle rilevate alla Borsa di Lussemburgo.
Nel mese di febbraio il Tesoro Italiano ha effettuato una nuova emissione di **Certificati del Tesoro in Euroscudi (CTE)** per un ammontare di 800 milioni di ECU (pari a circa 1.200 miliardi di li-

re) interamente destinata al mercato interno e sottoscrivibile dai risparmiatori dal 21 al 26 del mese. Questa emissione è caratterizzata da un tasso di interesse dell'8,75%, pagabile annualmente il 21 febbraio e calcolato sul valore nominale in ECU; il rimborso dei titoli avverrà in unica soluzione alla scadenza il 21/2/1994. Nel periodo di sottoscrizione i nuovi CTE potevano essere acquistati alla pari (cento per cento del valore nominale), in tagli minimi da 1000 ECU, corrispondendo il controvalore in lire del prezzo di emissione (denominato in ECU) calcolato sulla base del cambio ufficiale lira/ECU del 19/2, pari a lire 1.473,25. Essi comunque potranno essere acquistati presso le Aziende di Credito, tra cui il San Paolo, anche successivamente a tale periodo.
È importante ricordare che i CTE ed i loro interessi sono esenti da ogni imposta diretta, reale e personale, presente e futura. Per questi certificati, analogamente ai precedenti emessi, è prevista, non appena saranno materialmente disponibili, l'ammissione alla quotazione presso tutte le Borse Valori Italiane.
Si presenta, di seguito, una tabella che propone la proiezione del rendimento dei nuovi CTE dall'emissione (21 febbraio 1986) alla scadenza (21 febbraio 1994) nell'ipotesi di diversi andamenti del cambio lira/ECU. Occorre tener presente che il rendimento complessivo dei CTE dipende dall'ammontare della cedola facciale del titolo e dall'eventuale deprezzamento della lira nei confronti dell'ECU. Va rilevato che la tabella presenta dei rendimenti medi annui trattandosi di un'approssimazione dell'effettivo profilo dei deprezzamenti che potrebbero verificarsi nei prossimi anni.

Ipotesi di deprezzamento medio annuo della lira nei confronti dell'ECU	Rendimento effettivo % dei CTE 8,75% 1986/1994
1%	9,84
2%	10,93
3%	12,01

Al termine di questo articolo dedicato all'andamento del mercato dei titoli in ECU si forniscono alcune notizie attinenti il prestito obbligazionario **San Paolo OO.PP. 9% 1979/1989 ss. ECU;** in proposito occorre ricordare che dal 15 dicembre 1985 sono pagabili la sesta cedola e la prima quota annuale di ammortamento.
Il pagamento delle cedole e della prima tranche di capitale ammortizzato viene effettuata sulla base del valore nominale del titolo rivalutato, ottenuto come qui di seguito riportato.
Il coefficiente di rivalutazione è stato determinato, ai sensi dell'art. 4 del regolamento del Prestito, in base al rapporto fra il valore della media aritmetica dei cambi lira/ECU nel periodo 15 ottobre-15 novembre 1985 comunicati dalla Commissione CEE, pari a lire 1.491,50125, e il valore di cambio fissato all'emissione pari a lire 1.147,92 ed è risultato uguale a 1,2936076. Di conseguenza alla data del 14 dicembre 1985 il valore nominale delle obbligazioni risultava pari a lire 6.496,54 (lire 129,9307 per ogni 100 lire di valore nominale) rispetto alle lire 5.000 originarie. Sul valore nominale rivalutato sono

Tagli dei titoli	Cedola N. 6		Importo netto 1ª quota rimborso capitale (tagliando A)
	Importo lordo	Importo netto	
da 200 obbligazioni	L. 116.938	L. 104.309	L. 259.861
da 1.000 obbligazioni	L. 584.690	L. 521.545	L. 1.299.307
da 2.000 obbligazioni	L. 1.169.380	L. 1.043.090	L. 2.598.615

Quotazioni e rendimenti dei titoli in ECU

Titoli ancorati all'ECU

	Scadenza cedole	Prezzo in lire a fine febbraio (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	127	129,9307	2	107	9,36	8,33

N.B. Il rendimento effettivo è calcolato considerando il cambio Lira/ECU di fine febbraio '86 (1468,275) 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%.

Titoli denominati in ECU

	Scadenza cedole	Prezzo in ECU a fine febbraio		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	113,20	111,50	2	36	8,78	9,40
CTE 13% 1982/89	22/11	112,00	110,50	3	267	9,03	9,49
CTE 11,50% 1983/90	20/10	109,00	108,00	4	234	9,01	9,27
CTE 11,25% 1984/91	16/7	109,50	107,50	5	138	8,92	9,38
CTE 10,50% 1984/92	22/11	108,20	106,25	6	267	8,82	9,20
BEI 11,25% 1984/96	1/2	116,50 (1)	116,50	9	338	8,70	8,70
CECA 11,25% 1984/94	19/10	108,00 (1)	109,50	7	50	9,62	9,33
CECA 8,625% 1985/95	27/10	103,25 (1)	103,25	8	59	8,05	8,05
BIRS 9,375% 1985/95	7/6	104,25 (1)	104,50	9	99	8,68	8,64

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.

così stati calcolati sia l'importo della cedola annuale al tasso del 9% lordo (corrispondente all'11,6938% lordo sul valore nominale iniziale), sia l'importo della prima quota annuale di rimborso capitale prevista per ogni certificato nella misura di 1/5 del capitale originario rivalutato da corrispondere, sulla base delle recenti interpretazioni in materia, senza alcuna deduzione di ritenuta fiscale. Gli importi da riscuotere, per i vari tagli previsti dal prestito obbligazionario, sono riportati nel prospetto della pagina accanto.

Cambio Lira/ECU

(valori medi mensili)

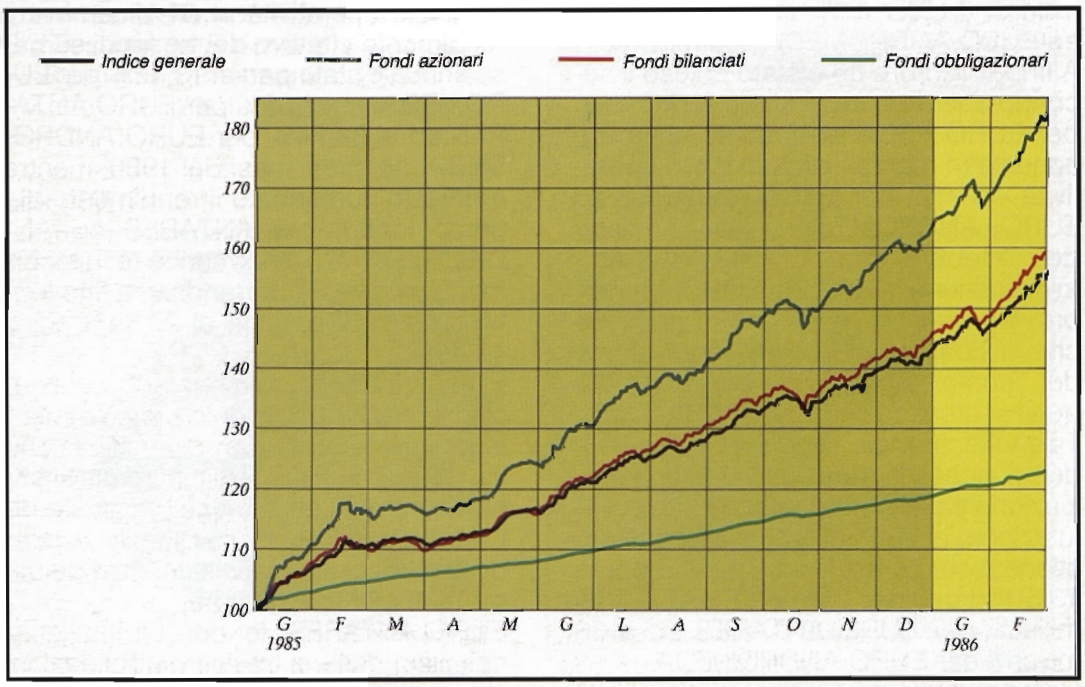
	Lire per 1 ECU
dicembre '79	1159,76
dicembre '80	1215,30
dicembre '81	1307,72
dicembre '82	1333,60
dicembre '83	1369,60
dicembre '84	1374,10
dicembre '85	1494,90
febbraio '86	1472,40

4 I Fondi comuni di inves

L'andamento del mercato dei fondi comuni di diritto italiano

Il successo che ha caratterizzato il primo anno di attività dei fondi comuni di investimento mobiliare italiani prosegue in toni sempre più lusinghieri, sostenuto dal brillante comportamento della Borsa che catalizza direttamente ed indirettamente in misura sempre maggiore l'interesse dei rispamiatori.
Superando le più ottimistiche previsioni, il 1985 si è concluso con un volume di raccolta di circa 16.700 miliardi, con un numero di oltre 718.000 sottoscrittori, mentre il patrimonio netto ha sfiorato i 20.000 miliardi con un incremento di 2.219 miliardi nel mese di dicembre. Trattasi di un traguardo importante, soprattutto in considerazione nella brevità del periodo nel quale è stato raggiunto, che ha permesso ai fondi comuni di acquisire un ruolo di primo piano nel mercato finanziario italiano: è significativo a questo proposito il raffronto con la consistenza dei depositi bancari dei quali i fondi rappresentano circa il 5%, contro lo 0,3% di fine 1984.
Dopo questo brillante consuntivo, nei primi due mesi del 1986 si è assistito ad una ulteriore esplosione nel volume delle sottoscrizioni.
I 4.308 miliardi raccolti nel mese di gennaio ed i 4.312 di febbraio, anche se in parte giustificati dall'elevata liquidità che si registra tradizionalmente a inizio anno, aprono ampi spazi per le più ottimistiche proiezioni sul futuro del settore.
In relazione ai livelli di rendimento attualmente correnti, l'interesse dei risparmiatori si indirizza principalmente verso i fondi bilanciati (4.180 miliardi raccolti nel primo bimestre 86), seguiti dagli azionari (3.098), dagli obbligazionari misti (1.257) e dagli obbligazionari puri (85).
Pienamente soddisfacenti continuano a presentarsi i livelli di redditività: al 28 febbraio l'indice Studi Finanziari (base 2/1/85 = 100) pubblicato quotidianamente su «IL SOLE-24 ORE» era infatti pari, per l'insieme dei fondi comuni d'investimento mobiliare, a 155,19.
Al primo posto si mantengono i fondi azionari (182,9), seguiti dai bilanciati (159,51) e dagli obbligazionari (123,17). È da osservare che il positivo andamento del mercato borsistico nei primi mesi dell'86 ha rafforzato l'interesse per i fondi che si rivolgono in misura maggiore verso questo comparto, distogliendolo in parte da quelli orientati al mercato obbligazionario.
Il patrimonio complessivo dei 43 fondi attualmente operanti ha così raggiunto, a fine febbraio, la cifra di 29.900 miliardi ripartiti tra 1.084.229 sottoscrittori.
Una breve considerazione merita l'andamento dei riscatti che, per l'intero 1985, sono ammontati a complessivi 756 miliardi, corrispondenti al 4,5% della raccolta lorda, concentrati particolarmente nella seconda metà dell'anno; nei primi due mesi del 1986 essi hanno raggiunto l'importo di 577 miliardi, riguardando principalmente i fondi obbligazionari misti (207 miliardi), gli obbligazionari puri (140 miliardi), i bilanciati (135 miliardi) e in misura minore gli azionari (95 miliardi).
La crescita delle domande di rimborso va interpreta in particolare come un sin-

tomo di maggior dinamicità del mercato dei fondi comuni, considerando che, se pur non esistono dati ufficiali in materia, si ha prova che una parte considerevole del denaro derivante dagli smobilizzi è stata investita in fondi con caratteristiche differenti.
Con riferimento alla composizione del portafoglio dei fondi è di interesse soprattutto rilevare come le scelte gestionali nel comparto azionario ricadano in misura considerevole sui titoli guida del listino, con largo flottante e sostenuti da una favorevole situazione aziendale; tra i titoli preferiti si rilevano infatti Fiat, Generali, Olivetti, Ras, Montedison, Ifi, Snia, Pirelli, Comit ed altri importanti valori quotati. Significativa inoltre la crescente tendenza delle società di gestione verso il pieno utilizzo del margine di investimento estero consentito (10% del patrimonio del fondo riferito a sei mesi prima), in un'ottica rivolta alla ricerca di sempre maggiori spazi per la diversificazione del portafoglio. Per quanto attiene le scelte valutarie, i maggiori investimenti sono concentrati soprattutto in dollari e marchi, seguiti da yen, franchi svizzeri ed ECU.
Per meglio valutare le prospettive dei fondi comuni d'investimento sul mercato italiano può essere interessante rilevare infine come dai risultati di una recente ricerca emerga che tra le famiglie interpellate con patrimoni superiori ai 200 milioni solo una percentuale dell'11,3% ha dichiarato di aver acquistato quote di fondi. Ciò lascia intuire che le potenzialità del mercato sono tali da fornire prospettive di crescita molto positive.
Tutto ciò mentre si va sempre più diffondendo tra i risparmiatori il concetto che è preferibile affidare la gestione dei propri risparmi ad esperti di fiducia in grado di indirizzarli verso le forme di investimento più remunerative cercando contemporaneamente di mantenere un livello di diversificazione tale da limitare al massimo il grado di rischio.



Indice Studi Finanziari (base 2/1/1985 = 100)

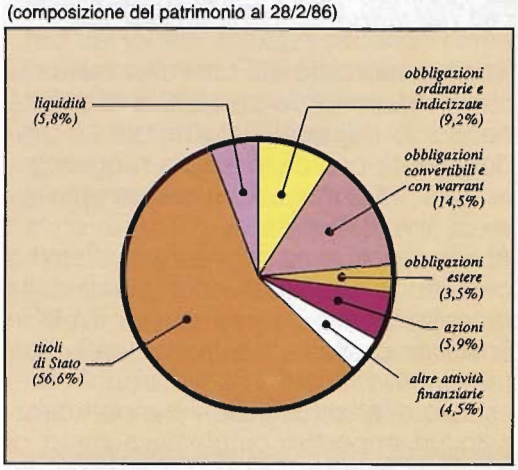
I Fondi Comuni dell'Eurofond

Prosegue con ottimi risultati il collocamento dei fondi comuni di investimento mobiliare gestiti dalla Eurofond.
Dopo aver chiuso il primo esercizio di attività (4 marzo-31 dicembre 85) con una raccolta complessiva di oltre 690 miliardi, rispartita tra 24.056 sottoscrittori, nei primi due mesi del 1986 la Società ha visto affluire nuove sottoscrizioni per 327 miliardi, per un totale, da inizio operatività, di 1.017 miliardi con 34.000 conti aperti.
I consistenti flussi di raccolta ed i buoni risultati della gestione connessi in particolare alle elevate plusvalenze su titoli azionari in portafoglio hanno permesso di superare, nel mese di febbraio, il traguardo dei 1.000 miliardi di patrimonio netto complessivamente gestito; alla data del 28 febbraio il patrimonio dei tre fondi, al netto degli utili posti in distribuzione, ammontava infatti a 1.051 miliardi di lire ripartiti tra: EURO VEGA 185 miliardi, EURO ANTARES 361 miliardi ed EURO ANDROMEDA 505 miliardi.
A fine dicembre 85 è stato chiuso il secondo esercizio semestrale (1/7-31/12) per EURO VEGA ed il primo esercizio annuale (4 marzo - data di inizio operatività - 31/12) per EURO ANTARES ed EURO ANDROMEDA. Nella riunione del 19 febbraio u.s. il Consiglio di Amministrazione dell'EUROFOND ha approvato i relativi rendiconti di gestione che si configurano come l'equivalente del "conto economico" dei fondi, dai quali scaturisce l'utile netto d'esercizio. Tale utile, formato dagli interessi e dividendi incassati, dagli utili netti di negoziazione e dalle plusvalenze nette di valutazione, al netto di tutti gli oneri di gestione a carico del fondo, è stato pari a 13,5 miliardi per EURO VEGA, a 23,6 miliardi per EURO ANTARES ed a 36 miliardi per EURO ANDROMEDA.
Come stabilito dal Regolamento, EURO ANDROMEDA, fondo ad accumulazione, non distribuisce ai partecipanti i proventi della gestione, che concorrono pertanto ad aumentarne il patrimonio netto.
Per i fondi EURO VEGA ed EURO ANTARES, conformemente alla norma regolamentare, sono stati posti in distribuzione gli utili al netto delle plusvalenze non realizzate, corrispondenti rispettivamente ad un dividendo di 731 e 535 lire. Le cedole sono state messe in pagamento, a partire dal 17 marzo, in contanti oppure, a scelta del sottoscrittore, con assegnazione di quote del fondo, in esenzione da commissioni.
Come già segnalato in una precedente occasione, l'importo della cedola non corrisponde all'effettivo rendimento del fondo ma ne rappresenta solamente una parte, in quanto una frazione più o meno consistente rimane sempre incorporata nel valore del patrimonio.
Da inizio operatività al 31 dicembre il rendimento effettivo dei tre fondi su base annua è stato pari al 13,12% per EURO VEGA, al 17,59% per EURO ANTARES ed al 33,74% per EURO ANDROMEDA; nei primi mesi del 1986, mentre è rimasto confermato il rendimento del primo fondo,. per ANTARES ed ANDROMEDA la performance è ulteriormente migliorata portandosi, a fine febbraio, rispettivamente al 20,64% ed al 40,30%.
EURO VEGA, fondo monetario, ha investito il proprio patrimonio principalmente in titoli di Stato, con diversificazione tra CCT, BTP, BOT, ed in altre attività finanziarie a breve termine, costituite da Commercial Papers per lo più a scadenza trimestrale assistite da fideiussione di primarie banche.
EURO ANTARES, fondo obbligazionario misto, detiene tra l'altro obbligazioni convertibili ed azioni in percentuali ri-

spettivamente del 14,5% e del 5,9% il che gli hanno consentito di trarre beneficio dal positivo andamento del mercato azionario. Il fondo in termini di rendimento tende infatti a collocarsi costantemente tra i primi della categoria.
Di rilievo la presenza di titoli esteri, rappresentati da obbligazioni ordinarie e convertibili espresse in ECU, marchi tedeschi e dollari.
EURO ANDROMEDA, fondo bilanciato, presenta un portafoglio quasi equamente ripartito tra titoli di Stato e obbligazioni ordinarie da un lato e azioni e obbligazioni convertibili dall'altro.
Tra i titoli esteri posseduti vi sono oltre ad obbligazioni ordinarie e convertibili, azioni svizzere, tedesche, americane e olandesi con pieno utilizzo del plafond consentito dalla legge in esenzione del deposito infruttifero, pari al 10% del patrimonio del fondo alla fine del mese che precede di un semestre il mese di riferimento. Nella ripartizione settoriale dell'investimento azionario i comparti privilegiati sono: meccanico 26,1%, finanziario 17,2%, cementi-chimico 15,2%, assicurativo 12,5% e bancario 13,1%.
Sono presenti in portafoglio oltre 80 titoli azionari con ampia diversificazione del rischio; i maggiori investimenti dell'intero portafoglio azionario, sono stati effettuati in FIAT (18,7%), Generali (6,1%), SIP (5,4%), Nuovo Banco Ambrosiano (4,5%), Montedison (3,7%), Pirelli S.p.A. (4%) e Stet (3,5%).

EURO ANTARES

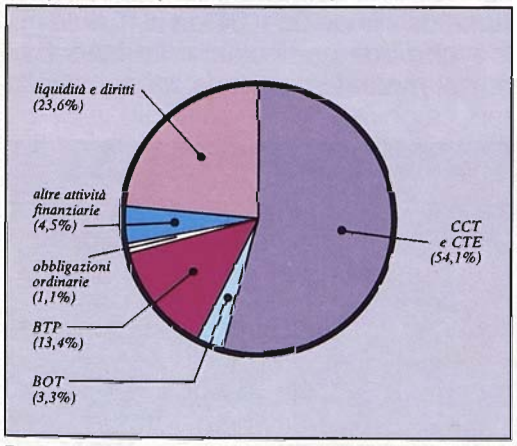
(composizione del patrimonio al 28/2/86)



Fonte: Eurofond

EURO VEGA

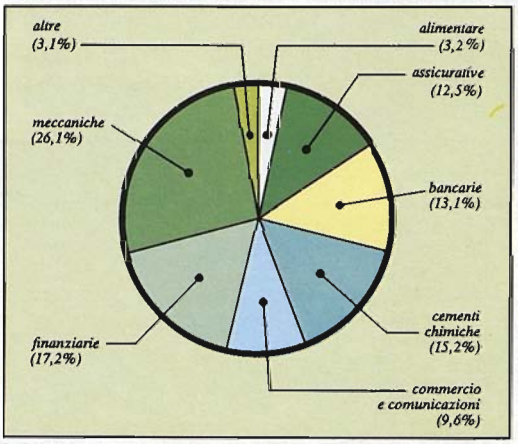
(composizione del patrimonio al 28/2/86)



Fonte: Eurofond

EURO ANDROMEDA

(ripartizione settoriale dell'investimento azionario al 28/2/86)



Fonte: Eurofond

Il rendiconto annuale di gestione del Fondo Euro Andromeda al 31/12/1985

Il 19 febbraio scorso il Consiglio di Amministrazione della Eurofond ha esaminato il rendiconto semestrale del fondo Euro Vega ed i rendiconti annuali dei fondi Euro Antares ed Euro Andromeda. Per quanto riguarda quest'ultimo fondo presentiamo di seguito un breve estratto del rendiconto in oggetto, evidenziando gli aspetti di rilievo intervenuti nel periodo intercorrente dal 4 marzo 1985, primo giorno di avvio dell'attività del fondo, al 31 dicembre 1985.

Il primo esercizio di Euro Andromeda si chiude dopo circa dieci mesi di attività nel corso dei quali il patrimonio è gradualmente cresciuto sino a raggiungere, al 31 dicembre, il valore complessivo di oltre 279 miliardi.
Al conseguimento di questo risultato ha contribuito il brillante andamento della raccolta che è proseguita su livelli in costante crescita, sostenuta dalle ottime performances realizzate. A fine esercizio le sottoscrizioni hanno totalizzato un importo complessivo netto di L. 246,8 miliardi per un numero di 12.693 conti aperti; oltre alle sottoscrizioni in unica soluzione, il cui importo medio, di poco superiore ai 20 milioni, attesta l'elevato grado di diffusione del fondo anche tra i piccoli-medi risparmiatori, positiva è stata l'accoglienza riservata alla formula dei «piani pluriennali di investimento» ai quali hanno aderito 1.083 sottoscrittori, con una marcata preferenza per la durata dell'impegno ai versamenti mensili di 5 anni. L'interesse riscontrato da tale formula, che consente di pianificare l'investimento dei flussi di risparmio futuri in relazione alle proprie disponibilità ed esigenze, lascia intravedere ampi spazi per l'ulteriore diffusione della sottoscrizione rateale in relazione anche ai crescenti bisogni di previdenza integrativa che il fondo è in grado di soddisfare.
Conformemente agli obiettivi individuati nel Regolamento, che finalizzano l'attività di gestione alla valorizzazione patrimoniale nell'intento della salvaguardia del capitale investito, il fondo Euro Andromeda ha destinato il patrimonio in misura bilanciata all'investimento in titoli azionari ed obbligazionari nonché in titoli di Stato ed in altre attività del mercato finanziario, come risulta dalla tabella che sintetizza la composizione delle attività del fondo al 31/12/1985.
Il primo periodo di attività del fondo Euro Andromeda è stato dedicato alla costruzione della struttura del portafoglio: l'investimento in titoli di Stato, inizialmente prevalente, è stato gradualmente bilanciato con l'acquisizione di titoli azionari sino a pervenire alla composizione ideale con una percentuale azionaria oscillante tra il 35 ed il 45%.
L'evoluzione particolarmente favorevole del mercato azionario ha consentito

Composizione delle attività del fondo al 31/12/1985	Valore in milioni di Lire	%
Titoli di Stato	113.841,58	40,67
Titoli obbligazionari quotati	26.745,98	9,55
Titoli obbligazionari non quotati	4.204,28	1,50
Titoli obbligazionari esteri	2.851,58	1,02
Titoli azionari quotati	102.499,31	36,62
Titoli azionari non quotati	767,61	0,27
Titoli azionari esteri	3.860,65	1,38
Altre attività finanziarie	6.589,40	2,35
Liquidità e diritti maturati e non riscossi	18.578,13	6,64
Totale attività del Fondo	**279.938,52**	**100,00**

di conciliare l'obiettivo, tipico di un fondo bilanciato, della valorizzazione patrimoniale con il contenimento del livello di rischio. La scelta dei valori azionari è avvenuta con prudenti criteri di selettività, privilegiando l'investimento in titoli patrimonialmente solidi con buone potenzialità di rivalutazione rispetto a valori più prettamente speculativi ed improntando la gestione del portafoglio in un'ottica di medio-lungo periodo. Sono stati inoltre seguiti criteri di diversificazione economica e settoriale del portafoglio azionario, ripartendo l'investimento su una ampia rosa di titoli dei vari comparti, privilegiando in particolare i settori meccanico, chimico, finanziario, bancario ed assicurativo.
Al 31 dicembre il portafoglio azionario risultava suddiviso tra titoli di oltre 80 società italiane ed estere.
Inoltre, al fine di assicurare flussi regolari di liquidità, sono stati acquisiti nel portafoglio del fondo alcuni commercial papers, tutti assistiti da fidejussioni di primarie banche, che hanno fornito buoni risultati in termini reddituali.
Nel comparto delle obbligazioni convertibili e cum warrant sono stati acquisiti titoli di primarie società ottenendo ottimi risultati sia in termini di plusvalenza che di utili realizzati. Il fondo si è indirizzato in particolare sui titoli di nuova emissione e, per quanto riguarda il mercato secondario, su quelli con maggiori prospettive di rivalutazione. Nel settore del mercato obbligazionario e monetario l'intervento è stato articolato su una vasta selezione di titoli, differenziati per tipologia e scadenza: l'immobilizzo che ha interessato il mercato secondario non ha offerto in questo comparto la possibilità di realizzare una proficua operatività sui titoli in portafoglio.
A partire dal mese di ottobre il fondo ha iniziato ad operare nel comparto estero nel rispetto della normativa valutaria vigente; l'investimento è stato indirizzato in misura bilanciata verso il comparto dei titoli obbligazionari, limitatamente alle emissioni di Organismi Internazionali esenti da imposizione (B.E.I., World Bank e CECA) espressi in $ USA, Marchi tedeschi e Lire estere, nonché verso primari titoli azionari quotati, orientandosi principalmente verso il mercato tedesco ed, in misura minore, verso quello svizzero e statunitense. La diversificazione valutaria è stata inoltre estesa a titoli espressi in ECU, con preferenza per le emissioni interne rispetto a quelle internazionali. Le decisioni di investimento sono state effettuate sulla base della valutazione combinata della redditività e del rischio valutario.
Alla data del 31 dicembre 1985 il **valore complessivo netto del patrimonio** del fondo, valutato secondo i criteri previsti all'art. 11 del Regolamento, era pari a 279.283 milioni di lire suddiviso in n. 21.991.714,916 quote in circolazione.
L'**utile netto** conseguito dal fondo è stato di 36.073,68 milioni di lire, determinato come appare nella tabella seguente; l'utile netto, a norma dell'art. 3 del Regolamento di Gestione, non viene distribuito ma rimane a far parte del patrimonio del fondo e quindi incorporato nel valore unitario della quota.

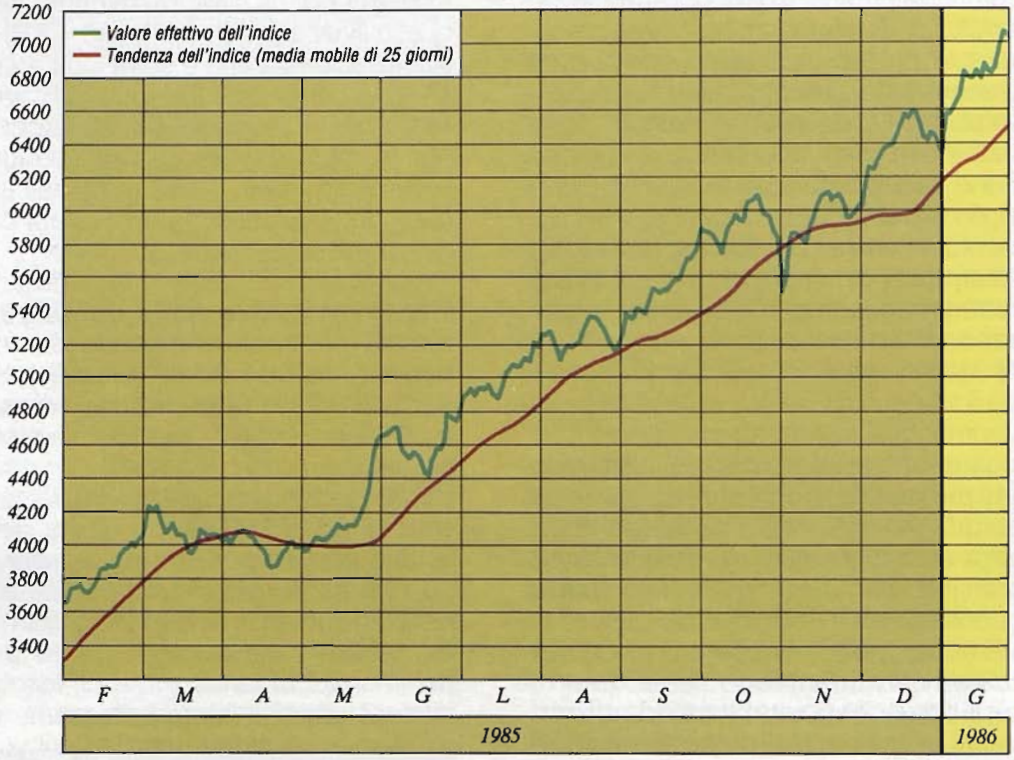
Rendiconto di gestione 4/3/85-31/12/1985		
Proventi da investimenti	11.020,43	
Oneri e spese di gestione	(2.217,97)	
Proventi netti		8.802,46
Utile da realizzi	13.961,36	
Perdite da realizzi	(136,22)	
Utile netto da realizzi		13.825,14
Utile netto realizzato		22.627,60
Plusvalenze su titoli	15.673,46	
Minusvalenze su titoli	(2.227,38)	
Plusvalenza netta		13.446,08
Utile d'esercizio		36.073,68

valori espressi in milioni di lire.

Per quanto concerne infine l'evoluzione del patrimonio del fondo Euro Andromeda nei primi due mesi del 1986, si rinvia il lettore all'articolo dedicato ai fondi comuni dell'Eurofond pubblicato a pag. 24.

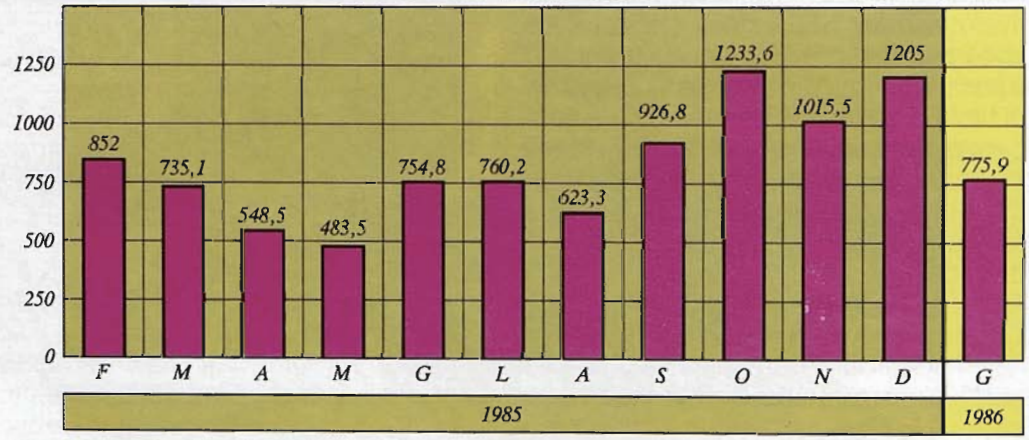
5 La pagina dell'azionista

ANDAMENTO DELL'INDICE GENERALE DEI CORSI AZIONARI (Borsa di Milano)



QUANTITATIVI AZIONARI TRATTATI (Borsa di Milano)

(dati in milioni)



N.B.: I mesi indicati corrispondono al calendario borsistico

L'andamento del mercato azionario

Dopo i brillanti risultati conseguiti durante il 1985, anno cui si è registrato un consistente rialzo dei corsi tale da determinare un raddoppio del valore dell'indice di Borsa, nella prima parte del 1986 il mercato azionario è stato ancora caratterizzato da una netta prevalenza della domanda, che ha provocato un'ulteriore crescita delle quotazioni, in particolare di quelle relative ai cosiddetti titoli-guida del listino, come ad esempio Fiat, Generali, Montedison e Ras. Nei confronti di questi titoli sono affluiti infatti consistenti ordinativi di acquisto, in relazione alle buone previsioni sui risultati d'esercizio ed alle operazioni di carattere finanziario, di acquisizione di altre imprese e/o di aumenti di capitale, previste dalle società nei prossimi mesi.

Il volume delle contrattazioni è cresciuto così in misura considerevole, situandosi su livelli mai raggiunti in passato; la media giornaliera è risultata pari a circa 250 miliardi di lire, con punte di oltre 300 miliardi per seduta.

La dinamica della Borsa all'inizio del 1986 è stata influenzata, in parte, anche dai provvedimenti deliberati dalla Consob il 15 gennaio scorso, con i quali si è proceduto a riunire il ciclo operativo di febbraio con quello di marzo, prorogando le scadenze tecniche del primo e facendole coincidere con quelle del secondo.

Inoltre, allo scopo di impedire che un periodo di lavoro di durata doppia rispetto a quello normale potesse favorire un forte sviluppo di operazioni di marca speculativa, la Consob ha elevato, a partire da venerdì 17 gennaio, giorno di inizio del nuovo ciclo operativo, il deposito preventivo sugli acquisti dal 60% al 100%. Al provvedimento sono seguite le misure adottate dalle Autorità Monetarie per la difesa della lira che hanno reintrodotto il massimale sulla crescita degli impieghi bancari in lire, determinato un aumento dei tassi sui Titoli di Stato, in particolare sui BOT, e infine ripristinato l'obbligo del finanziamento bancario in valuta nella misura del 75% dei crediti all'esportazione.

Il mercato borsistico, dopo un breve periodo di consolidamento delle quotazioni volto a valutare tali provvedimenti, ha reagito positivamente; in Borsa sono così giunti cospicui flussi di acquisto che hanno provocato una crescita del corso di molti titoli.

Gli ordinativi di acquisto sono pervenuti principalmente dai risparmiatori, dai gestori dei fondi comuni e dagli investitori esteri; per i primi l'investimento azionario, ignorato per molti anni, è stato oggetto di un rinnovato interesse, anche in relazione alle brillanti performances conseguite dai valori azionari nel 1985 ed alle aspettative di ulteriore crescita riguardanti il 1986.

Dall'inizio dell'anno i gestori dei fondi hanno svolto invece operazioni improntate ad una accentuata prudenza intervenendo soprattutto nelle fasi caratterizzate da ribassi nelle quotazioni, pur disponendo di ingenti mezzi liquidi fatti pervenire dai sottoscrittori, mentre gli investitori esteri hanno proseguito i loro interventi sul mercato azionario italiano, svolgendo un'intensa attività di compra-vendita, realizzando nel contempo considerevoli plusvalenze.

Considerando in breve l'andamento settoriale del listino della Borsa di Milano si nota un andamento particolarmente positivo dei titoli assicurativi, tra i quali spiccano le performances registrate dalle Generali, le cui quotazioni hanno raggiunto in febbraio nuovi massimi; tra i titoli appartenenti a questo comparto molto richieste sono risultate anche le Ras, le Sai ed i titoli de La Previdente.
Anche i valori del settore industriale sono stati molto richiesti, in funzione delle buone prospettive di reddito delle società derivanti dal contenimento dei costi di approvvigionamento delle materie prime, in particolare di quelle di natura energetica, a causa della riduzione congiunta dal corso del dollaro e del prezzo del petrolio. Tra i titoli industriali si sono messe particolarmente in luce le Fiat, le Montedison ed alcuni valori del gruppo De Benedetti, questi ultimi soprattutto dopo le notizie relative all'acquisizione da parte del gruppo dell'industria francese Valeo. Tra i titoli del gruppo Montedison hanno mostrato una crescita su livelli interessanti le Farmitalia Carlo Erba, le Standa e le Iniziative Meta.
Il Mercato Ristretto continua, per contro, ad essere caratterizzato da un andamento dei corsi non particolarmente brillante, in quanto l'attenzione del pubblico è rivolta soprattutto verso il mercato maggiore.
Questa breve nota di commento sul mercato azionario si chiude, in questo numero, con un'analisi sull'andamento dei settori borsistici nel corso del 1985.

Andamento degli indici settoriali dei corsi azionari nel 1985

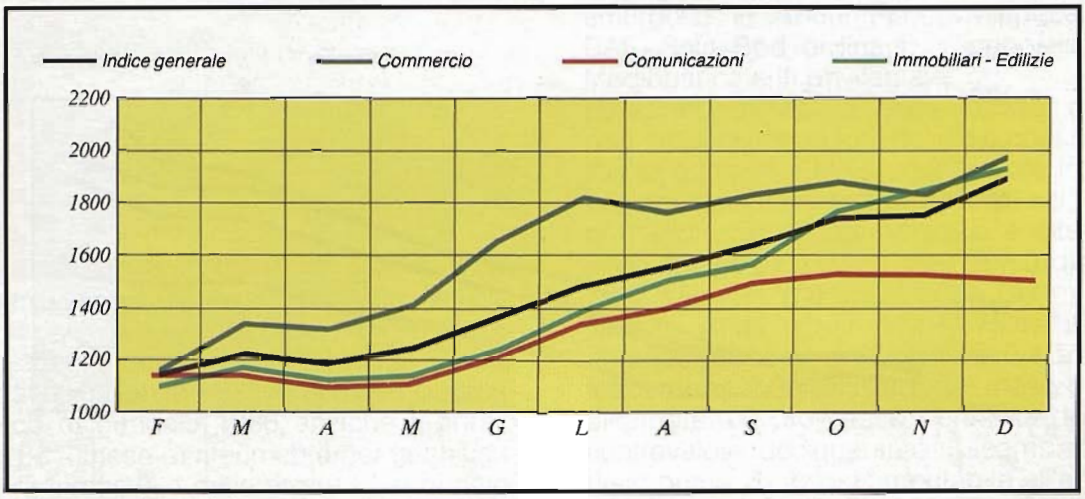
(Borsa di Milano)

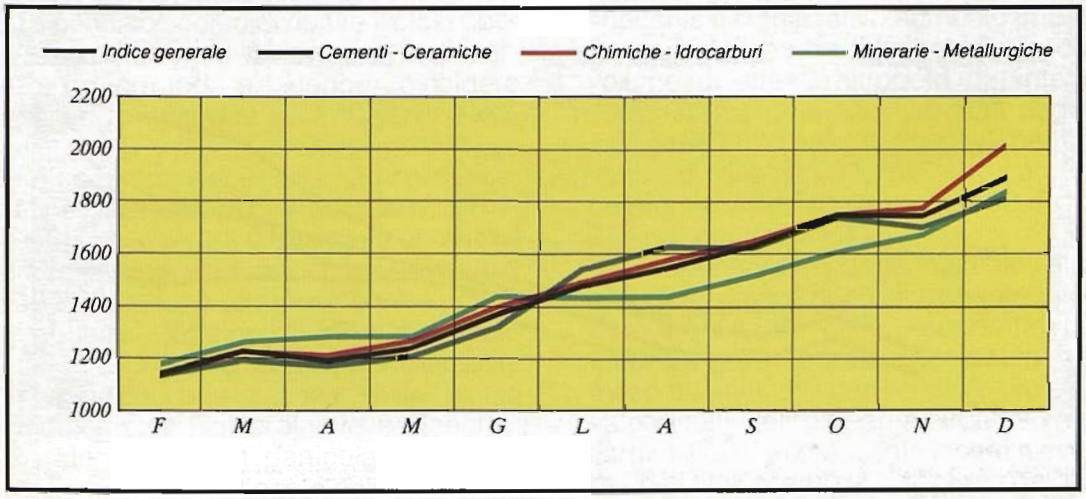
MIB corrente: medie mensili (1)

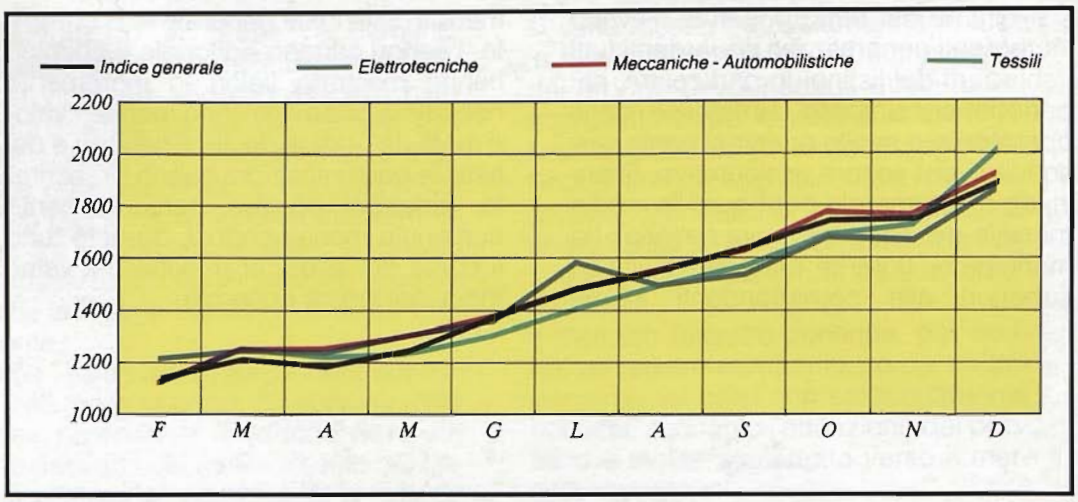
Base 2/1/1985 = 1.000	Febbraio	Marzo	Aprile	Maggio	Giugno	Luglio	Agosto	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Tasso di variazione % dell'indice MIB (2)
SETTORI:												
Alimentari e Agricole	1218	1367	1292	1339	1448	1453	1501	1508	1511	1486	1564	+ 56,4
Assicurative	1151	1214	1207	1277	1397	1550	1664	1783	1926	1975	2223	+122,3
Bancarie	1106	1147	1066	1068	1187	1258	1350	1401	1511	1493	1531	+ 53,1
Cartarie-Editoriali	1130	1298	1206	1194	1265	1366	1626	1787	2050	2291	2675	+167,5
Cementi-Ceramiche	1151	1201	1167	1212	1330	1552	1638	1629	1752	1708	1815	+ 81,5
Chimiche-Idrocarburi	1131	1232	1212	1272	1404	1507	1580	1665	1757	1781	2015	+101,5
Commercio	1156	1344	1324	1417	1661	1829	1775	1747	1892	1843	1979	+ 97,9
Comunicazioni	1140	1142	1094	1106	1211	1344	1400	1499	1544	1536	1516	+ 51,6
Elettrotecniche	1219	1258	1243	1305	1364	1586	1496	1548	1691	1677	1874	+ 87,4
Finanziarie	1170	1230	1208	1332	1504	1583	1661	1779	1880	1869	1983	+ 98,3
Immobiliari-Edilizie	1097	1167	1123	1134	1242	1397	1505	1565	1780	1858	1955	+ 95,5
Meccaniche-Automobilistiche	1129	1256	1256	1269	1374	1495	1564	1638	1780	1767	1938	+ 93,8
Minerarie-Metallurgiche	1188	1267	1285	1290	1443	1427	1448	1517	1609	1686	1849	+ 84,9
Tessili	1127	1253	1222	1242	1312	1399	1495	1578	1690	1740	2025	+102,5
Diverse	1205	1405	1402	1391	1459	1537	1547	1574	1742	1809	1997	+ 99,7
Indice Generale	1147	1218	1192	1247	1372	1480	1556	1643	1757	1761	1899	+ 89,9

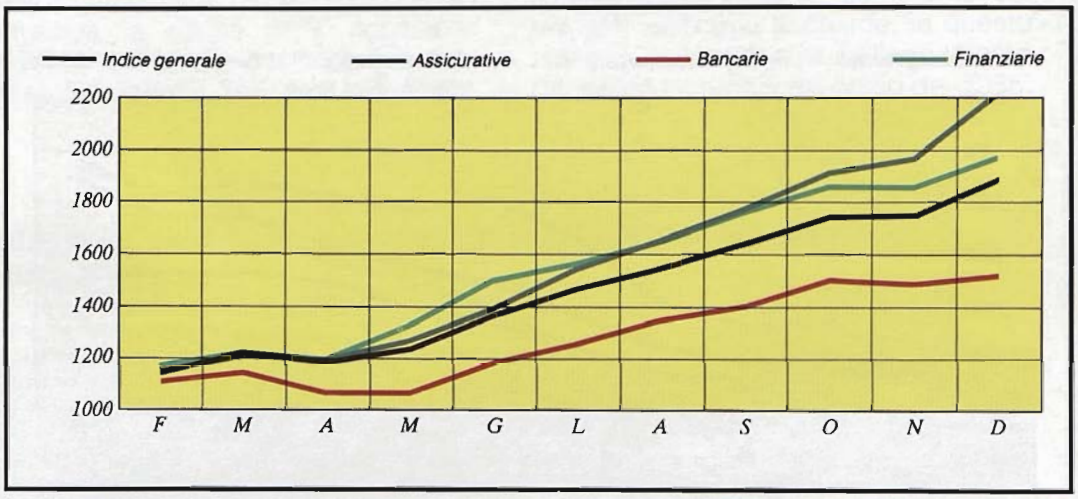
(1) mesi borsistici
(2) calcolato come variazione percentuale tra la media dei valori del mese borsistico di dicembre e la base di riferimento dell'indice MIB corrente (2/1/1985 = 1.000)

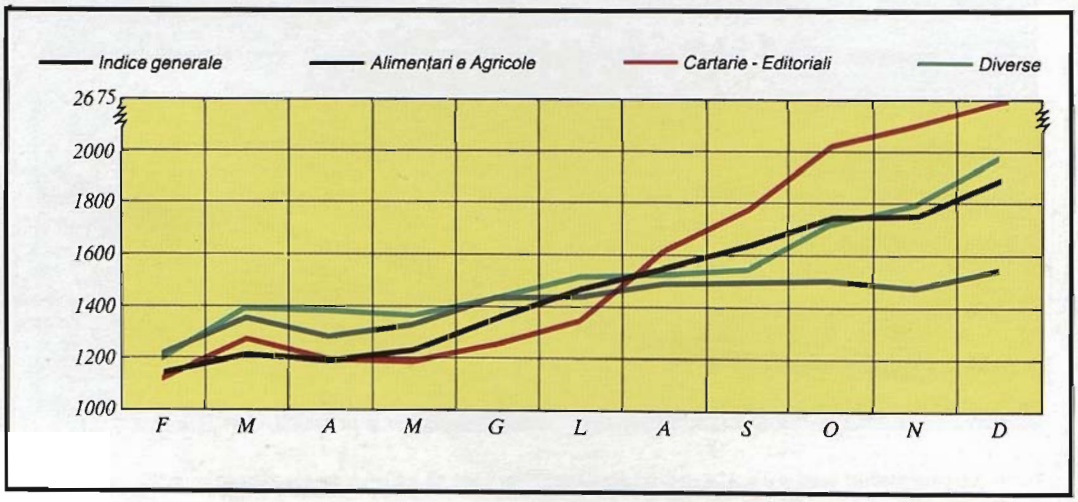
Dall'esame dei dati riportati si rilevano incrementi generalizzati riguardanti tutti i comparti del listino. In particolare, nel periodo considerato, l'interesse degli operatori si è rivolto principalmente verso i titoli del settore assicurativo, finanziario e commercio per i quali la media mensile dei rispettivi indici settoriali ha mantenuto, durante tutto l'anno, valori superiori alle corrispondenti medie mensili dell'indice generale MIB corrente. I settori cartario-editoriale e chimico hanno mostrato valori in incremento nell'ultima parte dell'anno mentre i valori medi dell'indice dei titoli bancari e del settore comunicazioni hanno presentato variazioni positive particolarmente contenute mantenendosi, durante tutto il corso dell'anno, al di sotto dei valori medi dell'indice generale.






Indice generale
Elettrotecniche
Meccaniche - Automobilistiche
Tessili
2200
2000
1800
1600
1400
1200
1000
F M A M G L A S O N D


Indice generale
Assicurative
Bancarie
Finanziarie
2200
2000
1800
1600
1400
1200
1000
F M A M G L A S O N D


Indice generale
Alimentari e Agricole
Cartarie - Editoriali
Diverse
2675
2000
1800
1600
1400
1200
1000
F M A M G L A S O N D

Le 20 azioni quotate più trattate nel mese borsistico di gennaio 1986

In questo numero di San Paolo Notizie, il consueto esame delle 20 azioni quotate più trattate è stato condotto in base alle risultanze relative al mese borsistico di gennaio 1986 anziché febbraio '86 – mese di riferimento per la chiusura trimestrale della rivista –, in quanto, come è noto, la Consob ha deliberato il 15 gennaio scorso di riunire il ciclo operativo di febbraio '86 con quello di marzo, prorogrando e facendo coincidere per i due mesi le relative scadenze tecniche.

Prima di procedere ad una breve disamina della classifica riguardante il mese di gennaio '86 si presenta un'analisi retrospettiva dei titoli che, nel corso del 1985, hanno occupato con maggiore frequenza posizioni di rilievo in graduatoria. Dall'esame emerge anzitutto la prolungata permanenza delle azioni Montedison, Fiat ordinarie e Generali; le Montedison, in particolare, si sono collocate al primo posto nella classifica delle 20 azioni più trattate in ben sette mesi borsistici, seguite dalle Assicurazioni Generali (4 volte in prima posizione) e dalle Fiat ordinarie (1 volta).

La seconda posizione è stata occupata per 6 volte dalle Fiat ordinarie, per 5 volte dalle Assicurazioni Generali e per 1 volta dalla Montedison. Solo al terzo posto, nel mese di luglio, si registra l'inserimento di un altro titolo: l'azione BI-Invest ordinaria.

Anche nelle posizioni inferiori l'avvicendamento dei titoli non è stato molto marcato: parecchie azioni hanno mantenuto la propria presenza in classifica, pur alternandosi nelle posizioni, in quasi tutti i mesi dell'anno. Tra queste emergono le azioni Fiat privilegiate, RAS, Snia Bpd ordinarie, Cigahotels, Mediobanca e Ifi privilegiate.

Passando all'esame della tabella di pag. 35 si riscontra che nel ciclo operativo di gennaio 1986 il controvalore totale dei quantitativi trattati delle 20 azioni maggiormente scambiate si è attestato sui 1.969 miliardi. Nel corso del 1985 tale valore è passato da 747 miliardi registrati a gennaio a 1.175 miliardi di giugno, sino a giungere al valore massimo di 2.204 miliardi del mese di dicembre. La progressiva crescita del controvalore dei quantitativi scambiati delle prime 20 azioni, imputabile all'effetto congiunto di volumi e prezzi, rispecchia il significativo aumento che la Borsa di Milano ha fatto registrare nel volume di affari sviluppato durante il 1985: in tale periodo sono stati negoziati oltre 9.700 milioni di azioni, per un valore di circa 26.300 miliardi, con incrementi, rispettivamente, dell'88 e del 269 per cento sul 1984.

Nel ciclo operativo di gennaio '86 l'attività di scambio, pur leggermente inferiore a quella del ciclo precedente, ha toccato, nella seduta di chiusura del mese borsistico, il controvalore più elevato di tutti i tempi, pari a circa 296 miliardi di lire. È interessante inoltre rilevare che i titoli scambiati nel corso dell'in-

tero 1985 corrispondono al 16,8% delle azioni complessivamente in circolazione. Restringendo l'analisi agli ultimi mesi borsistici, si nota che questo dato ha raggiunto valori superiori al 45%; in tale periodo, infatti, si è assistito ad un aumento notevole del ritmo delle negoziazioni, concentrate in particolare su alcuni titoli di maggiore interesse.

Nel ciclo operativo di gennaio '86 la classifica delle 20 azioni quotate maggiormente scambiate alla Borsa Valori di Milano evidenzia l'ingresso di una nuova azione, la Saffa, che nel corso del 1985 non aveva fatto segnare presenze in graduatoria; la Società appare in classifica dopo l'aumento di capitale connesso all'incorporazione della Milanagricola Vittoria – le cui azioni hanno cessato di essere quotate dal 18/11/1985. L'interesse mostrato dagli operatori è da ricollegarsi inoltre ad una nuova operazione di aumento recentemente deliberata dal Consiglio di Amministrazione che porterà il capitale sociale da 33,1 a 40,6 miliardi di lire.

Nella graduatoria riferita al ciclo operativo di gennaio si rileva la presenza delle azioni La Fondiaria ed Iniziativa ME.T.A., rispettivamente in 11ª e 14ª posizione, comparse in classifica, dall'inizio dell'85, per la prima volta nel mese di dicembre.

Nella seconda colonna della tabella il raffronto tra i prezzi di compenso del mese di gennaio ed i prezzi di compenso di dicembre delle prime 20 azioni scambiate evidenzia variazioni positive per la quasi totalità delle azioni presenti in graduatoria: ben 19 titoli, infatti, hanno fatto segnare incrementi nella quotazione; l'unica variazione negativa è, per contro, quella registrata dal titolo Bastogi (– 5%). Le punte massime di incremento sono state toccate dalle Gemina ordinarie (+ 20,5%), dalle N.B.A. ordinarie (+ 20,2%), dalle RAS (+ 19,4%), dalle IFI privilegiate (+ 19,1%) e dalle SAI ordinarie (+ 17,8%).

Questo positivo andamento delle quotazioni è confermato dal notevole rialzo dell'indice generale di Borsa (MIB storico) che, nel ciclo operativo di gennaio, ha evidenziato un incremento pari al 10,7%.

Nella terza colonna della tabella la valutazione espressa nel suo complesso dal mercato borsistico per ciascuna delle 20 società presenti in classifica viene posta a confronto con i corrispondenti mezzi patrimoniali.

Dall'analisi emerge che, sulla base della capitalizzazione di Borsa rilevata il 17/1/1986, giorno immediatamente successivo alla chiusura del mese borsistico di gennaio, le 20 azioni quotate più trattate nel ciclo operativo di gennaio sono, nel loro complesso, valutate circa 4,4 volte il loro patrimonio. Il valore di questo quoziente, come evidenziato nel precedente numero di San Paolo Notizie, ha presentato nei mesi borsistici una costante e progressiva crescita, passando dall'1,7 registrato a gennaio '85 al 2 ed al 2,6 rispettivamente nei mesi di aprile ed agosto, mentre ha raggiunto il valore di 2,87 a novembre. Tra le azioni presenti in graduatoria nel mese di gennaio e che il mercato valuta in misura notevolmente superiore ai mezzi propri, rientrano da un lato i titoli assicurativi (Assicurazioni Generali, La Fondiaria, SAI e RAS), tradizionalmente caratterizzati da un elevato valore di questo indice, con un rapporto complessivo capitalizzazione di Borsa/capitale netto (quest'ultimo non comprensivo delle riserve tecniche) pari a 7,09 e dall'altro le SNIA-BPD ordinarie (4,46) e la Iniziativa ME.T.A. (3,96).

I valori più bassi del rapporto sono presentati invece dalle Bastogi (1,32), dalle Pirelli S.p.A. ordinarie (1,43) e dalle STET ordinarie (1,49).

Va segnalato infine che a inizio '86 la capitalizzazione complessiva dell'insieme delle società quotate alla Borsa Valori di Milano risulta pari a 2,5-3 volte l'ammontare totale dei relativi mezzi propri.

Le 20 azioni quotate più trattate nel mese borsistico di gennaio 1986

Azioni	Settore di appartenenza della società	Controvalore in milioni di lire dei quantitativi trattati	Variazione dei prezzi (1) di compenso (gennaio '86/ dicembre '85)	Capitalizzazione di borsa / Capitale netto	dividendo / prezzo × 100
1. Montedison	chimico	354.784	+ 17,4%	2,15	–
2. Fiat ordinarie	meccanico automobilistico	241.595	+ 15,5%	2,63	1,78
3. Assicurazioni Generali	assicurativo	220.661	+ 12,1%	10,32	0,62
4. Fiat privilegiate	meccanico automobilistico	143.098	+ 21,6%	2,63	2,02
5. R.A.S.	assicurativo	119.461	+ 19,4%	4,60	0,63
6. Gemina ordinarie	finanziario	108.101	+ 20,5%	4,10	0,73
7. Snia BPD ordinarie	chimico	97.303	+ 17,1%	4,46	1,38
8. S.A.I. ordinarie	assicurativo	95.477	+ 17,8%	4,66	0,34
9. Olivetti ordinarie	meccanico	76.279	+ 10,8%	2,61	2,88
10. N.B. Ambrosiano ord.	bancario	66.257	+ 20,2%	2,46	–
11. La Fondiaria	assicurativo	59.655	+ 2 %	8,80	2,03
12. I.F.I. privilegiate	finanziario	55.890	+ 19,1%	2,05	0,89
13. Saffa ordinarie	chimico	50.354	+ 15,6%	2,73	3,53
14. Iniziativa ME.T.A.	finanziario	50.222	+ 2,5%	3,96	2,34
15. Mediobanca	bancario	48.476	+ 6,7%(2)	2,52	1,30
16. Pirelli Spa ord.	chimico	44.498	+ 16,2%	1,43	2,47
17. Cigahotels	diversi	36.377	+ 6,1%	2,10	1,22
18. Banca Commerciale It.	bancario	33.786	+ 10,8%	2,34	3,33
19. STET ordinarie	finanziario	33.709	+ 4,7%	1,49	3,75
20. Bastogi IRBS	finanziario	32.607	– 5 %	1,32	–
Variazione del M.I.B. storico nel mese di gennaio '86 rispetto a dicembre '85			+ 10,7%		
Totale controvalore dei quantitativi trattati delle 20 azioni in graduatoria		1.968.590			
Incidenza percentuale sul controvalore totale		63,2			

(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.
(2) Il prezzo di compenso di gennaio è ex dividendo; la quotazione di dicembre è quindi stata rettificata per permettere il confronto.

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.

Gli aumenti di capitale delle società quotate

Lo sforzo di ricapitalizzazione della Borsa Italiana, che ha già raggiunto dimensioni ragguardevoli nel corso del 1985 coinvolgendo 64 società quotate nelle cui casse sono confluiti mezzi finanziari per complessivi 3500 miliardi di lire, sembra destinato a proseguire con intensità ancora maggiore nel 1986.

Nel periodo intercorso tra l'apertura del nuovo anno borsistico e la fine del mese di febbraio sono state 16 le società ad aver mandato ad effetto operazioni di aumento di capitale, con un apporto complessivo di «denaro fresco» che sfiora i 2000 miliardi di lire.

Un contributo notevole al raggiungimento di tale cifra è stato fornito dalle tre **Banche di Interesse Nazionale** (Banco di Roma, Banca Commerciale Italiana e Credito Italiano), che hanno effettuato aumenti di capitale per 530 miliardi incassandone altri 490 sotto forma di sovrapprezzi per le azioni emesse.

Di rilievo sono state inoltre le operazioni lanciate dalla **SAIPEM,** il cui capitale è passato da 150 a 225 miliardi di lire, dalla **Burgo** (da 137 a 295,5 miliardi) e dalla **Ciga Hotels** (da 41,5 a 117,6 miliardi).

Nei prossimi mesi, numerose altre società manderanno a effetto nuove operazioni che si preannunciano di notevole interesse per gli azionisti.

In particolare, una parte dell'attenzione del mercato sarà concentrata sul **Gruppo Montedison**: oltre all'aumento del capitale della capogruppo da 1110 a 1661 miliardi di lire (i dettagli dell'operazione sono illustrati nella scheda informativa sul Gruppo Montedison riportata in questo numero di San Paolo Notizie), sono state deliberate altre operazioni riguardanti la **Standa** e la **Farmit-Erba**, società quotate facenti capo alla Montedison.

L'aumento di capitale della Standa, da 36,9 a 55,35 miliardi di lire, è destinato a portare circa 90 miliardi nelle casse della società e prevede l'emissione con sovraprezzo di azioni sia ordinarie che di risparmio.

L'operazione Farmit-Erba, che consentirà alla società di introitare circa 390 miliardi elevandone il capitale da 71 a 236 miliardi, si articolerà in tre fasi: in primo luogo verrà aumentato il valore nominale delle azioni esistenti (da 900 a 1000 lire); si procederà quindi all'assegnazione gratuita di 1 azione ordinaria per ogni azione posseduta ed infine all'offerta in opzione, con sovraprezzo, di un'azione ordinaria e quattro azioni di risparmio non convertibili ogni cinque azioni possedute.

Anche la **PAF - Partecipazioni Finanziarie e Industriali**, che attraverso la società **Intermarine** ha acquisito di recente il controllo della Montedison, sottoporrà agli azionisti un'operazione di ricapitalizzazione: essa comporterà il raddoppio del capitale dagli attuali 25 a 50 miliardi di lire mediante l'emissione di 35 milioni di azioni ordinarie e 15 milioni di azioni di risparmio da nominali 500 lire.

Nell'ambito del **Gruppo Fiat** sono state preannunciate interessanti operazioni. Un aumento di capitale da 199 a 282,5 miliardi in forma mista verrà mandato a effetto dalla **Ifil - Finanziaria di Partecipazioni**: in linea gratuita verrà elevato da 2500 a 3000 lire il valore nominale delle azioni, le quali verranno successivamente frazionate nel rapporto di 3 ogni 1; verranno quindi emesse a pagamento azioni ordinarie e di ri-

sparmio con sovrapprezzo di 1000 lire.
La **SNIA BPD** sta per avviare un complesso piano di ricapitalizzazione: esso prevede un primo aumento del capitale sociale di 76 miliardi (da 393 a 469 miliardi) con emissione di azioni di risparmio non convertibili da nominali 1000 lire al prezzo di lire 2750 ciascuna. Seconda fase dell'operazione è l'aumento del capitale sociale di nominali 87,4 miliardi di lire mediante emissione di azioni ordinarie del valore nominale di 1000 lire ciascuna, godimento 1/1/86, con un sovrapprezzo di 3300 lire per azione, da liberarsi mediante conferimento, da parte della Fiat Finance Corporation Bv - Amsterdam, interamente posseduta da Internationale Holding Fiat - Lugano, della totalità delle azioni rappresentanti il capitale sociale della Bv Bioengineering International (Bei). La Bei controlla società che operano nel campo della bioingegneria, settore ad alta tecnologia con forte potenziale di crescita. Tra tali società figura la SORIN Biomedica, trattata diffusamente nelle pagine seguenti nell'ambito della rubrica dedicata alle matricole di Borsa.
Anche la **Caffaro**, società chimica del Gruppo SNIA, procederà ad un aumento di capitale: verranno emesse con sovrapprezzo 45,7 milioni di azioni di risparmio non convertibili da nominali 225 lire ciascuna.
Si segnala infine l'operazione approvata dall'assemblea della **Unicem** che prevede l'aumento del capitale sociale per un importo massimo di 17,5 miliardi mediante l'emissione di 8,75 milioni di azioni di risparmio da nominali 2000 lire caduna e comporterà per la società torinese un incasso di circa 105 miliardi.
Un consistente piano di ricapitalizzazione vede coinvolte alcune società del **gruppo facente capo a Carlo De Benedetti.** Dopo l'aumento di capitale della **Cofide**, holding del gruppo, sarà la **Cir** a proporre agli azionisti un'operazione che le consentirà di raccogliere 137 miliardi di lire. Si tratta di un aumento del capitale sociale di 27,4 miliardi di lire riservato ad azionisti ed obbligazionisti Cir, i quali potranno sottoscrivere **azioni ordinarie** della società ad un prezzo di 5000 lire cadauna, di cui 4000 a titolo di sovraprezzo.
La **Buitoni**, controllata dalla Cir aumenterà a sua volta il capitale incassando 44 miliardi di lire: l'operazione prevede l'emissione di 14,6 milioni di azioni, di cui 8,7 milioni ordinarie e 5,9 milioni di risparmio non convertibili. Entrambi i titoli verranno offerti in opzione ai soci in ragione di una nuova azione ogni otto ordinarie o di risparmio possedute. Anche il prezzo di offertà sarà identico per entrambi: 3000 lire, di cui 2000 di nominale e 1000 di sovraprezzo.
All'aumento della **Sasib**, mandato a effetto nel gennaio 1986, farà seguito la ricapitalizzazione della **Fochi**, matricola di Borsa del 1985, nella quale recentemente il Gruppo De Benedetti, attraverso la stessa Sasib, ha raddoppiato, dal 10 al 20%, la propria quota di partecipazione (il controllo della società rimane tuttavia alla famiglia Fochi, che detiene il 55% del capitale). Il capitale della Fochi salirà da 14 a 19,6 miliardi con l'emissione di 5,6 milioni di azioni ordinarie, riservate agli attuali azionisti in misura di 2 ogni 5 possedute, al prezzo unitario di 2700 lire.
Interessanti novità riguardano il **comparto tessile** ed in particolare i gruppi **Zucchi** e **Marzotto.** Il capitale Zucchi passerà da 14 a 21 miliardi di lire, nell'ambito di tale operazione, verrà perfezionato l'accordo con la Marzotto per la cessione della Bassetti alla Zucchi ed il contestuale ingresso della Marzotto nel capitale della Zucchi.
Dal canto suo, la Marzotto ha già mandato ad effetto, nel mese di marzo, un proprio aumento di capitale di 5 miliardi di lire ed uno di 7,1 miliardi per la controllata **Linificio e Canapificio Nazionale.**

Di particolare rilievo è il piano varato dall'**Eridania** (Gruppo Ferruzzi), la quale emetterà azioni per un valore complessivo di oltre 243 miliardi di lire.
L'operazione sul capitale Eridania avrà le seguenti modalità:
– le attuali azioni aventi valore nominale di L. 2000 saranno frazionate in azioni aventi valore nominale di L. 1000;
– avrà luogo un aumento gratuito del capitale da L. 82.632.000.000 a Lire 103.290.000.000 mediante assegnazione di 1 azione ordinaria gratuita ogni 4 azioni ordinarie possedute;
– avrà luogo un aumento a pagamento del capitale sociale da Lire 103.290.000.000 a L. 189.568.500.000 mediante emissione di n. 24.651.000 azioni ordinarie in ragione di una nuova azione ordinaria ogni 5 possedute e di n. 61.627.500 azioni di risparmio in ragione di una nuova azione di risparmio ogni 2 azioni ordinarie possedute dopo l'aumento gratuito.
Tra le altre operazioni sul capitale di prossima esecuzione ricordiamo le seguenti:
– la **RAS** procederà al frazionamento delle azioni esistenti (il nominale passerà da 5000 a 1000 lire) ed eleverà il capitale da 81,5 a 110 miliardi attraverso l'emissione di azioni di risparmio al prezzo di lire 4000 caduna;
– la **Saffa** ha varato un aumento di capitale da 33,1 a 40,6 miliardi che prevede l'emissione di azioni ordinarie e di risparmio non convertibili. Il prezzo prefissato è di 5500 lire per le prime e di 3500 per le seconde;
– la **Banca Nazionale dell'Agricoltura** darà corso ad un aumento di capitale in forma mista: da 81 a 85,5 miliardi gratuito e da 85,5 a 114 miliardi a pagamento (con sovraprezzo) mediante emissione di azioni di risparmio;
– la **Rinascente** eleverà il capitale da 51,9 a 58,9 miliardi mediante l'emissione di azioni di risparmio al prezzo unitario di 600 lire (di cui 550 a titolo di sovraprezzo).
Si segnalano infine prossimi aumenti di capitale per **Acqua Marcia** (aumento gratuito ed emissione di azioni con warrant per complessivi 33 miliardi), **Recordati** (14,3 miliardi in forma mista), **Manuli Cavi** (13,75 miliardi in forma mista con emissione di azioni di risparmio non convertibili), **Cogefar** (21,6 miliardi con emissione di azioni di risparmio), **Mondadori** (12,5 miliardi) ed inoltre **Tecnomasio, Aedes, Uce, Banca Cattolica del Veneto, Fiscambi.**

Aumento gratuito per il Banco Lariano

Un aumento del capitale sociale **da 150 a 250 miliardi** sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea degli azionisti del **Banco Lariano.** L'operazione, proposta dal Consiglio di Amministrazione che convocherà l'assemblea non appena completato l'iter autorizzativo e possibilmente in coincidenza con l'assemblea ordinaria, prevede un aumento da 150 a 187,5 miliardi mediante l'emissione di 50 milioni di azioni del valore nominale di 750 lire ciascuna, godimento 1/1/86, da assegnare **gratuitamente** agli azionisti in ragione di una nuova azione ogni 4 possedute.
Da 187,5 a 250 miliardi l'aumento avverrà mediante **incremento del valore nominale** unitario delle azioni vecchie e nuove da 750 a 1000 lire, con prelievo di 62,5 miliardi dalla Riserva da rivalutazione. Contestualmente verranno aumentate la Riserva ordinaria e la Riserva straordinaria per un importo di 10 miliardi di lire ciascuna. L'aumento di capitale avverrà senza alcuna richiesta di rimborso spese agli azionisti.

L'evoluzione del Gruppo Montedison

Premessa

Dopo un lungo periodo di risultati di bilancio negativi, il Gruppo Montedison appare oggi aver compiuto notevoli miglioramenti nell'economicità della gestione iniziando una fase di nuova espansione delle attività in Italia e all'estero. Tre fatti di rilievo caratterizzano il 1985 come un anno molto importante nella vita della Montedison: il ritorno all'utile dei bilanci della holding e del Gruppo; l'acquisizione e successiva incorporazione della BI-Invest da parte della Iniziativa ME.T.A. (sub-holding della Montedison nel settore terziario); la definizione di una nuova compagine azionaria di controllo, sempre di natura privata, dopo gli avvicendamenti che nel 1981 portarono alla sostituzione degli azionisti pubblici.
Questi fatti di rilievo hanno alimentato un rinnovato interesse degli investitori italiani e stranieri nei confronti della Montedison, che consente alla holding chimica di proseguire con maggiore speditezza nell'opera di rilancio del Gruppo.
In quanto segue, si propone una breve analisi della situazione del Gruppo Montedison, volta ad inquadrarne l'attuale struttura operativa e a definire i miglioramenti conseguiti nella gestione industriale e nella struttura finanziaria.

Struttura e attività del Gruppo Montedison

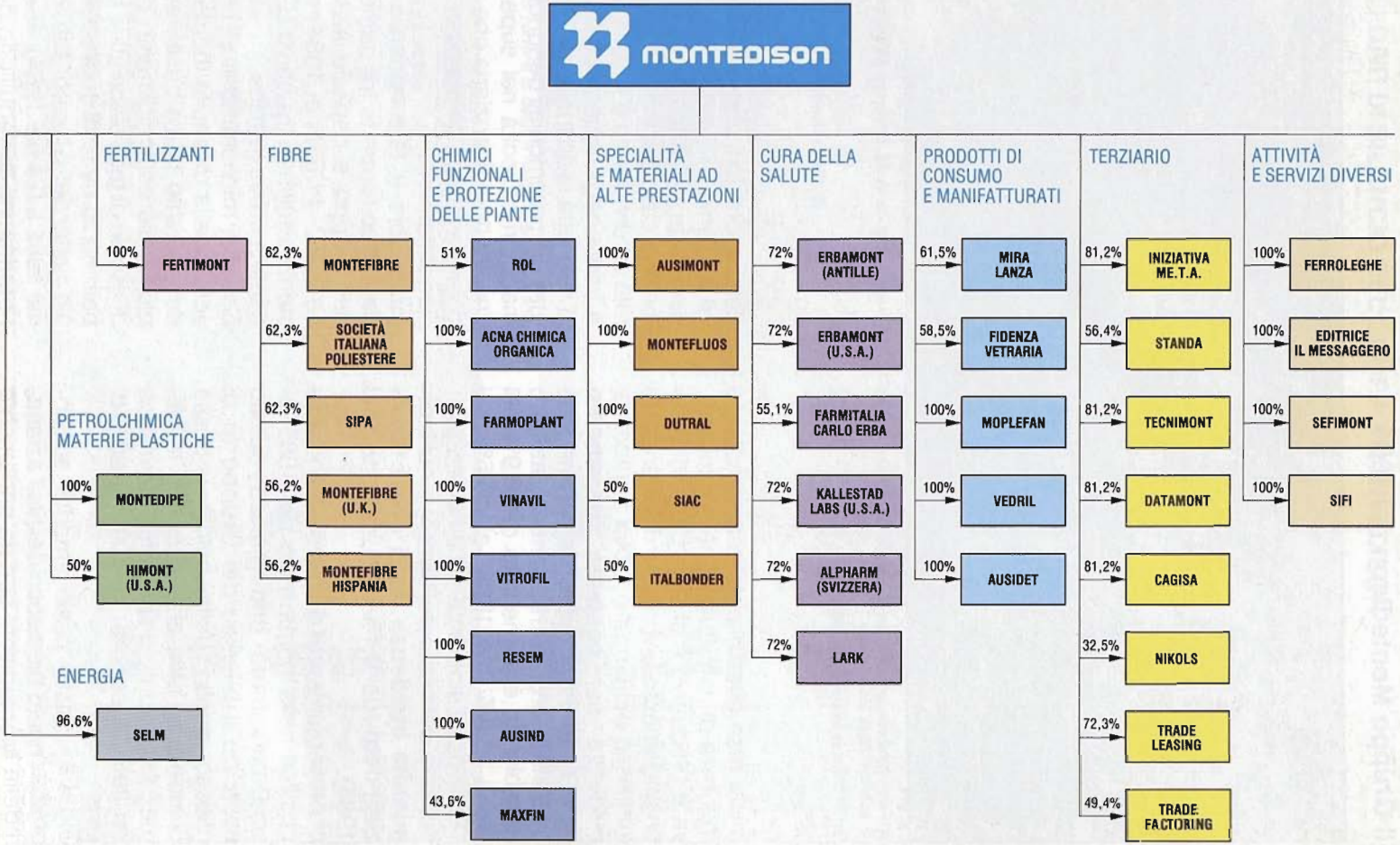
Attualmente la Montedison, la cui sede è a Milano, si configura come una holding a capo di numerose società che dal 1984 sono state raggruppate in nove aree gestionali: petrolchimica e materie plastiche, fertilizzanti, fibre, prodotti chimici funzionali e protezione delle piante, specialità e materiali ad alte prestazioni, cura della salute, energia, prodotti di consumo e manifatturati, terziario. La ripartizione delle società operative in nove aree di attività riflette l'opera intrapresa negli ultimi anni di selezione e diversificazione del portafoglio prodotti che, unitamente alla maggiore internazionalizzazione produttiva e commerciale, hanno costituito le linee guida del processo di ristrutturazione industriale del Gruppo. Oltre alle società ripartite per aree, nel Gruppo sono presenti altre Aziende che svolgono prevalentemente funzione di supporto e di servizi ai nove principali settori di attività.
Nell'*area petrolchimica e materie plastiche*, le società più importanti sono la **Montedipe**, che svolge la produzione di intermedi petrolchimici e di materie plastiche, e la **Himont** (50% Gruppo Montedison, 50% Hercules), il maggiore produttore mondiale nel campo del polipropilene con una quota di mercato attorno al 20%.
Nell'*area fertilizzanti*, il Gruppo Montedison è presente con la società **Fertimont** che detiene circa il 40% del mercato nazionale.
L'*area fibre* comprende aziende italiane ed estere specializzate nella produzione di fibre acriliche **(S.I.P.A. - Società Italiana Prodotti Acrilici, Montefibre Hispania, Montefibre UK)** e di poliestere **(Società Italiana Poliestere)**. Le società operative fanno capo alla **Montefibre**, che dal 1982 svolge funzioni di holding delle attività del settore. L'opera di ristrutturazione compiuta negli ultimi anni e la ripresa del mercato delle fibre hanno avuto positivi effetti anche sul bilancio della Montefibre (ritornato in utile nel 1984) per i cui titoli azionari è stata formulata recentemente domanda di riammissione alla quotazione ufficiale presso la Borsa Valori.

Nell'*area dei prodotti chimici funzionali e protezione delle piante* operano la **ROL** (lubrificanti e ausiliari chimici), l'**ACNA Chimica Organica** (intermedi organici), **Vinavil** (emulsioni per impieghi industriali e domestici), **Vitrofil** (fibre di vetro), **Resem** (metanolo e resine per impieghi industriali), **Farmoplant** (antiparassitari), **Ausind** (catalizzatori e prodotti chimici per l'industria) e **MaxFin**, joint venture con Chemfin (Gruppo Varasi) nel settore delle pitture e vernici.
L'*area specialità e materiali ad alte prestazioni*, in fase di potenziamento, include le attività chimiche del Gruppo con produzioni ad alto contenuto tecnologico, finalizzate ad impieghi industriali specializzati. La società capofila in questa area è **Ausimont Compo N.V.** (quotata all'American Stock Exchange), che nel 1985 ha acquisito il controllo della Compo Industries, e all'inizio del 1986 le attività chimiche della Allied Signal Corp.
Le partecipazioni del Gruppo Montedison nell'*area cura della salute* sono state fatte confluire nel 1983 nella **Erbamont N.V.**, cui fanno capo la **Farmitalia Carlo Erba**, l'**Erbamont Inc. USA**, la **Kallestad Labs** (USA), la **Alpharm** (Svizzera) e la **Lark** (Italia).
L'*area energia* è rappresentata dalla **SELM**, nella quale a fine 1984 sono state concentrate le attività svolte in campo energetico da altre aziende del Gruppo (Montedipe e Società Idrocarburi Canale di Sicilia, quest'ultima posta in liquidazione nei primi mesi del 1985). La SELM risulta pertanto dal 1985 strutturata in tre settori – elettrico, idrocarburi, prodotti petroliferi e aromatici – con un rilevante aumento del giro di affari rispetto al dato indicato nella tabella di pag. 42.
Nell'*area prodotti di consumo e manifatturati* sono raggruppate la **Mira Lanza** (acquisita nel 1984 dai gruppi INVEST e Saffa), che rappresenta la maggiore azienda italiana nel settore dei prodotti per la detergenza, l'**Ausidet**, che opera nello stesso settore, la **Fidenza Vetraria** e varie aziende che operano nel campo della trasformazione delle materie plastiche.
L'*area terziario*, già con un peso rilevante nell'ambito del Gruppo Montedison, è destinata ad assumere ancora più importanza in seguito alla acquisizione delle attività della ex BI-Invest.
Con funzioni di holding opera in questa area l'**Iniziativa ME.T.A.**, alla quale, dopo l'incorporazione della BI-Invest, fanno capo numerose partecipazioni in società assicurative **(Gruppo La Fondiaria)**, immobiliari **(Investimenti Immobiliari Italiani)**, della grande distribuzione **(Gruppo Standa)**, di ingegneria industriale e civile **(Technimont)** e di servizi finanziari.
Non comprese in specifiche aree fanno inoltre parte del Gruppo Montedison, come si è detto, altre società, tra le quali si ricordano **Ferroleghe, Editrice Il Messaggero, SE.FI.MONT, SIFI** e le società commerciali estere.
Con riferimento al 1984, nella tabella di pag. 42 vengono riportati i dati dei ricavi consolidati, degli investimenti e dei dipendenti, ripartiti per aree di attività secondo l'attuale struttura del Gruppo.

Valutazioni risultanti dai bilanci consolidati del Gruppo

Dall'analisi dei bilanci consolidati del Gruppo Montedison, riportati nella tabella di pag. 43, si possono cogliere i miglioramenti conseguiti nel processo di risanamento del Gruppo, che risultano ulteriormente confermati dai dati relativi al primo semestre 1985.
In particolare, dall'esame dei conti economici si può rilevare una **drastica riduzione delle perdite di esercizio**, diminuite da **859 miliardi nel 1982 fino a 83 miliardi nel 1984**.
Il ritorno a condizioni di equilibio econo-

PRINCIPALI PARTECIPAZIONI DEL GRUPPO MONTEDISON AL 31 DICEMBRE 1984



Il Gruppo Montedison nel 1984

AREA	Ricavi vendite		Investimenti	Dipendenti	
	miliardi di lire	in %	miliardi di lire	TOTALE	di cui in Cassa Integrazione Guadagni
Petrolchimica e materie plastiche	4.681	37,8	67	14.649	2.701
Fertilizzanti	773	6,3	25	3.668	237
Fibre	902	7,3	41	5.205	240
Chimici funzionali e protezione delle piante	793	6,4	27	4.712	647
Specialità e materiali ad alte prestazioni	447	3,6	41	3.104	8
Cura della salute	1.161	9,4	68	10.269	32
Energia (1)	190	1,5	129	1.065	—
Prodotti di consumo e manifatturati	872	7,0	37	5.791	98
Terziario	2.277	18,4	35	19.157	1.354
Attività e servizi diversi	286	2,3	21	3.595	218
TOTALE	12.382	100,0	491	71.215	5.535

(1) I dati comprendono i settori elettrico e idrocarburi; sono esclusi i dati riguardanti l'azienda raffineria e aromatici della Montedipe, confluita nella SELM a fine 1984.

Fonte: bilancio Montedison 1984.

mico, reso possibile da una complessa manovra di ristrutturazione organizzativa e produttiva e che ha beneficiato di un andamento favorevole dei mercati di interesse del Gruppo, trova particolare evidenza nel **costante incremento della redditività industriale** (il margine operativo lordo in rapporto al fatturato consolidato è aumentato dal 6,9% nel 1982, all'8% nel 1983, al 10,5% nel 1984, parallelamente ad un'analoga riduzione del costo del lavoro) e nella **diminuita incidenza degli oneri finanziari netti** (dal 9,1% nel 1982 al 6% nel 1984).

Il proseguimento di queste tendenze positive nella prima metà del 1985 lascia presumere che già da questo esercizio il bilancio del Gruppo (e di riflesso quello della holding) possa chiudersi in utile che, secondo le ultime previsioni disponibili, dovrebbe risultare superiore ai 100 miliardi di lire.

Ciò ha influito positivamente sull'apprezzamento borsistico dei titoli azionari della Montedison, con un andamento delle quotazioni che riflette le aspettative di ritorno alla redditività e alla remunerazione del capitale di rischio (l'ultimo esercizio per il quale è stato deliberato un dividendo è il 1974).

A fronte degli accentuati progressi nella capacità reddituale del Gruppo, le situazioni patrimoniali denunciano invece maggiori difficoltà nel superamento di una struttura finanziaria che appare ancora gravata da un peso eccessivo dell'indebitamento.

Indicazioni a tale riguardo emergono dal basso rapporto tra patrimonio netto del Gruppo e capitale investito (13% nel 1982, 11,5% nel 1984) e dal persistente squilibrio tra attivo disponibile e debiti a breve termine.

Graduali miglioramenti si possono rinvenire nella diminuita incidenza dell'indebitamento totale sulle vendite e nel più ampio coinvolgimento del capitale di rischio di terzi azionisti (il rapporto tra patrimonio netto di soci terzi e patrimonio netto del Gruppo aumenta da 0,2 nel 1982 a 0,4 nel 1984).

I programmi di riequilibrio della struttu-

PRINCIPALI DATI DI BILANCIO DEL GRUPPO MONTEDISON

(dati in miliardi di lire)

Stati patrimoniali consolidati (al 31 dicembre)	1982	1983	1984
ATTIVO			
Immobilizzazioni tecniche nette e concessioni per le coltivazioni di idrocarburi	5.430	5.214	5.472
Avviamento	97	127	100
Oneri da ammortizzare e altri beni immateriali	298	333	303
Partecipazioni	77	501	621
Altre immobilizzazioni finanziarie	45	88	92
Attivo immobilizzato netto (1)	**5.947**	**6.263**	**6.588**
Disponibilità finanziarie	277	246	323
Titoli negoziabili e crediti finanziari a breve termine	398	486	635
Crediti commerciali	1.564	1.626	1.817
Magazzino	1.541	1.452	1.708
Altre attività correnti	556	622	735
Attivo disponibile (2)	**4.336**	**4.432**	**5.218**
Totale capitale investito (1+2)	**10.283**	**10.695**	**11.806**
PASSIVO			
Capitale sociale	996	996	996
Riserve	1.201	548	441
Perdita del Gruppo	– 859	– 322	– 83
Patrimonio netto del Gruppo (3)	**1.388**	**1.222**	**1.354**
Patrimonio netto di terzi azionisti (4)	**221**	**354**	**514**
Obbligazioni	245	533	604
Mutui con garanzia reale	1.321	1.081	1.213
Altri debiti finanziari a medio-lungo termine	345	419	733
Fondo trattamento fine rapporto	820	802	881
Contributi per investimenti industriali	13	19	—
Debiti a medio e lungo termine (5)	**2.744**	**2.854**	**3.431**
Debiti finanziari a breve termine (*)	2.655	2.719	2.656
Debiti commerciali	1.937	2.146	2.529
Fondo imposte	65	112	147
Altre passività correnti	1.323	1.288	1.175
Debiti a breve termine (6)	**5.980**	**6.265**	**6.507**
Totale fonti finanziarie (3+4+5+6)	**10.283**	**10.695**	**11.806**

(*) Incluse le quote correnti di debiti a medio e lungo termine.

Conti economici consolidati	1982	1983	1984
Ricavi netti di esercizio	**9.019**	**10.660**	**12.382**
± Variazione delle rimanenze	+ 8	– 44	+ 268
– Acquisti e prestazioni	6.907	8.086	9.662
– Altri costi di gestione	118	168	165
+ Costi capitalizzati	447	458	532
= **Valore aggiunto**	**2.479**	**2.820**	**3.355**
– Costo del lavoro	1.859	1.967	2.051
= **Margine operativo lordo**	**620**	**853**	**1.304**
– Ammortamenti	448	510	539
= **Margine operativo netto**	**172**	**343**	**765**
– Oneri finanziari (1)	965	1.009	1.018
+ Proventi finanziari	140	294	277
= **Risultato corrente**	**– 653**	**– 372**	**+ 24**
+ Saldo proventi e oneri diversi	42	172	12
= **Risultato prima delle imposte**	**– 611**	**– 200**	**36**
– Imposte	106	115	62
= **Risultato rettificato**	**– 717**	**– 315**	**– 26**
± Poste straordinarie	– 143	–	+ 31
± Perdita o utile di competenza di terzi azionisti	+ 1	– 7	– 88
= **Risultato netto**	**– 859**	**– 322**	**– 83**

(1) Al netto degli oneri finanziari capitalizzati.

ra finanziaria prevedono principalmente una diversa composizione dell'indebitamento – con un maggiore ricorso a prestiti a medio e lungo termine – e una ricapitalizzazione del Gruppo, in parte già attuata con l'aumento del capitale sociale della Montedison da 996,2 a 1110 miliardi effettuato nel giugno 1985. Ultimamente (gennaio 1986) è stato deciso un nuovo aumento del capitale sociale della capogruppo, con le modalità che di seguito vengono indicate.

Composizione dell'azionariato e aumento del capitale sociale

Al capitale sociale della Montedison partecipano oltre 100 mila azionisti, tra cui figurano investitori istituzionali italiani e stranieri.
Attualmente, dopo il disimpegno della finanziaria Gemina, il maggiore azionista della Montedison è la società **Intermarine** del gruppo Varasi, con una quota del 10%. La Intermarine, che fa capo alla **Partecipazioni Finanziarie** (società iscritta nei listini azionari delle Borse Valori di Milano e Roma), guida un sindacato di controllo cui partecipano Interedec, Mediobanca, La Fondiaria, SAI-Grassetto, Inghirami, Ferruzzi, Italcementi, Maltauro, Assicurazioni Generali e RAS.
Il sindacato di controllo detiene complessivamente il 27,85% del capitale della Montedison.
L'ultima operazione sul capitale deliberata dal Consiglio di Amministrazione della Montedison prevede un notevole incremento dei mezzi propri, con un **aumento a pagamento del capitale della società da 1.110 miliardi a 1.661 miliardi di lire**. L'importo di 551 miliardi di lire verrà reperito attraverso l'emissione di 551 milioni di azioni del valore nominale di lire mille, che verranno offerte in sottoscrizione alla pari (cioè senza sovrapprezzo) ai soci ed ai portatori delle obbligazioni convertibili.
Le azioni di nuova emissione saranno di due tipi: ordinarie, per un importo globale di 150,3 miliardi di lire; di risparmio, per un equivalente di 400,7 miliardi di lire.
A operazione ultimata (che si prevede abbia esecuzione entro la prima metà del 1986), il capitale sociale della Montedison, di 1.661 miliardi, risulterà composto per il 75,9% da azioni ordinarie e per il 24,1% da azioni di risparmio.
Potrà quindi ritenersi concluso il processo di risanamento del Gruppo, in virtù del sensibile miglioramento di cui andrà a beneficiare la struttura finanziaria.

Nota di sintesi

Da quanto esposto in precedenza si possono trarre indicazioni positive riguardo all'evoluzione del gruppo Montedison, che appare avviato verso una nuova fase di sviluppo contrassegnata da una presenza ridotta e selezionata nel settore della chimica di base, da un rafforzamento – anche internazionale – nel settore della chimica fine e secondaria, e da una espansione nelle attività del terziario.
I risultati conseguiti negli ultimi anni – culminati nel ritorno alla redditività del Gruppo nel 1985 – confermano la validità della strategia di risanamento e sviluppo che, peraltro, per essere realizzata compiutamente, richiede una minore dipendenza dal capitale di credito.
La decisione di procedere a una massiccia ricapitalizzazione della Montedison intende far fronte a questa esigenza, ricorrendo in ampia misura al mercato dei capitali sulla base di una proposta che, ad una valutazione complessiva, sembra suscettibile di essere accolta favorevolmente.

Le matricole di Borsa

Il bilancio dell'ultimo anno borsistico, indubbiamente positivo sia in termini di rivalutazione dei corsi azionari che di incremento del volume di affari, trova una delle proprie motivazioni nella graduale concretizzazione di quel processo di rinnovamento e ampliamento dei listini di Borsa pressoché unanimemente individuato dagli operatori finanziari quale presupposto indispensabile per uno sviluppo corretto ed equilibrato del mercato azionario nel nostro Paese.
Nel corso del 1985 infatti, ben **12 nuove società** sono state ammesse alla quotazione ufficiale mentre numerose altre, già trattate in Borsa, hanno diversificato la propria presenza nel listino con l'introduzione di nuove categorie di azioni (principalmente azioni di risparmio) emesse nella maggior parte dei casi attraverso operazioni di aumento di capitale.
La dimensione raggiunta dal mercato azionario nazionale – le società quotate in Borsa sono attualmente circa 170 – appare tuttavia ancora insufficiente se messa a confronto con quella delle nazioni europee finanziariamente più evolute.
Il proseguimento del positivo trend borsistico nei primi mesi del 1986, determinato in particolare dalle anticipazioni emerse sui risultati di rilievo conseguiti dalle imprese nell'esercizio 1985 e dalle attese di profitti crescenti per quanto riguarda l'attività futura, rappresenta indubbiamente lo scenario ideale per l'ulteriore "arricchimento" dei listini delle borse italiane.
Per quanto concerne questo aspetto, il nuovo anno borsistico si è aperto sotto i migliori auspici, con l'esordio della **SORIN Biomedica** (cui è dedicato, in questo numero, il consueto "profilo"); ad essa ha fatto seguito la **Faema**, azienda del Gruppo Gamboni produttrice di macchine per caffè, macchine per la ristorazione in generale e distributori automatici di bevande.
Come già era avvenuto nello scorso mese di dicembre per la società torinese Berto-Lamet, le azioni della Faema (in numero di 3.000.000, pari al 30% del capitale) sono state collocate al pubblico con il metodo dell'asta marginale. Al prezzo massimo consentito dal regolamento dell'asta, cioè 3.000 lire per azione, le richieste sono risultate globalmente superiori al quantitativo offerto, motivo per cui si è reso necessario il riparto. Il primo giorno di quotazione (17/2/86) la Faema è stata scambiata a 3.490 lire.
Di rilievo è inoltre, in questo scorcio di apertura dell'anno borsistico, la riammissione alla quotazione presso la Borsa Valori di Milano, dopo 11 anni di sospensione, della **SEM - Finanziaria di Partecipazioni** (ex Esercizio Molini), che opera soprattutto nel settore immobiliare, quotata alla Borsa di Genova e passata di recente sotto il controllo della I.F.P. S.p.A. (famiglia Canavesio).
La "lista d'attesa" per entrare in Borsa si sta nel frattempo allungando, lasciando prevedere nei prossimi mesi l'ammissione alla quotazione di nuove "matricole". Oltre a Banca Nazionale del Lavoro, Banca Toscana (controllata dal Monte dei Paschi), Teknecomp (gruppo Olivetti), Sondel (gruppo Falck), tra le società più prossime alla quotazione ricordiamo:

– l'**Editoriale S.p.A.**, holding del gruppo editoriale che fa capo alla famiglia dell'ex petroliere Attilio Monti e che controlla, tra l'altro, i quotidiani Il Resto del Carlino di Bologna, la Nazione di Firenze e Il Piccolo di Trieste; la società ha già provveduto al collocamento di proprie azioni sul mercato;

– la **SIM - Società Italiana Manufatti** di Sassuolo (MO), azienda di abbigliamento le cui azioni sono state collocate tra il pubblico ad un prezzo prefissato (3.450 per azione), superiore alla stima peritale del Comitato Direttivo degli agenti di Cambio (3.000 lire), fatto insolito nella "storia" delle matricole di Borsa degli ultimi anni.

Profilo della SORIN Biomedica

Il successo tributato dal mercato alla matricola di Borsa **SORIN Biomedica** – la quotazione delle azioni della società si è incrementata di oltre il 135% in 5 mesi rispetto al prezzo di collocamento al pubblico – assume un significato particolare che va ben oltre il fenomeno generalizzato dell'interesse dimostrato dagli investitori per le nuove società ammesse alla quotazione di Borsa.
L'elemento caratterizzante di questa azienda è rappresentato infatti dallo stesso settore in cui essa opera, quello delle tecnologie biomediche, un "business" che si sta intensificando a livello mondiale e le cui potenzialità di sviluppo appaiono enormi in relazione alle notevoli implicazioni sia di carattere sociale che economico connesse a tale attività.
Se da un lato la ricerca biomedica contribuisce ad assicurare all'individuo un'assistenza sanitaria sempre più rapida ed efficace, dall'altro appare in grado di influire positivamente, nei singoli Paesi, sul contenimento delle spese pubbliche nel settore sanitario, favorendo l'efficienza dei sistemi ospedalieri.
Le tecnologie biomediche, che comprendono essenzialmente le strumentazioni di laboratorio ed i prodotti diagnostici e riabilitativi (protesi passive e organi artificiali), si stanno sviluppando anche in Italia, dove il mercato nazionale dal 1980 al 1984 è cresciuto da circa 900 ad oltre 1400 miliardi di lire, mentre la produzione nazionale, nello stesso periodo, è passata da 200 a 450 miliardi.
Per dare ulteriore impulso al settore è stato recentemente disposto il **Programma Nazionale di Ricerca per la Tecnologia Biomedica**, dotato di fondi per **29 miliardi** di lire, finalizzato alla completa e coordinata attivazione di tutti i meccanismi di promozione della innovazione tecnologica in campo biomedico.

Attività della società

La SORIN Biomedica S.p.A., appartenente al **Gruppo Fiat**, fu costituita nel 1975 dalla SORIN-Società Ricerche Impianti Nucleari, società di ricerche fondata nel 1956 dai Gruppi Fiat e Montecatini, per affrontare problemi legati allo sviluppo di tecnologie nucleari. In quella occasione furono apportate alla SORIN Biomedica le tecnologie dei materiali, dell'elettronica, della radiochimica applicata per la successiva conversione allo sviluppo ed alla produzione industriale nel settore biomedico.
L'attività produttiva della SORIN Biomedica, i cui laboratori di ricerca e produzione hanno sede a Saluggia (VC), si articola attualmente in due divisioni operative, Biochimica e Organi Artificiali, ciascuna delle quali si divide a sua volta in settori specializzati.
La **Divisione Biochimica** produce reattivi e kits immunodiagnostici per analisi in vitro e radiofarmaci per analisi in vivo.
La **Divisione Organi Artificiali** produce apparecchiature per la stimolazione

cardiaca (pacemakers, elettrodi, programmatori); valvole cardiache artificiali; dializzatori e apparecchi per emodialisi (rene artificiale) ed emoperfusione.
Il fatturato globale dell'esercizio 1984 è ammontato a 105,6 miliardi di lire, con un incremento del 17% nei confronti del 1983. Le vendite all'esportazione sono state pari a 28,9 miliardi e rappresentano il 27% del totale.
Il fatturato pro-capite, calcolato sugli organici medi dell'anno, è stato di 150 milioni contro i 137 milioni dell'anno precedente (i dipendenti della Società al 31/12/84 erano 733).
La ripartizione del fatturato per linee di prodotto è stata la seguente:

	Italia	Estero	Totale	%
Biochimica	33.084	11.307	44.391	42
Organi artificiali	43.093	17.113	60.206	57
Diversi	493	420	1.013	1
Totale	76.670	28.940	105.610	100
Ripartizione %	72,6	27,4	100	

(dati in milioni di lire)

Il settore specializzato in cui la SORIN Biomedica detiene la maggiore quota di mercato è quello delle **valvole cardiache meccaniche** (25% in Europa, 75% in Italia) delle quali è l'unico produttore europeo.
Il campo in cui opera la società richiede un continuo processo innovativo. La SORIN ha recentemente presentato una nuova linea di **prodotti immunodiagnostici in grado di evidenziare la presenza di tumori**. La produzione di questi farmaci è pronta a partire su scala industriale con l'obiettivo di coprire il mercato europeo. Sono stati inoltre avviati, tra gli altri, progetti destinati alla realizzazione di nuovi tipi di **filtri per emodialisi** e nuovi modelli di **pacemakers programmabili**.
Gli investimenti in Ricerca e Sviluppo previsti per il biennio 1985-86 ammontano a 14,35 miliardi di lire; cifra pressoché equivalente è stata invece stanziata per acquisizioni di impianti e macchinari ad alto contenuto tecnologico.
La SORIN Biomedica opera in 22 Paesi attraverso una rete commerciale articolata e specializzata per linea di prodotto. L'organizzazione di vendita è costituita sia da reti dirette di specialisti delle linee di prodotto appartenenti a società controllate, sia da distributori.
Le società controllate (al 100%) che svolgono attività unicamente commerciali sono:
SORIN France S.A. - Parigi (Francia)
SORIN Espana S.A. - Barcellona (Spagna)
Deutsche SORIN Biomedica Vertrieb Gmbh - Hamburg (Germania)
SORIN S.A. - Lugano (Svizzera)
È prevista la costituzione di società analoghe in altri Paesi quali Benelux e Inghilterra.
La SORIN possiede inoltre una partecipazione del 7% nella Tecnobiomedica S.p.A., con sede in Pomezia (Roma), che coordina i programmi di ricerca per lo sviluppo di prodotti e tecnologie afferenti al settore biomedico, ed una partecipazione dello 0,64% nella Officine Ortopediche Rizzoli S.p.A. di Bologna, che gestisce officine ortopediche, centri di riabilitazione funzionale e centri di addestramento professionale per operatori sanitari.

Situazione economico-finanziaria

Il capitale sociale della SORIN Biomedica ammonta a 28 miliardi di lire, suddiviso in 28 milioni di azioni ordinarie da nominali lire 1000 ciascuna.
Unico azionista della società, fino al settembre scorso era la B.V. BIOENGINEERING INTERNATIONAL con sede ad Amsterdam, controllata indirettamente al 100% dalla FIAT S.p.A. per il tramite di I.H.F. - Lugano.
Nel mese di settembre la B.V. BIO-

ENGINEERING INTERNATIONAL ha collocato sul mercato, al prezzo di lire 7250 caduna, n. 7.000.000 azioni ordinarie della SORIN, pari al 25% del capitale, creando così il flottante necessario per la sua ammissione alla quotazione in Borsa.
L'esordio borsistico delle azioni SORIN Biomedica – presso le Borse Valori di Genova, Milano, Roma e Torino – risale al 17 dicembre 1985 (quotazione di 13.930 lire); a fine febbraio 1986 esse venivano scambiate a circa 17.000 lire.
Una così rilevante performance riflette evidentemente le attese del mercato per lo sviluppo futuro della Società: si pensi che l'attuale capitalizzazione di Borsa della SORIN (circa 445 miliardi di lire) risulta di ben 14 volte superiore al suo patrimonio netto, pari a 33,2 miliardi di lire, tenendo conto dell'aumento di capitale mandato ad effetto nella prima parte dell'85.
A fine 1984 lo stato patrimoniale evidenziava 18 miliardi di immobilizzazioni nette e 94 miliardi di attività correnti. Tale cifra risultava "finanziata" da 31 miliardi di mezzi propri ed 81 miliardi di debiti.
L'evidente "peso" dell'indebitamento, riferibile al ritardo con cui le Unità Sanitarie Locali (tra le maggiori clienti della Società) pagano le forniture ricevute, spiega l'entità degli oneri finanziari sopportati, 14 miliardi di lire nel 1984. Si osserva peraltro, a fine '84, una riduzione dell'indebitamento di 7.627 milioni di lire rispetto all'anno precedente, nonostante l'incremento di fatturato ed i notevoli investimenti effettuati nell'esercizio.
La Società, operando ormai come azienda tecnologicamente leader, è comunque in grado di imporre prezzi remunerativi: nonostante la pesantezza degli oneri finanziari, il bilancio dell'esercizio 1984 della SORIN Biomedica chiude infatti con un **utile netto di L. 10.475 milioni**, dopo aver effettuato accantonamenti per imposte per 5.150 milioni e dopo aver conteggiato ammortamenti per 3.564 milioni, compresi 1.031 milioni per ammortamenti anticipati.
L'ultimo dividendo distribuito dalla Società è stato di 490 lire per ciascuna delle n. 12.000.000 azioni che nel 1984 ne costituivano il capitale sociale; sulla base azionaria attuale esso corrisponderebbe a circa 210 lire per azione. La quota degli utili destinata alla remunerazione del capitale è stata del 56%.
Il rapporto tra il prezzo dell'azione (febbraio 1986) e gli utili per azione (esercizio 1984) risulta pari a 45 e si ridurrebbe a 31 ipotizzando nell'esercizio '85, per il quale è prevista la redazione del Bilancio consolidato di Gruppo, un incremento dell'utile sull'anno precedente pari a quello registrato nell'84 (+ 45%). Il valore del rapporto appare comunque piuttosto elevato e conferma pertanto la fiducia degli investitori sulla potenzialità di crescita della società per quanto concerne il profilo reddituale.
Il mercato delle tecnologie biomediche è infatti previsto in espansione nei prossimi anni (+ 5-6%) malgrado la crescente pressione di contenimento della spesa sanitaria attuata in tutti i Paesi occidentali, che tuttavia dovrebbe interessare marginalmente il tipo di produzione proprio della SORIN.
Su queste premesse, e su un progetto di forte sviluppo delle strutture commerciali all'estero, la Società ha formulato un piano che prevede un incremento annuo dei ricavi del 20% nel periodo 1985-1987.
In termini di mercato, tale piano corrisponde al raggiungimento in Europa (esclusa Italia) di una quota aggregata di mercato dell'8-9% con il mantenimento delle posizioni in Italia. Il concretizzarsi di tale obiettivo farebbe della SORIN la più consolidata azienda europea nello specifico settore in cui opera.

Stato patrimoniale al 31/12/1984

ATTIVO	(L./mil)	PASSIVO	(L./mil)
Immobilizzazioni tecniche nette	8.408	Capitale sociale	12.000
Immobilizzazioni immateriali	2.959	Riserve nette	8.074
Immobilizzazioni finanziarie	6.378	Risultato di bilancio	10.475
Partecipazioni	135	Patrimonio netto	30.894
		Fondo plusvalenze da reinvestire	169
		Fondo trattamento fine rapporto	6.156
		Debiti a medio/lungo termine	14.109
Attività immobilizzate	**17.880**	**Capitali permanenti**	**51.128**
Magazzino	19.339	Fondo imposte	1.273
Crediti commerciali netti	64.708	Debiti commerciali	23.380
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine	7.527	Debiti finanziari a breve termine	23.808
Altre attività a breve termine	2.626	Altre passività a breve termine	12.491
Attività correnti	**94.200**	**Passività correnti**	**60.952**
Attivo netto	**112.080**	**Passivo netto**	**112.080**

Conto economico

	1983	1984
Fatturato	**90.311**	**105.610**
+ Altri proventi di gestione	1.710	1.001
– Costo del venduto	33.429	38.567
– Prestazioni di servizi	14.584	17.883
= VALORE AGGIUNTO	**44.008**	**50.161**
– Costo del lavoro	18.371	21.828
= MARGINE OPERATIVO LORDO	**25.637**	**28.333**
– Ammortamenti e accantonamenti	6.642	6.706
= MARGINE OPERATIVO NETTO	**18.995**	**21.627**
+ Proventi finanziari	4.919	8.201
– Oneri finanziari	11.473	13.760
= UTILE CORRENTE	**12.441**	**16.068**
+ Proventi straordinari	306	695
– Oneri straordinari	736	1.138
= RISULTATO DI ESERCIZIO PRIMA DELLE IMPOSTE	**12.011**	**15.625**
– Imposte	4.830	5.150
= RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	**7.181**	**10.475**

6 Appunti

Come si calcola il rendimento di CCT, BTP e zero coupon-bonds

Prosegue, in questo numero di San Paolo Notizie, la pubblicazione di una serie di articoli volti ad illustrare le metodologie da utilizzare per una corretta valutazione reddituale dei principali prodotti finanziari. Nel numero precedente è stato esaminato il calcolo del rendimento dei titoli azionari; nella presente rubrica vengono illustrate le procedure relative ai Certificati di credito del Tesoro, ai Buoni del Tesoro poliennali e agli zero coupon-bonds.

La determinazione della redditività dei Certificati di credito del Tesoro (CCT)

I **Certificati di credito del Tesoro** sono titoli emessi dallo Stato, caratterizzati da scadenze a medio-lungo termine e dalla presenza di forme diverse di indicizzazione che possono riguardare gli interessi periodicamente corrisposti o il valore di rimborso dei titoli alla scadenza. Il trattamento fiscale previsto è analogo a quello degli altri titoli del debito pubblico e comporta l'esenzione degli interessi corrisposti da ogni imposta presente e futura.

Attualmente in circolazione esistono tre distinte tipologie di Certificati di credito del Tesoro:

- i Certificati di credito del Tesoro con interessi indicizzati al rendimento dei Buoni Ordinari del Tesoro (comunemente conosciuti come CCT);
- i Certificati del Tesoro in Euroscudi (CTE);
- i Certificati del Tesoro a indicizzazione reale (CTR).

I quotidiani e le pubblicazioni economico-finanziarie riportano periodicamente i prezzi di mercato ed i rendimenti dei titoli sopra menzionati.
Per quanto riguarda i Certificati del Tesoro a indicizzazione reale, la cui unica emissione risale al 1/8/1983, viene presentato soltanto il prezzo espresso giornalmente dal mercato. Per tale emissione infatti il rendimento è stato fissato nel 2,5% annuo, da calcolarsi sul capitale che viene rivalutato annualmente in base al 100% della variazione dell'indice dei prezzi impliciti del prodotto interno lordo comunicata dall'ISTAT. Tale rivalutazione è stata del 12,90% per il primo anno e del 10,90% per il secondo.
I rendimenti riportati per i Certificati di credito del Tesoro e per i Certificati di credito in Euroscudi fanno riferimento a due distinti concetti di redditività: la redditività immediata e la redditività effettiva.
Il **rendimento immediato** dei Certificati di credito del Tesoro è determinato dal rapporto fra la cedola nominale e il prezzo, quest'ultimo espresso dal "corso secco" del titolo, cioè dal valore del Certificato alla data di riferimento con esclusione degli interessi maturati dall'ultima data di scadenza delle cedole.
Si consideri, ad esempio, il caso in cui un risparmiatore intenda valutare, in data 3/1/86, il rendimento immediato ottenibile da un investimento in CCT indicizzati 1/8/83-1/8/88:

- prezzo d'acquisto ("corso secco") al 3/1/86 (per semplicità espositiva non vengono considerate, in questo e negli esempi successivi, le commissioni di acquisto): 102,10
- data di scadenza delle cedole: 1/2-1/8
- importo della cedola semestale in corso: 7,85

rendimento immediato semestrale:

$$\frac{\text{importo cedola nominale}}{\text{prezzo del titolo espresso a "corso secco"}} \times 100 = \frac{7{,}85}{102{,}10} \times 100 = 7{,}69$$

Il rendimento immediato percentuale, su base semestrale, di un investimento in CCT 1/8/83-1/8/88, valutato in base al corso del 3/1/86 (pari a 102,10), risulta pertanto del 7,69%. Per quanto riguarda il rendimento immediato espresso su base annua, nel caso di titoli con cedola semestrale si ipotizza che tale cedola possa essere reinvestita per il periodo successivo alle condizioni precedentemente applicate. Il calcolo viene effettuato nel seguente modo:

$$\left(1 + \frac{\text{rendimento semestrale}}{100}\right)^2 - 1 =$$

$$= \left(1 + \frac{7{,}69}{100}\right)^2 - 1 = 0{,}1597$$

si ottiene così un rendimento immediato percentuale su base annua pari al 15,97%.

Il rendimento effettivo dei Certificati di credito del Tesoro tiene conto invece, per quanto riguarda gli incassi, delle cedole future attualizzate (cioè riportate al loro ipotetico valore iniziale mediante la formula dello sconto razionale), nonché del rimborso del valore nominale del titolo a scadenza, anch'esso attualizzato.

Per quanto riguarda gli esborsi, la base per il calcolo non è più rappresentata dal "corso secco" del titolo, bensì dal corso "tel quel", comprensivo cioè del rateo d'interesse maturato dall'ultima data di scadenza della cedola al giorno di riferimento.

Per determinare la redditività effettiva occorre procedere alla ricerca del **"tasso interno di rendimento"**. L'utilizzo di questo metodo consente di eliminare lo sfasamento temporale esistente tra flussi finanziari avvenuti in periodi diversi, quali l'esborso iniziale connesso all'acquisto dei titoli, l'incasso delle varie cedole e il rimborso del valore nominale del titolo a scadenza.

La metodologia di calcolo del tasso interno di rendimento è stata approfonditamente illustrata nel numero 7 di San Paolo Notizie (Rubrica Appunti: "Come si calcola il rendimento dei titoli azionari"), a cui facciamo rimando.

La formula utilizzata è la seguente:

$$P_o = \sum_{t=1}^{n} F_t \cdot (1 + i)^{-t} \qquad (1)$$

dove P_o è l'esborso iniziale (corso "tel quel") per l'acquisto dei CCT, F_1, F_2, F_3, F_n i flussi connessi all'incasso delle cedole (avvenuti ai tempi 1, 2, 3, n) e al rimborso del valore nominale dei titoli a scadenza, i il tasso interno di rendimento ricercato. Il calcolo viene effettuato abbastanza agevolmente con il metodo iterativo, cioè con approssimazioni successive, sino a giungere ad un valore di i tale da consentire l'uguaglianza tra il controvalore d'acquisto dei CCT (P_o) e il valore attuale degli incassi futuri.

Riprendendo l'esempio precedentemente illustrato, determiniamo la redditività effettiva di un investimento in CCT 1/8/83-1/8/88, effettuato in data 3/1/86:

Calcolo del corso "tel quel": il rateo di interesse dal 1/8/85 al 3/1/86 si ottiene con la seguente proporzione:

7,85 : 180 = x : 153

rateo di interesse maturato (x) = 6,6725.

Poiché il corso "tel quel" è dato dal corso secco del titolo più il rateo d'interesse maturato, avremo:

102,10 + 6,6725 = 108,7725 (corso "tel quel")

Calcolo del rendimento effettivo: sostituendo nella (1) i corrispondenti valori dell'esempio avremo:

$$108{,}7725 = \frac{7{,}85}{(1+i)^{0.075}} + \frac{7{,}85}{(1+i)^{0.575}} + \frac{7{,}85}{(1+i)^{1.075}} +$$

$$+ \frac{7{,}85}{(1+i)^{1.575}} + \frac{7{,}85}{(1+i)^{2.075}} + \frac{7{,}85}{(1+i)^{2.575}} + \frac{100}{(1+i)^{2.575}}$$

da cui si ottiene i = 0,1520, corrispondente ad un rendimento effettivo annuo dei CCT in esame del 15,20 per cento.

In ogni numero di San Paolo Notizie vengono pubblicati, nella rubrica "Titoli di Stato ed obbligazioni", i rendimenti annui all'emissione dei CCT collocati negli ultimi mesi.
Il procedimento seguito per il calcolo è quello prima illustrato per la ricerca del rendimento effettivo, ipotizzando per l'intera durata dei titoli che il valore delle cedole future resti costante e pari a quello iniziale.
Anche per la valutazione del rendimento effettivo dei **Certificati del Tesoro in Euroscudi** si fa comunemente ricorso al metodo del "tasso interno di rendimento".
Occorre però tener conto di alcune caratteristiche peculiari dei titoli in esame. I CTE infatti sono titoli obbligazionari denominati nella valuta europea e corrispondono un tasso di interesse fisso, calcolato sul valore nominale del titolo espresso in ECU.
Il rendimento effettivo in lire ottenibile da un investimento in CTE dipende pertanto da due fattori:

- il tasso di interesse facciale del titolo (ad esempio pari all'8,75% nelle emissioni effettuate dal Tesoro alla fine di novembre 1985 e nel corso del mese di febbraio 1986);
- l'eventuale deprezzamento della lira nei confronti dell'ECU ossia la variazione tra il tasso di cambio lira/ECU utilizzato per il pagamento delle cedole e il rimborso del capitale e il tasso di cambio determinato al momento dell'acquisto dei titoli.

Questa seconda componente fa sì che, in ipotesi di progressivo deprezzamento della lira nei confronti dell'ECU, il controvalore in lire dei flussi finanziari connessi al titolo (cedole e rimborso del capitale) espresso nella moneta europea aumenti proporzionalmente rendendo di fatto maggiore il rendimento effettivo dell'investimento. Dettagliati esempi sono stati presentati nel numero 3 di San Paolo Notizie (pagg. 34-37) a cui facciamo rimando.

La determinazione della redditività dei Buoni del Tesoro poliennali (BTP)

Relativamente all'aspetto reddituale, i **Buoni del Tesoro poliennali (BTP)** sono caratterizzati da un interesse predeterminato in misura fissa, corrisposto semestralmente in via posticipata mediante lo stacco di cedole. Come per i CCT, il rendimento di questi titoli è la risultante del tasso di interesse e del prezzo di emissione, che può essere alla pari (cioè uguale al valore nominale) o sotto la pari (cioè inferiore al valore nominale).
Poiché gli interessi sui BTP vengono corrisposti in misura fissa, la redditività effettiva di questi titoli viene a coincidere con la redditività calcolata ex ante, contrariamente a quanto avviene per i CCT che, essendo caratterizzati da forme diverse di indicizzazione, richiedono, per il calcolo ex ante dei rendimenti, la formulazione di precise ipotesi riguardanti l'ammontare delle cedole future.
Si consideri, ad esempio, il rendimento all'emissione dei BTP offerti in sottoscrizione dal Tesoro dal 3 al 7 febbraio 1986, con durata differenziata a 2, 3 e 4 anni, aventi le seguenti caratteristiche:

– prezzo di emissione:	98,75
– valore nominale:	100
– data di scadenza delle cedole:	1/2-1/8
– tasso di interesse nominale annuo:	12,50%

Il rendimento effettivo annuo per l'investitore (nell'ipotesi di reinvestimento degli interessi percepiti semestralmente alle medesime condizioni) si ottiene applicando la formula usata per la ricerca del tasso interno di rendimento. Sostituendo nella (1) i corrispondenti valori, avremo, per i BTP a due anni (2/86-2/88):

$$98{,}75 = \frac{6{,}25}{(1+i)^{0{,}5}} + \frac{6{,}25}{(1+i)^{1}} + \frac{6{,}25}{(1+i)^{1{,}5}} + \frac{6{,}25}{(1+i)^{2}} + \frac{100}{(1+i)^{2}}$$

da cui si ottiene $i = 0{,}1367$ corrispondente ad un rendimento percentuale annuo del 13,67.

Per i BTP a tre e quattro anni, applicando le stesse modalità di calcolo, il rendimento effettivo risulta pari, rispettivamente, al 13,44 e 13,33 per cento.

La determinazione della redditività degli zero coupon-bonds

Gli **«zero coupon-bonds»**, come evidenziato nell'articolo pubblicato sul n. 7 di San Paolo Notizie riportante la descrizione di questi titoli, sono valori mobiliari caratterizzati dalla mancanza di cedole. Essi infatti si differenziano dagli altri prodotti di natura finanziaria presenti sul mercato in quanto l'unica componente di rendimento è rappresentata dalla rivalutazione del capitale, venendo a mancare totalmente la remunerazione periodica del capitale investito.

Per determinare la redditività degli zero coupon-bonds si utilizza una modalità di calcolo direttamente assimilabile a quella impiegata per la ricerca del rendimento dei BOT. Tale modalità considera come rendimento del titolo la differenza tra il prezzo di rimborso, alla scadenza degli zero-coupon bonds, ed il prezzo di emissione (o quello di mercato) degli stessi.

In pratica, occore calcolare il valore attuale del "montante" esigibile dopo un certo numero di anni, utilizzando, come per la ricerca del tasso interno di rendimento, la formula dello sconto razionale composto.

Tale formula indica:

$$P_o = P_r \cdot (1 + i)^{-n} \qquad (2)$$

dove P_o è l'esborso iniziale, P_r il prezzo di rimborso, i il tasso ricercato e n la durata complessiva dell'investimento espressa in anni o frazione di anno.

Per il calcolo del **rendimento netto** è però importante ricordare che il trattamento fiscale delle obbligazioni e dei titoli similari emessi da istituti di credito speciale e società prevede, ai sensi dell'art. 10 della legge 649 del 25 novembre 1983, **l'applicazione di una ritenuta, attualmente pari al 12,50 per cento.**

Tale ritenuta, applicabile anche ai valori mobiliari emessi sotto forma di **zero coupon-bonds,** viene calcolata sulla differenza tra il prezzo di rimborso e il prezzo di emissione (o di acquisto) del titolo.

Un'altra importante precisazione deve essere fatta con riferimento al **prezzo di sottoscrizione** di questi titoli. Tale prezzo, infatti, può essere determinato sulla base di due diversi schemi: il primo, assimilabile a quello adottato per i BOT, prevede che il prezzo di emissione sia pari al valore di rimborso scontato degli interessi futuri da capitalizzarsi; il secondo prevede invece un prezzo di emissione alla pari con rivalutazione finale calcolata su quest'ultimo. Il rendimento effettivo non viene però influenzato dalla scelta della formazione del prezzo di emissione.

Un esempio può essere utile per chiarire maggiormente, alla luce di quanto sopra esposto, il calcolo del rendimento di questi titoli.

Nello scorso mese di dicembre la Sezione di Credito Agrario del San Paolo ha offerto in sottoscrizione alla clientela una nuova serie di certificati di deposito emessi sotto forma di zero coupon-bonds, con le seguenti caratteristiche:

- schema di formazione del prezzo di sottoscrizione: certificati emessi alla pari con rivalutazione finale calcolata sul prezzo di emissione;
- rimborso: in unica soluzione, alla scadenza, a L. 167,12 per ogni 100 lire di valore all'emissione;
- regime fiscale: ritenuta del 12,50% da applicare sulla differenza tra il prezzo di rimborso e quello di emissione;
- durata: 48 mesi (dal 9/12/85 al 9/12/89).

I possessori di questi certificati hanno, alla scadenza, diritto ad incassare 167,12 lire ogni 100 lire inizialmente investite, al lordo della ritenuta fiscale e 158,73 lire al netto della ritenuta stessa, calcolate nel modo seguente:

167,12 − 100 = 67,12 (differenza tra prezzo di rimborso e prezzo di emissione)
67,12 × 12,50% = 8,39 (ritenuta fiscale)
167,12 − 8,39 = 158,73 (ricavo netto alla scadenza)

Il **rendimento effettivo annuo** è pari al 13,70 lordo e al 12,24 netto, come risulta dall'applicazione della (2):

- al lordo di ritenuta
  $100 = 167{,}12 \cdot (1 + i)^{-4}$
  da cui $i = 0{,}1370$
- al netto di ritenuta
  $100 = 158{,}73 \cdot (1 + i)^{-4}$
  da cui $i = 0{,}1224$

Qualora i titoli, anziché essere emessi alla pari fossero stati offerti in sottoscrizione a 59,84 lire con un prezzo di rimborso pari a 100 (utilizzando cioè il secondo metodo di formazione del prezzo di emissione) il rendimento effettivo dell'investimento sarebbe stato ugualmente pari al 13,70 per cento.

La deducibilità fiscale degli interessi passivi connessi ai finanziamenti per l'acquisto dell'abitazione

Le rate di rimborso periodicamente corrisposte dai soggetti passivi dell'imposta sul reddito delle persone fisiche che non svolgono attività imprenditoriale in dipendenza di finanziamenti contratti per l'acquisto dell'abitazione possono a volte ingenerare dubbi o problemi di varia natura in sede di dichiarazione annuale dei redditi, in particolare per quanto riguarda l'ammissibilità della deduzione, dal reddito imponibile globale dichiarato dal contribuente, degli interessi passivi e degli altri oneri ricompresi nelle suddette rate.
In questo numero di "San Paolo Notizie" la rubrica dedicata alle problematiche fiscali si propone di illustrare in dettaglio i criteri di deducibilità degli oneri connessi ai finanziamenti per l'acquisto dell'abitazione. Nell'ultima parte vengono inoltre presentati alcuni esempi che mettono a confronto i nuovi mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione, recentemente messi a punto dal San Paolo in collaborazione con le Assicurazioni Generali, con i mutui fondiari tradizionali.

Interessi passivi per i quali viene ammessa la deduzione

Non tutti gli interessi passivi corrisposti in dipendenza di finanziamenti per l'acquisto dell'abitazione sono ammessi in deduzione dal reddito complessivo dichiarato dal contribuente ai fini dell'imposta sul reddito delle persone fisiche.
Le condizioni specifiche di deducibilità degli interessi passivi corrisposti da persone fisiche non imprenditori sono previste nell'art. 10 lettera c) del D.P.R. 29 settembre 1973 n. 597.
Condizione pregiudiziale di deducibilità è innanzitutto la residenza o il domicilio in Italia del creditore degli interessi. Di conseguenza risultano indeducibili gli interessi passivi corrisposti a soggetti non residenti salvo che questi non abbiano stabile organizzazione in Italia.
Trascurando la prima tipologia di interessi menzionata nell'articolo (che ricomprende esclusivamente i prestiti e i mutui agrari di ogni specie), la norma prevede che, per essere deducibili, gli interessi passivi devono essere pagati **esclusivamente in dipendenza di mutui** ed è necessario che a fronte di essi **sia stata data garanzia mediante iscrizione di ipoteca su di un immobile.**
In base all'interpretazione dell'Amministrazione finanziaria sono deducibili gli interessi corrisposti esclusivamente in dipendenza di mutui stipulati ai sensi dell'art. 1813 del codice civile; ne deriva che il contribuente non può usufruire

di tale agevolazione fiscale per gli interessi derivanti da aperture di credito, anche se garantite ipotecariamente, da crediti personali, da prestiti accesi sotto forma di cessione di stipendio o da qualunque altro finanziamento, diverso da quelli prima specificati.
Sono invece da ritenersi deducibili gli interessi pagati a fronte dei mutui dell'edilizia economico-popolare, agevolata e non, in quanto per gli stessi viene prevista l'iscrizione dell'ipoteca sul relativo immobile.
Gli interessi passivi per essere ammessi in deduzione **devono risultare effettivamente pagati dal contribuente nel periodo di imposta a cui la dichiarazione annuale dei redditi fa riferimento** anche se relativi a quote di mutuo scadenti in anni diversi.
A questo proposito può essere utile ricordare che, per i mutui erogati dal San Paolo, nel caso di domiciliazione della rata presso le filiali dell'Istituto, il cliente mutuatario ha la possibilità di scegliere la data dell'addebito automatico: entro il 31 dicembre dell'anno di riferimento oppure nei primi giorni del nuovo anno a seconda delle diverse esigenze di deducibilità degli oneri ai fini IRPEF (si veda San Paolo Notizie nr. 5).
Per la deducibilità degli interessi passivi è inoltre indispensabile allegare al mod. 740 le quietanze di pagamento relative alle rate pagate nel periodo di riferimento dell'imposta.

Limiti di deducibilità

Dall'entrata in vigore della legge 24 aprile 1980 n. 146 la deducibilità è ammessa non solo per gli interessi passivi compresi nella rata di mutuo, ma anhe per i cosiddetti **«oneri accessori»**. Essi comprendono:

– gli oneri fiscali;
– la commissione corrisposta agli Istituti eroganti;
– l'eventuale provvigione per «scarto cartelle» che copre la ratizzazione della perdita incontrata dall'Istituto erogante nel collocamento dei titoli emessi a fronte dei finanziamenti concessi.

Successivamente all'entrata in vigore del D.P.R. n. 7/76, l'interesse dei mutui comprende anche i suddetti oneri accessori e costituisce pertanto l'unica voce deducibile. Limitatamente ai mutui erogati dagli Istituti e dalle Sezioni di credito fondiario prima dell'entrata in vigore del già citato D.P.R. 7/76, la legge 24 aprile 1980 n. 146 ha comunque ammesso la deducibilità non solo per gli interessi passivi ma anche per gli oneri accessori non conglobati in tale voce.

L'aumento della deduzione da 4 a 7 milioni: quando si applica

a) Nel caso in cui il contribuente debba corrispondere interessi passivi, oneri accessori e quote di rivalutazione connessi a mutui ipotecari contratti a decorrere dal 25/1/82 per l'acquisto di **immobili da adibire ad abitazione personale**.
Sono ininfluenti, a questo proposito:
– l'ubicazione dell'immobile, le caratteristiche costruttive e la data di ultimazione;
– il preesistente possesso da parte del contribuente di un'altra unità immobiliare, purché l'immobile per l'acquisto del quale è stato contratto il mutuo venga adibito ad abitazione personale.

b) Nel caso di corresponsione da parte del contribuente di interessi passivi, oneri accessori e quote di rivalutazione dipendenti da mutui ipotecari contratti a decorrere dal 25/1/82 per l'acquisto di **immobili da concedere in locazione**, a condizione che gli stessi:
– siano di **nuova costruzione** (data di ultimazione dell'immobile successiva all'entrata in vigore della legge 22 aprile 1982, n. 168 e comunque non oltre il 31 dicembre 1985. Per i mutui contratti a decorrere dal 25/1/82 sino all'entrata in vigore della legge, la data di ultimazione dell'immobile decorre dal 25/1/82 stesso);
– non abbiano le caratteristiche di **abitazioni di lusso**, secondo i criteri di cui all'art. 13 legge 2 luglio 1949 n. 408 e successive modificazioni e che comunque non siano classificati nelle categorie catastali A/1 (abitazioni di tipo signorile), A/7 (abitazioni in villini), A/8 (abitazioni in ville), A/9 (castelli, palazzi di eminenti pregi artistici e storici);
– siano ubicati in **comuni con popolazione superiore ai 300.000 abitanti** e comuni confinanti nonché comuni compresi nelle aree individuate con le modalità previste dal D.L. 23 gennaio 1982 n. 9 convertito, con modificazioni, nella legge 25 marzo 1982 n. 94;
– siano adibiti **esclusivamente ad uso abitativo** e risultino quindi idonei a fornire stabile dimora a nuclei familiari o a singoli occupanti (vengono pertanto esclusi alberghi, residences e simili). La locazione deve tassativamente essere effettuata alle condizioni previste dalla **legge sull'equo canone** (legge 27 luglio 1978 n. 392).
In ambedue i casi sopra riportati il mutuo e l'immobile acquistato devono essere strettamente correlati; la correlazione deve inoltre risultare dal contratto di mutuo.

L'importo complessivo annuo degli interessi passivi e degli oneri accessori deducibili è attualmente pari a **lire 4.000.000**. La legge 22 aprile 1982 n. 168 ha però previsto agevolazioni fiscali particolari riguardanti gli interessi passivi e gli oneri accessori corrisposti in dipendenza dei mutui contratti a decorrere dal 25/1/82 (articolo 7 e 9 della legge) per l'acquisto di immobili da adibire ad abitazione dei soggetti mutuatari e per l'acquisto di immobili di nuova costruzione da destinare alla locazione in regime di equo canone.
Tali agevolazioni si concretizzano nell'**aumento da 4 a 7 milioni** del limite massimo di deducibilità (per il dettaglio dei soggetti interessati dalla norma si veda il relativo riquadro).
Inoltre un caso di particolare interesse riguarda i **mutui intestati ad entrambi i coniugi**. A ciascuno di essi è consentita la deduzione di un importo pari al 50% del totale corrisposto risultante dalla documentazione allegata al mod. 740.
A tal proposito il Ministero delle Finanze con R.M. n. 8/208 del 18 marzo ha precisato che «il contribuente interessato potrà portare in deduzione dal proprio reddito complessivo soltanto la quota di interessi passivi di sua spettanza, essendo ininfluente che l'altro coniuge non sia possessore di altri redditi, oltre a quello dell'immobile di cui è a metà intestatario, e che la quota di interessi afferente la parte di mutuo ad esso imputabile possa gravare, in concreto, sul coniuge in possesso di reddito proprio, per il quale presenta la dichiarazione». Pertanto, secondo l'Amministrazione finanziaria, quando uno dei due coniugi non è tenuto alla presentazione della dichiarazione o quando la sua quota di interessi passivi eccede il reddito dichiarato, parte dell'ammontare complessivamente deducibile viene perduto non potendo essere attribuito all'altro coniuge.

L'accollo dei mutui ipotecari

Problemi particolari possono eventualmente insorgere dall'accollo dei mutui ipotecari. Non è infrequente infatti che le quietanze di pagamento delle rate di mutuo corrisposte dall'acquirente di un immobile dopo la stipulazione dell'atto di compravendita e l'accollo del mutuo continuino, per una o più rate, ad essere intestate al venditore, originario contraente del finanziamento.
L'Amministrazione finanziaria, nell'ipotesi di accollo da parte dell'acquirente di un immobile delle rate residue di un mutuo ipotecario, stabilisce che, qualora l'accollo stesso sia stato inserito nell'atto di compravendita, l'acquirente, divenuto effettivo debitore, può legittimamente dedurre gli interessi e gli oneri connessi al mutuo dal proprio reddito complessivo sino ai limiti massimi autorizzati e nel rispetto delle condizioni di deducibilità previste.
In sede di dichiarazione annuale dei redditi, l'accollo deve essere comprovato dall'acquirente il quale è tenuto ad allegare al mod. 740, unitamente all'originale delle quietanze delle rate pagate nel periodo di imposta, fotocopia dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata riportante l'accollo stesso.

Mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione

Trattando la deducibilità degli oneri connessi ai mutui fondiari, appare interessante l'esame dei vantaggi di natura fiscale presentati da una nuova tipologia di mutuo proposta dal San Paolo alla propria clientela in collaborazione con le Assicurazioni Generali. Questo prodotto, denominato "Tettoprotetto" prevede l'erogazione di mutui casa assistiti da una polizza assicurativa, di tipo collettivo, che garantisce l'intervento della società assicuratrice per il rimbor-

so 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. L'abbinamento mutuo/assicurazione consente di unire agli aspetti finanziari tipici del mutuo i vantaggi di tipo previdenziale conseguenti al contratto assicurativo.
Stipulando un contratto di mutuo di questo tipo (per l'esame delle caratteristiche si veda il n. 7 di «San Paolo Notizie», rubrica «Prodotti e servizi per la clientela», che pesenta una dettagliata descrizione del finanziamento in esame) il mutuatario si trova a dover corrispondere semestralmente, anziché la normale rata di ammortamento composta da quota interessi e quota capitale, un importo comprensivo della somma degli interessi maturati sul mutuo e del premio relativo alla polizza di assicurazione.
Questo premio, corrisposto dal beneficiario del mutuo alla società assicuratrice tramite il San Paolo, è formato da due componenti che si riferiscono alle due diverse forme di previdenza integrativa prima indicate: con la prima il mutuatario si assicura la copertura dei rischi di morte e; con la seconda, provvede a costituire nei 15 anni di durata del mutuo, un capitale pari all'importo inizialmente finanziato dall'Istituto di credito.
Relativamente agli aspetti fiscali connessi a questa particolare tipologia di mutuo è interessante rilevare che **le somme semestralmente corrisposte in dipendenza di tali finanziamenti risultano deducibili per intero**, quindi non soltanto per quanto concerne gli interessi passivi pagati sul capitale mutuato, ma anche per i premi pagati in relazione all'assicurazione sulla vita legata al finanziamento, ovviamente sino all'ammontare previsto dalla vigente normativa. A tal proposito la lettera e) dell'art. 10 del D.P.R. 29 settembre 1973 n. 597 prevede la deducibilità dal reddito complessivo del contribuente dei premi per assicurazioni sulla vita, dei premi per le assicurazioni contro gli infortuni e dei contibuti previdenziali non obbligatori per legge per un importo complessivamente non superiore a **L. 2.500.000**.
L'onerosità complessiva dei mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione è in funzione, quindi, di più fattori quali l'età dell'assicurato-mutuatario (sulla base della quale viene commisurato il premio da corrispondere), l'ammontare dell'aliquota applicata al reddito imponibile del mutuatario ai fini dell'imposta personale, l'ammontare totale degli oneri che lo stesso può portare in deduzione, l'importo del mutuo e così via.
Per valutare la diversa incidenza del trattamento fiscale sui nuovi mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione rispetto ai mutui fondiari "tradizionali" ed effettuare i relativi confronti al fine di determinarne la maggiore o minore convenienza complessiva, può risultare utile fare riferimento a due specifici casi "personalizzati" che ipotizzano diverse combinazioni dei fattori sopra illustrati. In particolare, negli esempi riportati, i nuovi mutui sono messi a confronto con uno dei prodotti finanziari attualmente più richiesti tra quelli offerti dal San Paolo alla propria clientela: i mutui fondiari a tasso variabile semestrale.

Confronto tra mutuo a tasso variabile semestrale e mutuo fondiario assistito da polizza di assicurazione

CASO (A)

- Aliquota IRPEF corrispondente al reddito imponibile globale dichiarato dal mutuatario: 28%
- Importo mutuato: L. 10.000.000

TIPOLOGIA MUTUO	PROSPETTO DEI COSTI			
	ETÀ MUTUATARIO:	**30 ANNI**	**40 ANNI**	**50 ANNI**
Mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione - «Tettoprotetto». Tasso iniziale: 15,50% annuo. Durata: 15 anni.	a) rata semestrale interessi	775.000 +	775.000 +	775.000 +
	b) premio semestrale caso morte	25.238 +	49.055 +	111.877 +
	c) premio semestrale per la costituzione del capitale	137.271 =	130.294 =	115.872 =
	1. Rata semestrale complessiva	**937.509 –**	**954.349 –**	**1.002.749 –**
	2. Risparmio di imposta (pari al 28% della rata semestrale complessiva)	**262.503 =**	**267.722 =**	**280.770 =**
	3. Rata semestrale al netto del risparmio di imposta	**675.006**	**686.627**	**721.979**
	COSTO TOTALE:			
	– al lordo di imposta (somma degli importi corrisposti nei 15 anni per ciascuna delle 3 componenti della rata semestrale. Gli importi versati per la costituzione del capitale vengono ricompresi, anziché in 30, in 29 rate).	**27.987.999**	**28.500.176**	**29.966.598**
	– al netto del risparmio di imposta	**20.151.359**	**20.520.127**	**21.575.951**

Mutui a tasso variabile semestrale. Tasso iniziale: 15,70% annuo. Durata: 15 anni.

ETÀ MUTUATARIO: indifferente ai fini del conteggio globale dei costi

numero rata	(a) quota interessi	(b) quota capitale	(1) rata semestrale complessiva (a + b)	(2) risparmio di imposta (pari al 28% della quota interessi di colonna a)	(3) rata semestrale al netto del risparmio di imposta (1 – 2)
1	785.000	0	785.000	219.800	565.200
2	785.000	0	785.000	219.800	565.200
3	785.000	0	785.000	219.800	565.200
4	785.000	0	785.000	219.800	565.200
5	785.000	70.000	855.000	219.800	635.200
6	779.510	80.000	859.510	218.263	641.247
7	773.230	120.000	893.230	216.504	676.726
8	763.810	130.000	893.810	213.867	679.943
9	753.600	140.000	893.600	211.008	682.592
10	742.610	160.000	902.610	207.931	694.679
11	730.050	170.000	900.050	204.414	695.636
12	716.710	180.000	896.710	200.679	696.031
...	...	...	...	...	...

COSTO TOTALE (per 30 rate):

- **al lordo di imposta: L. 27.401.150**
  (somma, per l'intero piano di ammortamento, delle rate semestrali complessive di colonna 1)
- **al netto del risparmio di imposta: L. 22.528.828**
  (somma, per l'intero piano di ammortamento, delle rate semestrali al netto del risparmio di imposta di colonna 3)

CASO (B)

- Aliquota IRPEF corrispondente al reddito imponibile globale dichiarato dal mutuatario: 34%
- Importo mutuato: L. 10.000.000

TIPOLOGIA MUTUO	PROSPETTO DEI COSTI			
	ETÀ MUTUATARIO:	**30 ANNI**	**40 ANNI**	**50 ANNI**
Mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione - «Tettoprotetto». Tasso iniziale: 15,50% annuo. Durata: 15 anni.	a) rata semestrale interessi	775.000 +	775.000 +	775.000 +
	b) premio semestrale caso morte	25.238 +	49.055 +	111.877 +
	c) premio semestrale per la costituzione del capitale	137.271 =	130.294 =	115.872 =
	1. Rata semestrale complessiva	**937.509 –**	**954.349 –**	**1.002.749 –**
	2. Risparmio di imposta (pari al 34% della rata semestrale complessiva)	**318.753 =**	**324.479 =**	**342.975 =**
	3. Rata semestrale al netto del risparmio di imposta	**618.756**	**629.870**	**659.774**
	COSTO TOTALE:			
	– al lordo di imposta (somma degli importi corrisposti nei 15 anni per ciascuna delle 3 componenti della rata semestrale. Gli importi versati per la costituzione del capitale vengono ricompresi, anziché in 30, in 29 rate).	**27.987.999**	**28.500.176**	**29.966.598**
	– al netto del risparmio di imposta	**18.472.079**	**18.810.116**	**19.777.955**

Mutui a tasso variabile semestrale. Tasso iniziale: 15,70% annuo. Durata: 15 anni.

ETÀ MUTUATARIO: indifferente ai fini del conteggio globale dei costi

numero rata	(a) quota interessi	(b) quota capitale	(1) rata semestrale complessiva (a + b)	(2) risparmio di imposta (pari al 34% della quota interessi di colonna a)	(3) rata semestrale al netto del risparmio di imposta (1 – 2)
1	785.000	0	785.000	266.900	518.100
2	785.000	0	785.000	266.900	518.100
3	785.000	0	785.000	266.900	518.100
4	785.000	0	785.000	266.900	518.100
5	785.000	70.000	855.000	266.900	588.100
6	779.510	80.000	859.510	265.033	594.477
7	773.230	120.000	893.230	262.898	630.332
8	763.810	130.000	893.810	259.695	634.115
9	753.600	140.000	893.600	256.224	637.376
10	742.610	160.000	902.610	252.487	650.123
11	730.050	170.000	900.050	248.217	651.833
12	716.710	180.000	896.710	243.681	653.029
...	...	...	...	...	...

COSTO TOTALE (per 30 rate):

- **al lordo di imposta: L. 27.401.150**
  (somma, per l'intero piano di ammortamento, delle rate semestrali complessive di colonna 1)
- **al netto del risparmio di imposta: L. 21.484.759**
  (somma, per l'intero piano di ammortamento, delle rate semestrali al netto del risparmio di imposta di colonna 3)

I valori riportati negli esempi hanno carattere indicativo e non costituiscono impegno né per l'Assicuratore né per l'Istituto. I calcoli sono stati effettuati in base alle seguenti ipotesi:

- capitale mutuato pari a 10 milioni. Gli esempi possono, con lo stesso procedimento, essere riferiti ad importi superiori. Per il calcolo del risparmio di imposta è però necessario tener conto dei limiti massimi di deducibilità degli oneri connessi ai finanziamenti ai sensi della normativa fiscale prima illustrata. I costi totali sono ottenuti dalla somma semplice, non attualizzata, delle rate corrisposte al lordo e al netto del risparmio di imposta;
- tasso di interesse finanziario costante per tutta la durata del finanziamento;
- aliquote IRPEF ipotizzate invariate e risparmio di imposta costante per tutta la durata del piano di rimborso. I calcoli ipotizzano altresì l'invarianza dello scaglione di appartenenza del reddito imponibile prima e dopo le deduzioni;
- premio corrisposto per la costituzione nei 15 anni del capitale originariamente finanziato determinato in modo da tener conto di una rivalutazione annua delle prestazioni pari al 10%. Detto premio, che negli esempi riportati è costante per tutta la durata del mutuo, è soggetto a revisione annuale al fine di far beneficiare l'assicurato del reddito prodotto dall'investimento delle somme versate. I versamenti semestrali per la costituzione del capitale a scadenza tengono conto altresì dell'attuale imposta sui capitali.

Sintesi del confronto tra mutuo a tasso variabile semestrale e mutuo fondiario assistito da polizza di assicurazione

TIPOLOGIA MUTUO	COSTO GLOBALE	
	Caso A: aliquota fiscale 28%	Caso B: aliquota fiscale 34%
Mutuo assistito da polizza di assicurazione (età assicurato anni 40)		
– al lordo di imposta	28.500.176	28.500.176
– al netto del risparmio di imposta	20.520.127	18.810.116
Mutuo a tasso variabile semestrale		
– al lordo di imposta	27.401.150	27.401.150
– al netto del risparmio di imposta	22.528.828	21.484.759

Dal confronto tra i due diversi prodotti finanziari sopra illustrato emerge la convenienza dei mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione qualora, nel calcolo degli oneri complessivi, si tenga conto del risparmio di imposta ad essi correlato. Ovviamente la misura di tale risparmio varia a seconda della situazione contributiva globale del contribuente-mutuatario ed è strettamente legata alla possibilità di portare interamente in deduzione gli oneri compresi nelle rate di mutuo corrisposte. In particolare, a questo proposito, è interessante rilevare che la quota interessi compresa nelle rate di rimborso dei mutui fondiari assistiti da polizza di assicurazione rimane costante per l'intera durata del finanziamento mentre per i mutui fondiari "tradizionali" la quota interessi è progressivamente decrescente. Questo può costituire un significativo vantaggio per coloro che, contraendo mutui di importo molto elevato o avendo altri interessi passivi deducibili, si trovano nell'impossibilità, per le rate iniziali, di effettuare per intero la deduzione in quanto la stessa supera i limiti ammessi dalla vigente normativa fiscale.

8 Il gruppo San Paolo

Preconsuntivo dell'esercizio 1985 dell'Istituto

Con impieghi creditizi a breve e a medio-lungo termine pari a 22.877 miliardi di lire e con una raccolta che ammonta a 43.840 miliardi l'Istituto Bancario San Paolo di Torino ha chiuso l'esercizio 1985.
Ciò è quanto emerge dai dati preconsuntivi esaminati il 30 gennaio scorso dal Consiglio di Amministrazione dell'Istituto riunitosi sotto la presidenza del Prof. Gianni Zandano.
La provvista complessiva dell'Istituto ha evidenziato, rispetto al 31 dicembre 1984, un aumento di 3.248 miliardi; i mezzi raccolti dall'Azienda Bancaria assommano a 33.589 miliardi: in particolare la raccolta da clientela ordinaria effettuata tramite l'Azienda Bancaria Italia ha sfiorato i 19.450 miliardi con una crescita superiore al 12%.
Tra le componenti della raccolta particolare sviluppo ha avuto il collocamento presso i risparmiatori dei Certificati di Deposito emessi dall'Azienda Bancaria, che sono risultati pari a 1.575 miliardi di lire con una crescita del 40% circa.
Le Sezioni di Credito Speciale hanno provveduto all'emissione di nuovi prestiti obbligazionari per un ammontare complessivo di 1.601 miliardi, compresi Certificati di Deposito emessi dalla Sezione di Credito Agrario per 220 miliardi; nel precedente esercizio le emissioni si erano attestate sui 1.038 miliardi di lire.
Particolarmente significativo è stato il contributo fornito dalle filiali estere, la cui raccolta è risultata pari, globalmente, a 6.500 miliardi di lire.
Gli impieghi creditizi totali dell'Istituto hanno evidenziato nell'anno un incremento di 2.357 miliardi. Nell'ambito dell'attività di impiego delle Sezioni Autonome (Credito Fondiario, Credito Agrario e Opere Pubbliche), che nel complesso è stata caratterizzata da una dinamica positiva (10.174 miliardi la consistenza di fine periodo), particolarmente brillante è risultata l'operatività della Sezione di Credito Agrario: i finanziamenti agrari di esercizio sono infatti cresciuti nell'anno del 25,4%, attestandosi sui 544 miliardi circa.
Anche per quanto attiene l'operatività del Gruppo San Paolo – che comprende, oltre all'istituto, il Banco Lariano, la Banca Provinciale Lombarda e le controllate estere San Paolo Lariano Bank (Lussemburgo), Bankhaus Brüll e Kallmus (Vienna), First Los Angeles Bank e San Paolo Bank (Bahamas) – sia la raccolta che gli impieghi hanno evidenziato un andamento complessivamente positivo.

SOMMARIO

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

Il nuovo libretto di risparmio San Paolo Junior 6

3. Le scelte dell'obbligazionista

Titoli di Stato e obbligazioni 8
- BOT, CCT, BTP, obbligazioni ordinarie e convertibili 8

Titoli San Paolo 14
- Nuovi certificati di deposito della Sezione Credito Agrario 14
- Quotazioni e rendimenti 16

Titoli in ECU 19
- L'andamento del mercato 19
- Quotazioni e rendimenti 21

4. I fondi comuni di investimento

L'andamento del mercato dei fondi comuni di diritto italiano 22

I fondi comuni dell'Eurofond 24
- Il rendiconto di gestione del fondo Euro Andromeda al 31/12/1985 26

5. La pagina dell'azionista

L'andamento del mercato azionario 29

Le 20 azioni quotate più trattate nel mese borsistico di gennaio 1986 33

Gli aumenti di capitale delle società quotate 36

L'evoluzione del gruppo Montedison 39

Le matricole di Borsa 45

Profilo della Sorin Biomedica 46

6. Appunti

Come si calcola il rendimento di CCT, BTP e zero coupon-bonds 50

7. Informativa fiscale

La deducibilità fiscale degli interessi passivi connessi ai finanziamenti per l'acquisto dell'abitazione 56

8. Il gruppo San Paolo

Preconsuntivo dell'esercizio 1985 dell'Istituto 64

SANPAOLO *notizie*

ISTITUTO BANCARIO
SAN PAOLO DI TORINO

I testi sono predisposti con le informazioni disponibili al 28 febbraio 1986

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