

ANNO 1988

SANPAOLO NOTIZIE

Junior Cash

**Le plastic card: caratteristiche del mercato
e opportunità per l'utenza**

La nuova normativa valutaria

Sanpaologest

NUMERO 17

ff
17



SANPAOLO NOTIZIE

SANPAOLO

ISTITUTO BANCARIO
SAN PAOLO DI TORINO

Produzione industriale e occupazione

L'attività produttiva ha subito una forte accelerazione all'inizio dell'anno, solo in parte rientrata nel mese di aprile. Nel periodo maggio-giugno si è verificato un ulteriore miglioramento delle condizioni congiunturali.

In particolare nel mese di gennaio l'indice della produzione industriale calcolato dall'ISTAT, depurato dei fattori stagionali, ha registrato un incremento del 6,2% rispetto al mese precedente, portandosi, fatta 100 la produzione industriale del 1980, ad un valore pari a circa 111.

Successivamente il ritmo di crescita dell'attività si è ridimensionato.

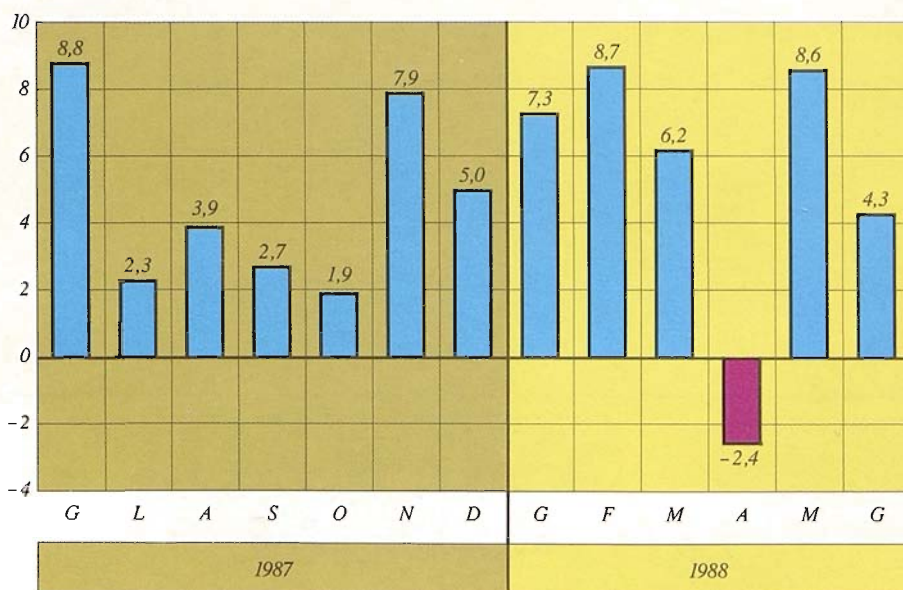
In aprile l'indice grezzo registrava una

variazione tendenziale pari a -2,4%, dopo quattordici risultati utili consecutivi, per riportarsi, nei mesi di maggio e giugno, su valori che denotano una netta ripresa (rispettivamente +8,6 e +4,3).

Complessivamente, comunque, l'indice della produzione industriale, a parità di giorni lavorativi, è cresciuto nel primo semestre del 1988: nella media del periodo gennaio-giugno dell'anno corrente, l'indice (su 126 giorni lavorativi) ha registrato un livello superiore del 5,5% rispetto a quello raggiunto nello stesso periodo del 1987 (relativo a 125 giorni lavorativi). Tale crescita è stata sostenuta soprattutto dall'aumento della domanda interna, in particolare nella componente degli investimenti per macchinari ed impianti la cui dinamica è risul-

PRODUZIONE INDUSTRIALE

variazioni % rispetto allo stesso mese dell'anno precedente



tata nettamente più vivace rispetto agli altri paesi industrializzati.

Tali tendenze sembrano confermate dai risultati dell'inchiesta ISCO-Mondo Economico.

È diminuito il tasso di disoccupazione: con la rilevazione di aprile questo si è attestato sull'11,9% contro il 12,4% del trimestre precedente.

I dati sono estremamente interessanti: mostrano di fatto, per la prima volta, un rilevante effetto sulle variabili occupazionali dell'espansione economica che ha caratterizzato gli ultimi cinque anni. In particolare è da sottolineare come l'industria abbia contribuito in modo massiccio, con 130.000 addetti in più, all'attuale performance, dopo circa sei anni di risultati negativi.

Va comunque ricordato che nell'aprile

1987 il tasso di disoccupazione presentava un livello pari a 11,7%.

In un anno, tra l'aprile 1987 e l'aprile 1988, i disoccupati sono passati da 2.725.000 e a 2.857.000 con un incremento pari a 132.000 unità.

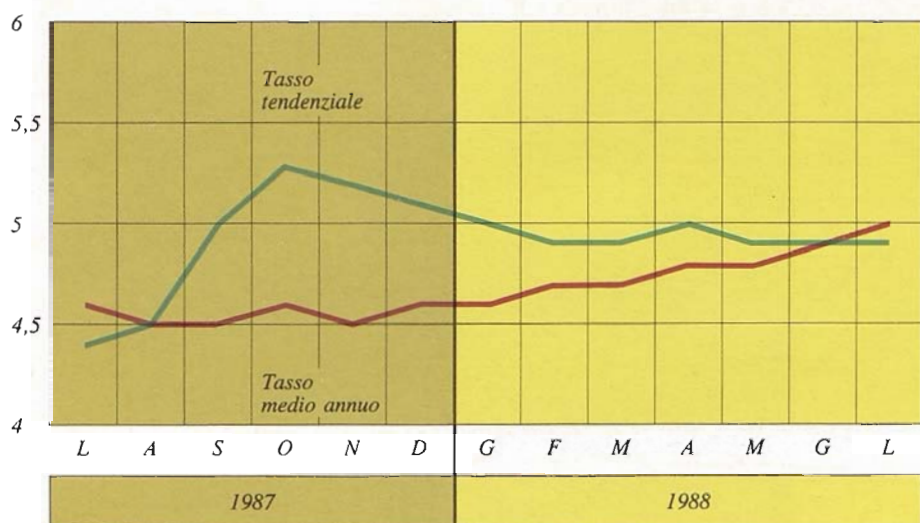
Contestualmente il numero di occupati è aumentato di 442.000 unità, mentre le forze di lavoro sono cresciute di 573.000 unità.

Inflazione

Un tasso di inflazione oscillante tra il 4,9% e il 5% ha caratterizzato i mesi di maggio, giugno e luglio.

L'indice del costo della vita ha mantenuto una variazione tendenziale nel

INFLAZIONE



mezzo di luglio intorno al 4,9%, nella media quindi dei primi mesi del 1988.

Il tasso medio di variazione dell'indice ha assunto il valore del 5%.

È opinione di numerosi osservatori che il livello inflazionistico attuale potrà essere intaccato solo quando verranno successivamente assorbiti dai vari indici gli effetti delle manovre di politica economica avviate nell'ultimo scorcio del 1987.

Tassi di interesse

Il movimento al ribasso dei rendimenti medi effettivi dei titoli di Stato e delle obbligazioni avviatosi alla fine dello scorso anno, causato dai noti eventi internazionali e dagli avvenimenti interni di quel periodo, sembra essersi arrestato nel mese di febbraio. I titoli di Sta-

to rendevano in quel mese il 10,3% mentre le obbligazioni facevano registrare un rendimento pari al 10,33%.

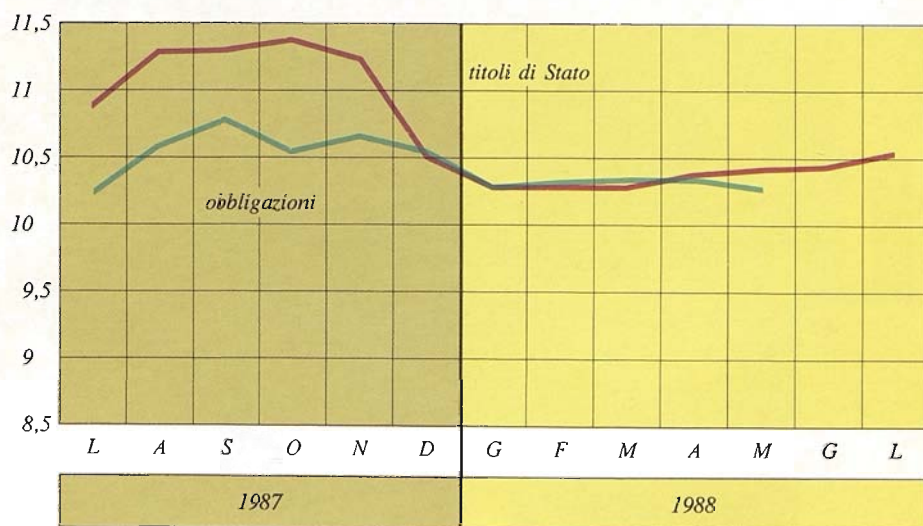
Successivamente i tassi di interesse si sono mossi al rialzo per poi subire un ridimensionamento nel periodo più recente.

La velocità di questi movimenti non è comunque assolutamente paragonabile a quella registratasi nell'ultima parte dell'anno passato.

Il rendimento medio effettivo netto dei BOT, calcolato ponderando i tassi a 3, 6 e 12 mesi con l'ammontare dei titoli sottoscritti, è passato da un valore pari a 9,23% del febbraio 1988 al 9,78% del mese di luglio.

TASSI DI INTERESSE

rendimenti medi effettivi



Cambio della lira e conti con l'estero

Il sensibile rafforzamento del dollaro sui mercati valutari, registratosi nel primo scorcio del 1988, si è riflesso anche sul tasso di cambio Lira/\$: la nostra valuta si è deprezzata di circa 100 lire sulla valuta americana nel primo semestre dell'anno in corso.

Il rafforzamento del dollaro si è riflesso sulla posizione della lira all'interno del sistema monetario europeo: la lira ha mostrato una certa tenuta rispetto all'ECU nel secondo trimestre di quest'anno, dopo un deprezzamento nel primo trimestre (cambio Lira/ECU pari a 1.519 nel gennaio 1988, ed a 1.542 nel giugno 1988).

La bilancia commerciale italiana ha presentato valori negativi molto preoccupanti nel primo quadrimestre 1988. In particolare nel mese di marzo si è re-

gistrato un saldo negativo di 2.880 miliardi, ridimensionato comunque ad aprile (-665 miliardi). Quest'ultimo dato proviene da uno squilibrio energetico pari a 1.211 miliardi e da un surplus di 546 miliardi per le altre merci.

La bilancia dei pagamenti è stata in attivo nel giugno scorso, dopo alcuni risultati negativi (in particolare nel mese di aprile si era registrato un deficit pari a 2.950 miliardi di lire).

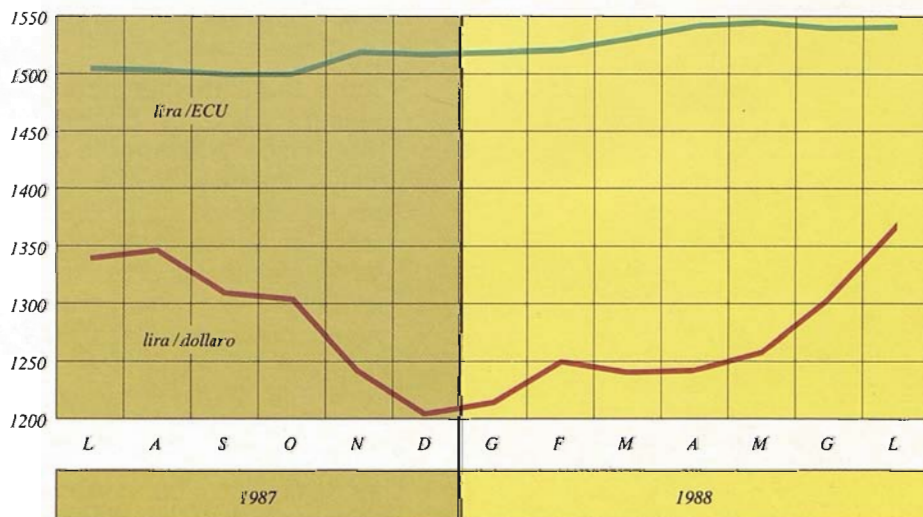
Il saldo di periodo (gennaio 1988 - giugno 1988) è risultato pari a -2.700 miliardi contro il -1.801 dello stesso periodo dell'anno precedente.

L'evoluzione della bilancia è oggetto di grande attenzione, dato che la domanda rimane su livelli elevati.

Non è poi da trascurare il livello di provvisorietà che caratterizza i dati in questione: ciò rende difficile trarre conclusioni significative dall'analisi degli stessi.

CAMBIO DELLA LIRA

cambi medi mensili



Junior cash

Fino a pochi anni fa, la categoria dei minorenni sembrava essere rimasta sconsideratamente esclusa dalle iniziative del sistema bancario: in realtà non era cosa semplice individuare uno strumento operativo appropriato che consentisse ai giovanissimi di coniugare il loro bisogno istintivo di autonomia con la libera disponibilità di un piccolo patrimonio da gestire a proprio piacimento.

Ma il San Paolo non poteva mostrarsi troppo a lungo indifferente al mondo dei ragazzi d'oggi, caratterizzato da precoci istanze di coinvolgimento diretto in un numero sempre maggiore di attività sociali e civili che la tradizione pareva dovesse invece riservare esclusivamente all'età più matura e responsabile.

Come frutto di una ricerca ispirata a questo ordine di considerazioni, nel 1986 nasceva **Sanpaolo Junior**, un'iniziativa che intendeva affidare anche ai giovanissimi un ruolo pressoché autonomo in banca quali intestatari di un conto speciale su cui poter effettuare le operazioni di versamento e prelevamento, previa autorizzazione del legale rappresentante (genitore, tutore).

Per il San Paolo il ragazzo diventava così "maggiorenne ad 11 anni" e, qualificandosi come "SPj", acquisiva anche la possibilità di concorrere all'estrazione annuale di favolosi premi.

Ma c'è di più: "SANPAOLO Junior" si è

più recentemente arricchito di un nuovo strumento operativo, **Junior Cash**, la carta per i prelievi automatici che costituisce un nuovo modo di prelevare sul conto ed ha come obiettivo principale quello di abituare il ragazzo all'uso delle apparecchiature automatiche.

Ottenere la carta Junior Cash è semplicissimo: è sufficiente che il minore, accompagnato dal suo legale rappresentante, si rechi presso la Filiale con cui è in rapporto di conto per sottoscrivere i moduli necessari al rilascio della carta medesima e del relativo codice segreto.

Il codice segreto non deve essere conservato mai insieme alla carta, al fine di evitare, in caso di smarrimento di entrambi, spiacevoli inconvenienti legati al possibile utilizzo improprio o fraudolento da parte di soggetti non autorizzati.

Le modalità d'uso della carta sono in tutto simili a quelle previste per le carte Bancomat. Presso un qualsiasi sportello automatico del San Paolo il ragazzo può inserire la "Junior Cash", digitare il proprio codice segreto e scegliere l'operazione desiderata.

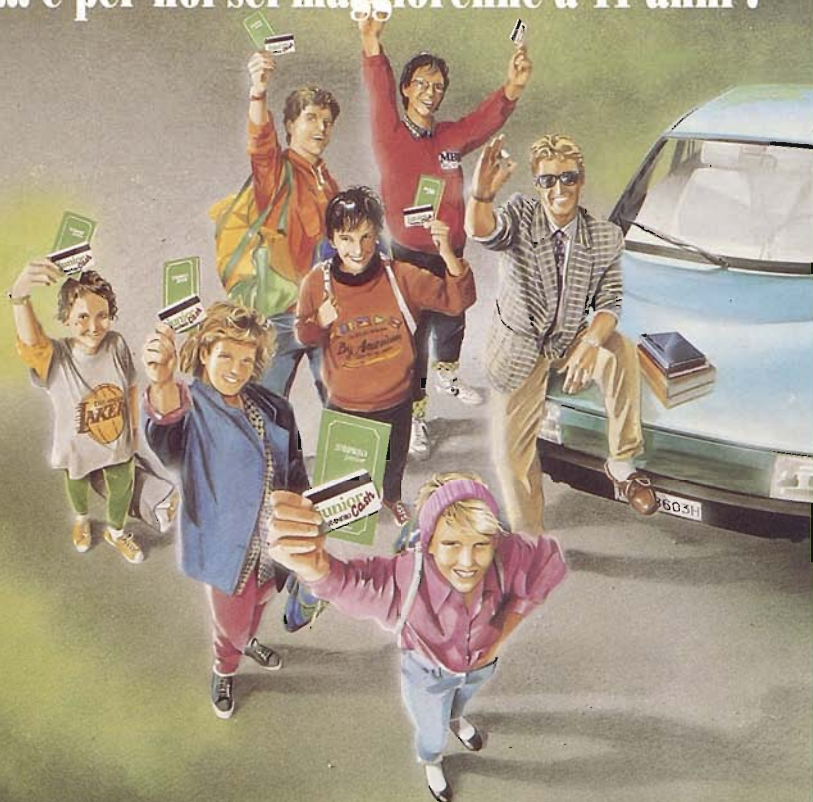
Al momento la carta consente di prelevare 50.000 lire giornaliere direttamente dal conto, nonché di richiedere il saldo e l'estratto conto.

Il San Paolo è convinto che, attraverso l'amministrazione diretta dei propri risparmi, i ragazzi possano opportuna-

mente acquisire una maggiore consapevolezza e responsabilità nella gestione del denaro: la possibilità di disporre di un documento personale di prelevamento automatico costituisce un passo importante in questa direzione.

Diventa anche tu un "S.P.j"

... e per noi sei maggiorenne a 11 anni !



"S.P.j": il contospeciale ragazzi
con la carta "Junior cash" e i suoi fantastici premi.

SANPAOLO junior
ISTITUTO BANCARIO SAN PAOLO DI TORINO

Le "plastic card": caratteristiche del mercato e opportunità per l'utenza

Dopo un esordio che si sarebbe detto poco rassicurante, i moderni sistemi di pagamento basati sull'uso di carte di debito e di credito, nonché di carte a circuito interno (le cosiddette "fidelity card", di cui parleremo più compiutamente qui di seguito), sono attualmente al centro di un interesse sempre più diffuso in Italia.

Dal punto di vista dell'utenza, il vantaggio pratico che tali "carte" presentano è ovviamente quello di consentire a chi le possiede di effettuare acquisti, oppure di usufruire di servizi, senza doversi approvvisionare in anticipo del denaro occorrente e senza nemmeno dover preventivare di volta in volta, con scrupolosa precisione, l'entità degli esborsi da sostenere.

Tuttavia, la ragione essenziale dello sviluppo costante del mercato in questo settore sembra doversi propriamente ricercare nella necessità, al giorno d'oggi avvertita con sempre maggiore consapevolezza da parte della grande distribuzione di beni e di servizi, di minimizzare gli oneri e soprattutto i rischi che lo scambio di contante e di assegni implicitamente comporta. Per l'esercente, infatti, i benefici sono plurimi: da un lato, con la smaterializzazione del mezzo di pagamento, vengono meno sia i costi relativi al trasporto dei fondi cassa da depositarsi periodicamente presso gli istituti di credito, sia l'alea rappresentata dalle probabilità di furto o di rapina in fase di trasferimento dei valori suddetti; mentre, d'altro canto, si accrescono le possibilità di ampliamento e di diversificazione delle consuete fasce di clientela, visto il maggiore afflusso di acquirenti che le nuove agevolazioni di pagamento sono concepibilmente in grado di sollecitare.

È facile intuire come le "plastic cards" siano pertanto destinate ad inserirsi a pieno titolo nelle strategie operative più avanzate che oggi le società finanziarie tendono a perseguire.

Per molto tempo, fino alla metà degli

anni '80, il mercato è stato dominato dalle carte American Express e Diners (di matrice non bancaria) e dalla carta Visa, emessa dalla Bank of America e caratterizzata dalla peculiare possibilità di effettuare il pagamento sia in un'unica soluzione, al ricevimento dell'estratto conto, sia in forma rateale.

In questo contesto il ruolo del nostro sistema bancario è stato marginale, limitato alla negoziazione delle note di spesa per conto dei negozianti e alla distribuzione delle carte per mezzo dei propri sportelli.

Le prospettive di sviluppo di sistemi di pagamento innovativi ha indotto le maggiori banche italiane, e tra queste il San Paolo, a creare una società specializzata (la *Servizi Interbancari S.p.A.*) per la diffusione di una carta nazionale, la **CartaSi**, in grado di contrastare la situazione di monopolio detenuta dalle carte straniere.

Le caratteristiche operative della CartaSi sono peraltro già state illustrate nel n. 10 di "Sanpaolo Notizie", al quale si rimanda.

A due anni dal lancio sul mercato di CartaSi è opportuno spendere qualche parola sui suoi più recenti sviluppi. Una prima novità è rappresentata dall'accordo perfezionato nello scorso mese di gennaio con la rete **Visa** (e che si aggiunge a quello già in essere con l'organizzazione **Mastercard**) per l'uso della CartaSi all'estero.

La *Servizi Interbancari* ha inoltre attivato, a beneficio di tutti i possessori della **CartaSi/Visa** il codice segreto per il prelevamento in valuta all'estero presso gli sportelli automatici inseriti nella rete Visa.

Una ulteriore novità è rappresentata dalla possibilità di impiego della carta per il prelevamento di contanti (fino ad un massimo di Lit. 400.000) presso tutti gli sportelli San Paolo.

Infine, alla CartaSi personale o familiare si è aggiunta la carta societaria, utilizzabile dai dipendenti di imprese.

Il mercato delle carte di pagamento ha però fatto registrare nel nostro Paese ulteriori sviluppi. Nel corso degli ultimi due anni hanno iniziato a diffondersi le cosiddette **fidelity card**. Si tratta, in sintesi, di *carte di credito bilaterali utilizzabili esclusivamente presso i punti di vendita dell'impresa emittente* (rappresentata, di norma, da grandi operatori commerciali, catene alberghiere, imprese per il noleggio auto o per la distribuzione di carburante).

L'obiettivo fondamentale che si intende perseguire con l'emissione di tali carte è rappresentato dalla volontà di legare a sé la clientela consentendo di effettuare il pagamento degli acquisti in tempi successivi e di produrre un preciso e dettagliato sistema informativo di marketing in grado di prevedere con sufficiente anticipo le nuove tendenze del mercato.

In Italia, il mercato delle "fidelity card" è ancora vergine. La prima esperienza operativa condotta in questo settore è stata sviluppata dalla catena di grandi magazzini COIN, che ha emesso fino ad oggi circa 100.000 Coin Card con le quali è possibile sia effettuare i pagamenti senza l'utilizzo del contante, sia ottenere credito al consumo mediante l'avvio di un piano di rimborso rateale.

Quali sviluppi potranno avere le *fidelity card* nel nostro Paese? Attualmente le imprese emittenti stanno cercando di risolvere due ordini di problemi principali: da un lato vi è la necessità di sostenere l'onere connesso con il finanziamento del credito al consumo ottenuto dagli utilizzatori; dall'altro occorre risolvere i problemi di gestione operativa del nuovo prodotto e, in particolare, di valutazione, di affidabilità della clientela richiedente credito.

Le banche possono offrire un contributo importante alla soluzione di questi problemi.

In primo luogo la clientela bancaria è già in possesso di una carta di debito largamente diffusa ed entrata a far par-



Istituto Bancario San Paolo - Sede di via Monte di Pietà, Torino

te delle abitudini quotidiane: la carta **BANCOMAT**. Questo strumento permette a tutti i portatori di effettuare acquisti di beni e servizi presso qualsiasi dettagliante provvisto di una apparecchiatura P.O.S., ovvero di un apposito terminale che consente di regolare una data transazione mediante addebito e accredito dei fondi sui conti bancari del cliente e del commerciante.

In secondo luogo, il sistema bancario è in grado di assicurare la soluzione dei principali problemi operativi delle *fidelity card* come, per esempio, quello della valutazione dell'affidabilità degli utenti. L'utilizzo della carta **BANCOMAT** per regolare le transazioni in modo automatico consentirebbe quindi ai negozianti di evitare il lancio di una propria *fidelity card* o di sostenere i connessi oneri di sviluppo e di gestione.

Un nuovo prodotto offerto dal San Paolo: finanziamenti con utilizzo di prestiti globali B.E.I. "Multiscopo"



Proseguendo nella diversificazione degli strumenti operativi realizzati mediante ricorso a forme alternative di provvista sul mercato estero, il San Paolo ha predisposto un nuovo tipo d'intervento: i prestiti globati B.E.I. "multiscopo".

La B.E.I. (Banca Europea per gli Investimenti) è un organismo comunitario con sede in Lussemburgo che accorda, tra l'altro, finanziamenti per progetti d'investimento nei settori dell'industria, dell'energia e delle infrastrutture.

La finalità dei nuovi finanziamenti offerti per il tramite del San Paolo è quella di sostenere iniziative d'investimento destinate al risparmio energetico, alla protezione dell'ambiente, al turismo, nonché alla creazione o alla ristrutturazione e all'ammodernamento di piccole-medie industrie e servizi connessi.

I *beneficiari* dei prestiti suddetti possono essere:

- enti pubblici, imprese pubbliche e private di piccole, medie e grandi dimensioni per la realizzazione di investimenti destinati al risparmio energetico, all'utilizzo di fonti energetiche alternative, e alla protezione dell'ambiente;
- piccole e medie imprese turistiche, industriali e dei servizi connessi all'industria, con immobilizzazioni materiali nette inferiori a 75 milioni di Ecu (pari a circa 116 miliardi di lire), per la realizzazione di investimenti rivolti al settore turistico/alberghiero oppure promossi da piccole e medie imprese industriali e dei servizi connessi all'industria.

La natura delle iniziative finanziabili varia in funzione della localizzazione delle imprese.

Per quanto concerne l'*Italia Centro-Setentrionale*, le iniziative finanziabili riguardano il risparmio energetico e la protezione dell'ambiente. In particolare nelle regioni Trentino Alto Adige, Friuli Venezia Giulia, nelle Province di Rovigo e Belluno nel Veneto, Genova in Liguria, Livorno, Grosseto, Siena ed Arezzo

in Toscana, Regione Umbria, Regione Marche (ad eccezione delle zone di competenza dell'ex Cassa per il Mezzogiorno) e nella Regione Lazio ad eccezione del Comune di Roma e delle zone di competenza dell'ex Cassa per il Mezzogiorno, le iniziative finanziabili riguardano invece il settore turistico-alberghiero ed industriale.

Per quanto riguarda il *Mezzogiorno*, infine, è possibile finanziare tutte le iniziative sopra indicate.

A seconda delle caratteristiche dell'operazione e del richiedente, possono essere attivate differenti *tipologie di finanziamento* da parte del San Paolo. In particolare:

- *mutui della Sezione Opere Pubbliche* destinati a Enti pubblici, imprese pubbliche e private, concessionarie di pubblici servizi per il finanziamento di opere pubbliche o impianti di pubblica utilità;
- *mutui della Sezione Credito Agrario* destinati a imprese agro-industriali;
- *mutui della Sezione Credito Fondiario* destinati ad aziende turistico-alberghiere;
- *mutui Credito Artigiano* destinati a imprese artigiane;
- *mutui Azienda Bancaria* destinati a imprese industriali

Il finanziamento concedibile non può essere superiore al 50% del costo dell'investimento.

I contributi in conto capitale possono, di norma, essere considerati come autofinanziamento. Un minimo di autofinanziamento aziendale viene in ogni caso richiesto all'azienda, fatta eccezione per gli interventi realizzati e finanziati nell'ambito delle leggi agevolative riguardanti le zone terremotate.

La *durata* del finanziamento è solitamente decennale, con un pre-ammortamento di due/tre anni.

Le condizioni di *tasso d'interesse* sono correlate al "mix" di valute utilizzato per il finanziamento stesso. Indicativamen-

te, il tasso applicabile oscilla oggi fra l'8,50% ed il 9,50% annuo.

Le erogazioni effettuate mediante l'utilizzo di tali prestiti sono *esenti dall'imposta sostitutiva* ed il *rischio di cambio* è totalmente a carico dello Stato italiano nel caso di prestiti Mezzogiorno, e con esclusione del primo 5% sulla quota in valuta del finanziamento per quanto riguarda i finanziamenti con prestiti Centro-Nord.

L'attuazione del programma d'investimenti non deve risultare ultimata al momento dell'inoltro della richiesta di finanziamento all'Istituto, mentre per gli investimenti che usufruiscono di contributi comunitari valgono i seguenti limiti di cumulabilità con gli interventi dei fondi comunitari: l'intervento in conto capitale del Fondo (o dei Fondi) e l'intervento con provvista della B.E.I. non devono superare il 70% del costo dell'investimento.

I finanziamenti infine sono soggetti a *limitazioni*, in particolare con riferimento ad iniziative presentate da imprese con manodopera eccedente le 50 unità e con immobilizzi superiori a Ecu 300.000 (circa lire 460 milioni).

A tale proposito sono stati individuati i seguenti settori:

1) **Settori cosiddetti sensibili**, per i quali i progetti devono essere accompagnati da uno studio dettagliato diretto a dimostrare la validità, sotto il profilo commerciale, dell'investimento.

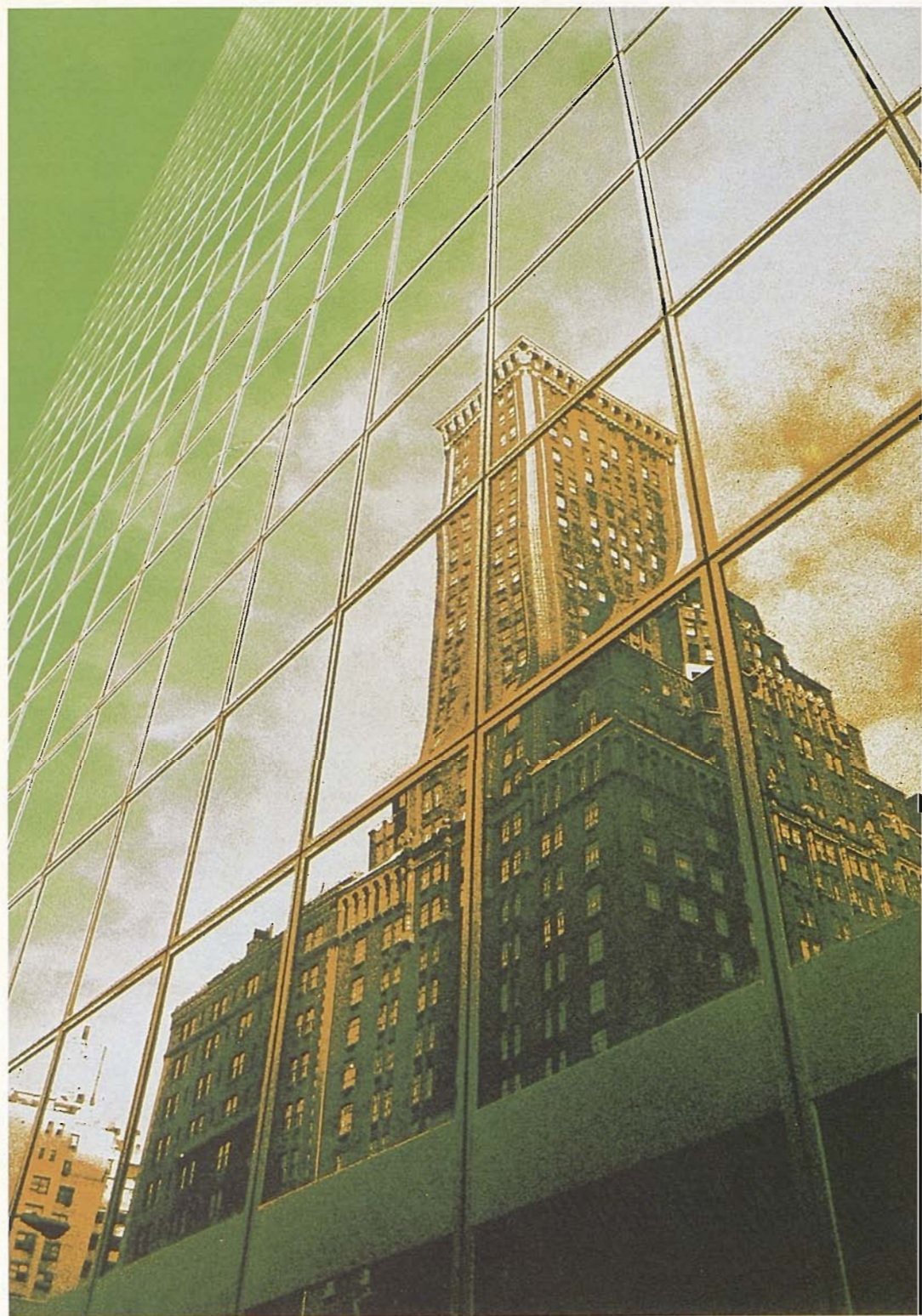
A titolo d'esempio rientrano in questo comparto i settori tessile ed abbigliamento, fibre artificiali, calzature e cuoio, siderurgia e costruzione navale.

2) **Settori cosiddetti "molto sensibili"**, per i quali i progetti non devono comportare aumenti di capacità produttiva. In questo ambito rientrano settori quali le fibre sintetiche, la macellazione del pollame, l'industria molitoria e del malto, amido e fecola, e quella dello

zucchero (ad eccezione dei programmi speciali approvati dalla Comunità).

3) **Settori esclusi**, per i quali non è previsto alcun tipo di intervento finanziario: in particolare le attività di trasformazione del latte vaccino e di distillazione del vino.

Si ricorda che i vari punti operativi del San Paolo sono, in ogni caso, a disposizione della clientela interessata ad ulteriori delucidazioni e suggerimenti inerenti a questo come ad ogni altro servizio o prodotto offerto. □



SANPAOLO: DALLA FILIALE DI LONDRA MUTUI CASA NEL REGNO UNITO

Prima banca italiana ad offrire questo servizio al grande pubblico, il Sanpaolo è oggi punto di riferimento anche per chi desidera ottenere in Gran Bretagna un mutuo ipotecario in sterline per l'acquisto o la ristrutturazione della prima casa.

Grazie all'attuale normativa valutaria, al mutuo, vincolato ad immobili siti a Londra e in alcune contee inglesi, possono accedere anche residenti in Italia.

Il rimborso della somma mutuata – per la quale è previsto un minimo di 50.000 sterline ma non un massimo – può avvenire in un periodo compreso tra i 10 e i 25 anni e viene effettuato a rate costanti o in un'unica soluzione alla scadenza; il tasso è attualmente del 12,50% variabile e sale al 12,75% qualora la somma erogata superi il 70% del valore dell'immobile. L'istruttoria e l'amministrazione del mutuo sono gestite dalla *Hambros Bank*, attraverso i cui sistemi di elaborazione dati i mutuatari residenti in Inghilterra possono ottenere alla fonte la detrazione fiscale sugli interessi corrisposti.

L'iniziativa del Sanpaolo si colloca nell'ambito del processo d'integrazione europea volto alla realizzazione del mercato unico del '92.

Beneficiari: Persone fisiche residenti in Inghilterra, o in altri paesi, con età non inferiore ai 25 anni.

In caso di più richiedenti è sufficiente che uno solo di essi risulti di età superiore ai 25 anni.

Oggetto: Acquisto/ristrutturazione di immobili ad uso "prima casa" siti a Londra e nelle più importanti contee dell'Inghilterra.

Tipologie: – Rimborso a rata costante (capitale + interessi).

– Rimborso in un'unica soluzione alla scadenza con collaterale polizza assicurazione vita.

Condizioni di concessione: Garanzia ipotecaria di 1° grado sull'immobile.

Somma minima concedibile a mutuo: Lgs 50.000; nessun limite massimo di importo.

Percentuale di concessione: sino al 95% del valore dell'immobile.

Tasso variabile secondo le modalità ed i criteri in vigore in Inghilterra.

Condizioni attualmente praticate dal Sanpaolo:

- 12,50% se la somma concessa a mutuo non supera il 70% del valore di perizia o del prezzo d'acquisto del bene;
- 12,75% se la somma concessa a mutuo supera il 70% dei detti valori.

Durata: Da 10 a 25 anni.

La riscossione delle rate avviene mediante addebito mensile diretto del conto corrente del mutuatario.

ALLEGGERITI GLI ONERI FISCALI SUI MUTUI

La legge n° 154 del 13/5/88, nel convertire con modifiche il D.L. n° 70 del marzo scorso, ha procurato una gradita sorpresa a tutti coloro che intendono contrarre finanziamenti e prestiti a medio/lungo termine, cioè con durata superiore ai 18 mesi.

Il comma 2 bis dell'art. 10 riduce ed unifica allo 0,25% la misura dell'imposta sostitutiva che grava su tale tipo di operazioni e su alcune forme speciali di credito a breve, in particolare il credito agrario di esercizio.

Per i mutui fondiari ed edilizi era in vigore un'aliquota del 2%, da computarsi sull'importo erogato. Appare evidente il minor carico di imposta: un mutuo di 100 milioni scontrerà un'imposta di sole 250.000 lire contro i precedenti 2.000.000. La modifica legislativa in esame non tocca l'ulteriore agevolazione esistente a favore degli Istituti Autonomi delle Case Popolari e delle Cooperative edilizie (la quale dimezzava l'imposta sostitutiva sui mutui da essi contratti), che diviene quindi pari allo 0,125%.

La norma troverà applicazione, sulle erogazioni relative a tutti i nuovi contratti stipulati dopo il *14 maggio 1988*, data di entrata in vigore della legge.

Titoli di Stato e obbligazioni

Nel primo semestre del 1988, le emissioni nette di titoli di Stato sul mercato interno sono state pari a circa 39.800 miliardi, contro 38.800 nello stesso periodo del 1987.

Le consistenze sono così giunte a sfiorare i 700.000 miliardi nominali: la composizione si è lievemente modificata, con un aumento del peso di BOT e BTP e una diminuzione del peso dei CCT, che comunque rimangono prevalenti, con il 51,7% della quantità complessiva in circolazione.

Hanno avuto successo le emissioni in ECU, che passano dall'1,5% al 2,3% del totale.

La crescita dei tassi iniziata alla fine di febbraio ha avuto una temporanea inversione di tendenza a fine giugno, per poi riprendere piuttosto rigorosamente con le aste del mese di luglio.

Buoni Ordinari del Tesoro (BOT)

Le emissioni nette di BOT nel semestre sono state pari ad oltre 14.000 miliardi: l'interesse dei risparmiatori per questo strumento è rimasto elevato, com'è naturale in un contesto di mercato in cui prevalgono l'incertezza e il timore di ulteriori rialzi dei tassi.

Nell'insieme del semestre è stato confermato il dato negativo (-10.100 miliardi) per le emissioni nette trimestrali, dovuto alle ingenti scadenze e non alle preferenze degli investitori, mentre i semestrali hanno avuto emissioni nette per ben 15.600 miliardi e gli annuali per 8.600.

Titoli di Stato

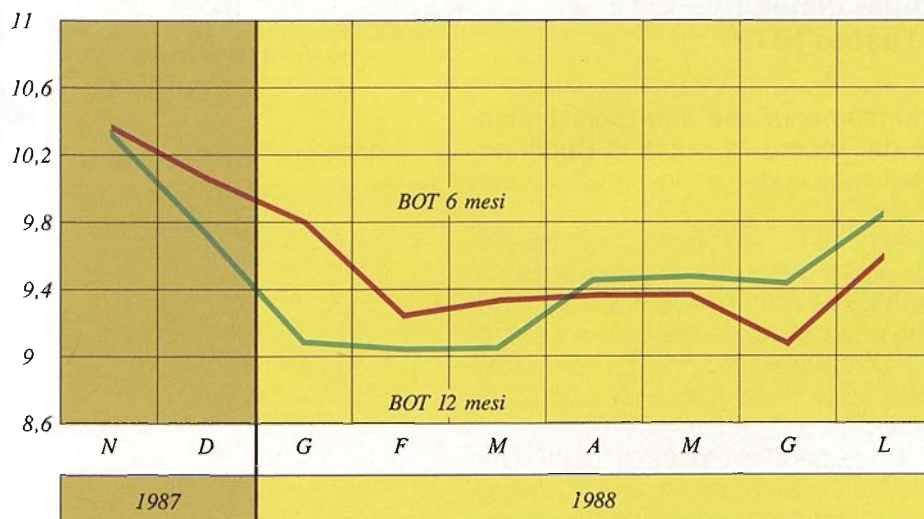
(quantità in circolazione) (*)

Data	BOT (miliardi di lire)	CCT (miliardi di lire)	BTP (miliardi di lire)	CTE+BTE (milioni di ECU)
1987				
novembre	209.816	354.411	85.453	9.727
dicembre	208.561	353.915	85.454	10.227
1988				
gennaio	206.061	358.915	85.454	10.977
febbraio	209.819	361.015	83.204	11.727
marzo	212.749	361.045	88.204	12.477
aprile	217.842	360.590	94.709	13.977
maggio	220.228	360.590	97.304	14.977
giugno	222.687	360.440	97.904	15.977
luglio	230.268	358.090	102.383	16.777

(*) I dati degli ultimi mesi sono stimati.

RENDIMENTI DEI BOT

rilevati alle aste di fine mese



L'elevata domanda manifestatasi alle aste di giugno ha determinato un temporaneo calo dei rendimenti, che a luglio sono risaliti di circa 35 centesimi sulle scadenze semestrale e annuale, e di 70 sulla scadenza trimestrale, per la quale è stato abolito il prezzo base a partire proprio dall'asta di metà mese.

Certificati di Credito del Tesoro (CCT)

Con l'emissione di maggio lo spread sul rendimento dei BOT utilizzato per il calcolo della cedola è stato elevato dallo 0,30% allo 0,50%, mentre sono rimaste invariate sia la scadenza (5 anni) sia la periodicità semestrale delle cedole. Il successo dell'emissione di maggio non ha però modificato la tendenza ad un minor ricorso a tale strumento rispetto al passato, che corrisponde anche ad un minore interesse da parte del pubblico.

Buoni Poliennali del Tesoro (BTP)

Conformemente alle intenzioni annunciate dal Tesoro, la quota di Buoni poliennali sulle nuove emissioni si sta ampliando.

Tuttavia, il successo presso gli investitori è limitato per il momento ai Buoni biennali, che hanno incontrato generalmente una domanda elevata: nel semestre ne sono stati emessi per oltre 19.500 miliardi, a fronte di soli 5.200 quadriennali.

Per il secondo semestre si stimano emissioni nette intorno a 54.000 miliardi, con una proporzione ancora elevata di BOT sul totale.

Obbligazioni convertibili e cum warrant

Poche novità nel comparto delle obbligazioni convertibili. Nel trimestre preso in esame hanno avuto attuazione le operazioni preannunciate da Attività Immobiliari e Sifa.

Il consorzio per il collocamento del prestito Sifa serie speciale Autostrade, al quale ha partecipato anche l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, ha collocato obbligazioni Sifa 9% 1988/93 convertibili in azioni privilegiate Autostrade S.p.A. per un ammontare complessivo di 80 miliardi.

Il rimborso del prestito avverrà in cinque rate annuali di lire 2 milioni (il taglio delle obbligazioni è infatti unico da 10 milioni) a partire dal 1° giugno del 1989 alla scadenza.

In luogo dei citati rimborsi i portatori potranno convertire le quote di lire 2.000.000 divenute rimborsabili in 1950 azioni Autostrade privilegiate, ad un prezzo da fissarsi sulla base dei prezzi di compenso che saranno rilevati all'epoca presso la Borsa di Milano.

Tra le emissioni obbligazionarie preannunciate citiamo quella della Del Favero la quale, peraltro, ha per il momento sospeso l'esecuzione della sua operazione.

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
1987				
novembre	94,48	10,44	89,15	10,46
dicembre	94,63	10,07	89,80	9,77
1988				
gennaio	94,79	9,81	90,40	9,12
febbraio	95,02	9,29	90,50	9,07
marzo	94,97	9,34	90,45	9,12
aprile	94,93	9,37	90,15	9,46
maggio	94,95	9,38	90,10	9,48
giugno	95,07	9,19	90,15	9,43
luglio	94,82	9,58	89,70	9,85

(*) Il prezzo di aggiudicazione è dato dal prezzo medio ponderato delle offerte concorrenziali rimaste aggiudicatarie all'asta competitiva escluse le commissioni bancarie di sottoscrizione. Il rendimento composto è calcolato sulla base del prezzo medio ponderato di cui sopra considerando l'anno civile, vale a dire l'effettivo numero di giorni del periodo.

Condizioni di emissione dei CCT

Mese di emissione	Prezzo di emissione	Durata (anni)	Prima cedola (semes.)	Rendimento % annuale all'emissione
1987				
novembre	99,75	5	6,2	11,21
dicembre	99,75	5	6,2	11,21
1988				
gennaio	99,5	5	6	10,90
febbraio	99,25	5	5,8	10,60
marzo	99,25	5	5,8	10,60
aprile	99,25	5	5,8	10,60
maggio	99,25	5	5,8	10,60
giugno	99,25	5	5,8	10,60
luglio	99,25	5	6	10,97

N.B. La cedola è al lordo della ritenuta fiscale. I rendimenti, al netto della ritenuta stessa, sono calcolati nell'ipotesi che il valore delle cedole successive alla prima sia costante e pari ad essa.

Condizioni di emissione dei BTP

Mese di emissione	Prezzo di emissione	Durata (anni)	Cedola annuale	Rendimento % annuale all'emissione
1987				
ottobre	99,5	3	11,5	10,49
1988				
febbraio	99	4	11	10,13
marzo	98,75	2	10,5	10,06
aprile	99,25-98	2-4	10,05-11	9,79-10,45
	98,85	2	10,5	10,01
maggio	99-97,5	2-4	10,50-11	9,93-10,61
	99	2	10,5	9,93
giugno	99	2	10,5	9,93
luglio	99,15-98,35	2-4	11-11,50	10,31-10,81

N.B. La cedola è al lordo della ritenuta fiscale. I rendimenti sono al netto della ritenuta stessa.

Prestiti obbligazionari convertibili

(Emissioni relative al trimestre maggio - luglio 1988)

Emittente	Tasso	Scadenza	Importo (miliardi di lire)	Valore nominale (lire)	Rapporto di conversione	Periodo di conversione
Attività Immobiliari	7,5%	1995	50	1.000	2 az. ogni 5 obbligazioni	giu.-dic. dal 1989 al 91
Sifa s.s. Autostrade	9%	1993	80	1.000	convertibili in azioni privilegiate Autostrade	giu. 89/93

Prestiti obbligazionari convertibili

(Prossime emissioni)

Emittente	Tasso	Scadenza	Importo (miliardi di lire)	Valore nominale (lire)	Rapporto di conversione	Periodo di conversione
Gerolimich (*)	7%	1995	57,76	1.000	25 az. ord. + 25 az. risp. x 8 obbl.	set. 88/94
Mediobanca(*) s.s. Vianini	6%	1997			1 az. risp. non conv. x 1 obbl.	
Obbligazioni "cum warrant"					Facoltà annessa al warrant	
Del Favero(**)	7-7,5%	1992	3,5	1.000	Warrant su az. risp. non conv. a L. 3.500-4.500	89/91
Finanziaria Centro Nord	6%	1993	29,6	10.000	Warrant su az. ord. a L. 10.000	nov. 88/90

(*) L'operazione in oggetto probabilmente sarà revocata.

(**) L'emissione del prestito in oggetto è stata per il momento sospesa e probabilmente sarà revocata.

(**) L'operazione in oggetto è stata per il momento sospesa

Ultime emissioni obbligazioni San Paolo

Serie	Tasso	Rendimento effettivo netto	Vita media	Rimborso
OP 63° 1988/1998	Fisso: 12% annuo	10,89%	6,1 anni	Per estrazione (1 rimborso 1/1/89)
OP 64° 1988/2003	Fisso: 12,50% annuo	10,94%	10,1 anni	Per estrazione in quote annuali crescenti (1 rimborso 1/7/89)
OP 65° 1988/1998	Variabile: 1/2 BOT annuali + 0,50% 1/2 ICM Tasso 1ª cedola: 5,70% s.	10,22%	6,1 anni	Rimborso a quote costanti con riduzione del V.N. (1 rimborso 1/1/91)
OP 66° 1988/1998	Fisso: 12% annuo	10,90%	6,4 anni	Per estrazione (1 rimborso 1/7/89)
OF 138° 1988/93	Variabile: 1/2 lira int. 3ML 1/2 ICM Tasso 1ª cedola: 11,65% a.	10,19%	5 anni	In unica soluzione alla scadenza

Ultime emissioni certificati di deposito San Paolo

Serie	Tasso	Rendimento effettivo netto	Durata
CA 55° 1/12/89	Fisso: 9,80% annuo	8,76%	18,6 mesi
CA 56° 1/12/89	Fisso: 9,80% annuo	8,76%	18 mesi
CA 57° 1/1/90	Fisso: 9,80% annuo	8,76%	18,5 mesi
CA 58° 1/1/90	Fisso: 9,80% annuo	8,76%	18 mesi
CA 59° 1/7/90	Fisso: 10% annuo	8,94%	24,5 mesi
CA 60° 1/2/90	Fisso: 9,80% annuo	8,76%	18,5 mesi
CA 61° 1/3/90	Fisso: 10% annuo	8,94%	18,5 mesi
CF 15° 1/6/90	Fisso: 10% annuo	8,94%	24 mesi
CF 16° 1/7/91	Variabile: 1/2 BOT sem. lordo 1/2 ICM Tasso 1ª cedola: 5,50% sem.	9,86%	36 mesi

I titoli in ECU

Nel trimestre maggio-luglio si è ulteriormente intensificato l'utilizzo dell'ECU da parte del Ministero del Tesoro italiano sotto forma di titoli sia a medio-lungo (CTE) che a breve (BTE).

Vi sono state due nuove emissioni di Certificati del Tesoro in ECU, rispettivamente a fine maggio e a fine luglio, entrambe per un importo di un miliardo di scudi.

Il prestito emesso in maggio è quadriennale ed offre un tasso di interesse annuo lordo dell'8,50%, mentre quello di luglio è quinquennale ed offre un tasso dell'8,75%.

Salgono quindi a quattro le emissioni di CTE dall'inizio dell'anno, per un importo totale di 3.250 milioni di ECU.

Sono proseguite anche le emissioni di Buoni del Tesoro in ECU: dopo quella di aprile di 1000 milioni di ECU, già commentata sullo scorso numero di San Paolo Notizie, un altro prestito di

pari ammontare è stato lanciato a fine giugno. Ancora una volta l'emissione è stata molto ben accolta dal mercato: di fronte ad una offerta di mille milioni di ECU si è infatti avuta una domanda di oltre 1700 milioni. Ciò ha permesso di collocare i titoli ad un tasso di interesse del 7,8%, cioè inferiore di 40 punti base a quello massimo di aggiudicazione fissato a 8,2%.

L'interesse per questa particolare classe di titoli di Stato non si limita al mercato interno. Dai dati forniti dalla Banca d'Italia risulta infatti che 739 dei 1.000 milioni di ECU offerti sono stati regolati direttamente nella valuta europea da parte di operatori non-residenti partecipanti all'asta tramite una banca agente italiana.

Si tratta della settima emissione di questo tipo di titoli dall'ottobre del 1987, quando questo nuovo strumento fu introdotto. Con questa emissione il valore dei BTE in circolazione sale ad oltre 5 miliardi di ECU. La forte richiesta del mercato per questi titoli è confermata anche dal fatto che, dalla prima emissione, il tasso di aggiudicazione è sceso di 1,4 punti percentuali e precisamente dal 9,2 al 7,8 per cento.

Il Ministero del Tesoro italiano, che è stato pioniere nell'emissione di questi titoli a breve in ECU, è stato imitato dal Governo britannico.

Il Cancelliere dello Scacchiere, Nigel Lawson, ha infatti annunciato l'emissione di Treasury Bills in ECU. A differenza dei BTE che hanno durata annuale, i titoli inglesi sono stati offerti con scadenza di tre, sei e dodici mesi.



ECU - Esempio di moneta

Cambio lira/ECU

(valori medi mensili)

	Lire per 1 ECU
dicembre '81	1307,72
dicembre '82	1333,60
dicembre '83	1369,60
dicembre '84	1374,10

	Lire per 1 ECU
dicembre '85	1494,90
dicembre '86	1443,15
dicembre '87	1519,22
luglio '88	1540,06

Emissioni di Buoni del Tesoro in ECU (BTE)

Data Godimento	Data Rimborso	Durata gg.	Importo offerto (mln. ECU)	Importo Richiesto	Totale in Circolaz. (mln. ECU)	Tasso base d'asta %	Tasso di aggiudicaz.	Equivalente annuo	
								lordo	netto
21/10/87	28/10/88	373	500	127	277	9,20	9,20	9	7,88
18/11/87	25/11/88	373	750	913	750	9,00	8,95	8,75	7,66
21/12/87	04/01/89	380	500	712	500	8,95	8,90	8,55	7,48
20/01/88	27/01/89	373	750	877	750	8,60	8,55	8,37	7,32
17/02/88	24/02/89	373	750	2.231	750	8,25	7,95	7,78	6,80
20/04/88	28/04/89	373	1.000	3.031	1.000	8,20	7,65	7,49	6,55
22/06/88	30/06/89	373	1.000	1.706	1.000	8,20	7,80	7,63	6,68
					5.027				

Titoli ancorati all'ECU

	Scadenza cedole	Prezzo in lire a fine luglio (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	134,60	131,5984	0 312	8,98	7,31

N.B. Il rendimento effettivo è calcolato considerando il cambio lira/ECU di fine aprile '88 (1544,36) 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 precedente.

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

Quotazioni e rendimenti dei CTE

	Scadenza cedole	Prezzo di vendita a fine luglio Borsa Milano	Vita media residua anni gg.	Rendimento effettivo netto % (in ECU)	Tasso di cambio Lira/ECU	
					All'emissione	Cedola precedente
CTE 14,00% 1982/89	22/02	104,45	0 208	5,40	1.302,02	1.518,91
CTE 13,00% 1982/89	22/11	104,60	1 75	8,97	1.343,68	1.498,96
CTE 11,50% 1983/90	20/10	106,10	1 345	8,30	1.369,97	1.500,22
CTE 11,25% 1984/91	16/07	107,00	2 249	8,46	1.371,35	1.543,43
CTE 10,50% 1984/92	22/11	107,90	3 181	8,20	1.386,80	1.498,96
CTE 9,60% 1985/93	22/02	105,00	3 289	8,19	1.375,60	1.518,91
CTE 9,75% 1985/93	15/04	105,00	3 338	8,38	1.428,20	1.529,85
CTE 9,00% 1985/93	22/07	104,00	4 088	7,98	1.459,00	1.543,46
CTE 8,75% 1985/93	22/11	102,90	4 093	8,02	1.491,37	1.498,96
CTE 8,75% 1986/94	21/02	102,20	4 182	8,20	1.473,25	1.518,91
CTE 6,90% 1986/94	26/05	94,65	4 332	8,07	1.477,72	1.540,68

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 di queste emissioni sono esenti da ritenute fiscali.

4 I fondi comuni di investimento

L'andamento del mercato dei fondi comuni di diritto italiano

Il trend negativo, in termini di raccolta, dei fondi comuni di investimento prosegue ormai da un intero anno. Con il mese di luglio, infatti, per la dodicesima volta consecutiva, il mercato ha evidenziato una raccolta netta negativa, legata ad un volume di rimborsi costantemente elevato e ad una stagnazione nell'afflusso di nuove sottoscrizioni.

Anche nel trimestre maggio-giugno-luglio, non essendosi pienamente dissolto il clima di incertezza che grava sul mercato finanziario, i risparmiatori sono stati indotti a rinviare nel tempo le decisioni di investimento a medio-lungo termine, tra cui si colloca l'acquisto di quote di fondi, orientandosi invece prevalentemente verso impieghi a breve delle loro disponibilità.

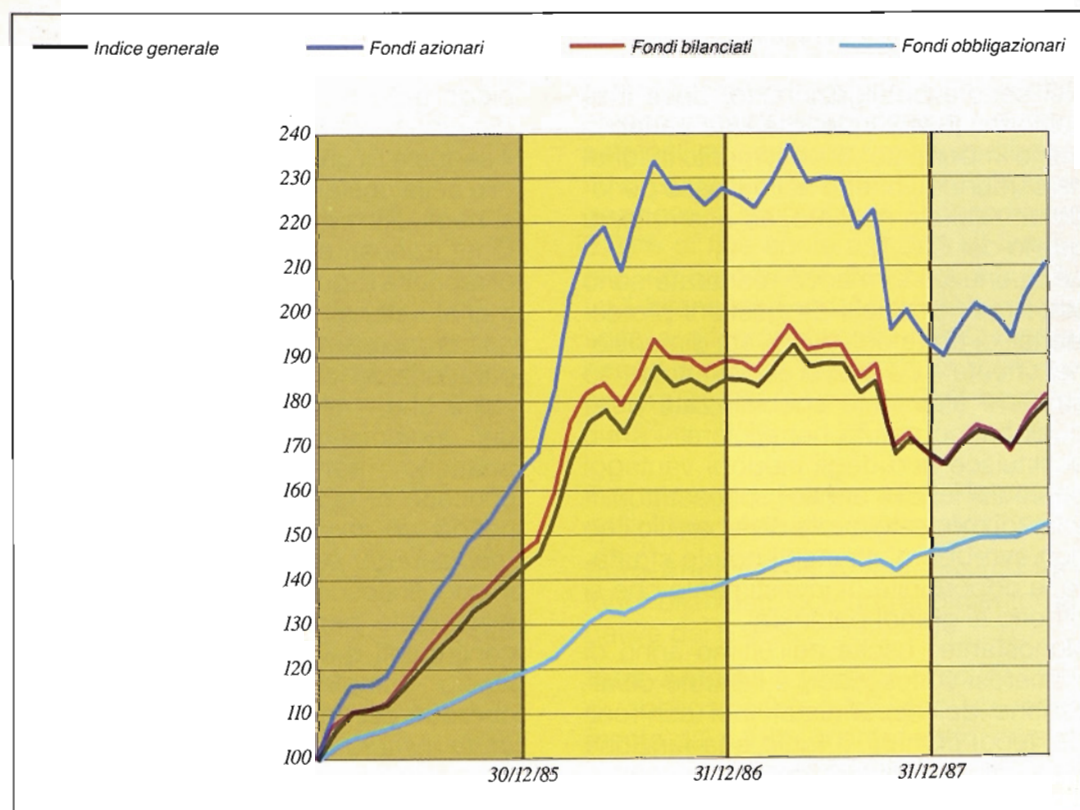
Complessivamente, nel periodo, le nuove sottoscrizioni sono state pari a 1.382 miliardi a fronte di rimborsi per 5.397 miliardi, determinando un saldo negativo di 4.015 miliardi. Il patrimonio amministrato dai fondi comuni è così sceso dai 54.921 miliardi di fine aprile ai 52.820 miliardi di fine luglio.

L'andamento non certo brillante della raccolta, legato allo stato di incertezza in cui si sono trovati i risparmiatori, non è peraltro giustificato da quello delle performance offerte dai fondi, che risultano invece essere pienamente soddisfacenti.

Dall'inizio dell'anno il valore unitario delle quote dei fondi presenta un incremento medio pari all'8,6% per gli azionari, al 7,5% per i bilanciati e al 4,3%

per gli obbligazionari. Si tratta di risultati particolarmente significativi specialmente se si considera che, nel medesimo periodo, la crescita dell'indice di Borsa è stata dell'8,8% e che l'indice Nagrafin (un parametro di recente elaborazione, inteso a valutare la "performance" dei titoli di Stato comprendendo sia l'effetto *prezzo* sia l'effetto *interessi* maturati e cedole eventualmente

staccate) è cresciuto del 3,8%. Vengono in altri termini confermate da tali dati, sia la validità delle politiche di investimento perseguite dalle società di gestione, sia la professionalità delle medesime nel realizzare un grado di selezione e di diversificazione del portafoglio che ha consentito di sfruttare al meglio la crescita differenziata dei valori mobiliari e di fronteggiare il difficile



momento del mercato dei titoli di Stato, specialmente di quelli a più lunga scadenza.

Analoghe positive risultanze emergono anche prendendo in considerazione, come è più corretto fare, un periodo più lungo di tempo.

Chi nel 1985, prima quindi del boom della Borsa, avesse investito direttamente in azioni, sulla base dell'andamento dell'indice Comit e di quello dei fondi azionari da tale data fino ad oggi, avrebbe ottenuto un rendimento medio annuo superiore a quello del sottoscrittore di fondi, ma solo di circa 2,3 punti. Si deve peraltro aggiungere che il confronto tra l'investimento in fondi e quello in altre attività non può prescindere dalla considerazione del *rapporto rischio-rendimento*: da tale punto di vista, il sottoscrittore di quote di fondi avrebbe potuto contare su una variabilità molto minore dei rendimenti nei singoli anni e quindi su una interessante riduzione dei rischi abbinata a rendimenti comunque elevati.

Nel settore obbligazionario, dove il rischio in quanto ridotto è una variabile meno importante, l'investimento in fondi ha comunque offerto nello stesso periodo un risultato migliore, ad esempio, di quello dei C.C.T..

Le buone performance realizzate sono state rese possibili da gestioni professionali di portafogli di elevata dimensione, orientate da analisi svolte attraverso strutture altamente specializzate delle quali hanno potuto beneficiare – e ciò costituisce uno degli indubbi vantaggi offerti dai fondi – anche i sottoscrittori titolari di modeste quote di risparmio che non avrebbero altrimenti potuto sfruttare le opportunità di investimento che si offrono ai grandi patrimoni.

Nonostante l'uscita nell'ultimo anno di numerosi sottoscrittori e l'attuale disaffezione dei risparmiatori nei confronti dei fondi comuni, il ruolo e la funzione di questi ultimi non sembrano quindi destinati ad esaurirsi.

Consapevoli di ciò, le società di gestione hanno proseguito nel varo di nuove iniziative. Tra l'inizio di maggio e la fine di luglio hanno avviato la loro operatività dieci nuovi fondi (tre azionari, tre bilanciati e quattro obbligazionari), portando il numero complessivo di quelli già attivi a 93. Ai nastri di partenza sono inoltre pronti altri 56 nuovi fondi, che faranno quindi salire entro breve il numero totale dei fondi comuni di investimento aperti di diritto italiano a quota 149.

La buona risposta del mercato ai nuovi prodotti, che hanno ottenuto in termini di raccolta risultati migliori rispetto a quelli dei fondi già da tempo operativi, dimostra d'altra parte l'esistenza di spazio per nuove iniziative.

Riguardo al futuro dei fondi comuni, in conclusione, va segnalato un importante indizio di positivo cambiamento nell'atteggiamento dei sottoscrittori, i quali hanno forse ormai acquisito la consapevolezza che i fondi non costituiscono il mezzo per un rapido arricchimento privo di rischi, ma un'opportunità di impiego delle proprie disponibilità a *medio-lungo termine*.

Il segnale di una svolta è infatti ravvisabile nella costante crescita – registratasi negli ultimi mesi, specialmente per i fondi azionari e bilanciati – della quota di raccolta rappresentata da versamenti effettuati nell'ambito di *Piani Pluriennali di Investimento*. Questi ultimi sono caratterizzati da modalità di sottoscrizione che – attraverso il meccanismo dei versamenti rateali periodici – si adattano particolarmente all'esatto concetto di fondo comune, presupponendo *un investimento costante e di medio-lungo periodo* in una situazione in cui il sottoscrittore non viene incoraggiato dalle performance periodiche e contingenti del fondo, bensì da un bilancio complessivo dell'investimento che può essere fatto *soltanto dopo un certo numero di anni*.

In particolare, nella fase attuale di incertezza dei mercati, i Piani offrono l'ul-

teriore vantaggio di diluire il rischio di variabilità delle quotazioni, sollevando il risparmiatore dalla preoccupazione di scegliere il momento più opportuno per sottoscrivere. Infatti, con il sistema dei *versamenti mensili regolari* si mediano i prezzi di sottoscrizione, attenuando il rischio di eventuali punte raggiunte dalle quotazioni del fondo per effetto delle oscillazioni di mercato e quindi riducendo fortemente le probabilità di cogliere il momento meno propizio per l'investimento.

I fondi comuni dell'Eurofond

Nel trimestre in esame, Eurofond, mantenendo il settimo posto nella classifica delle società di gestione, con una quota di mercato del 4,27%, presenta un andamento sostanzialmente coerente con quello del sistema.

Il patrimonio è sceso dai 2.432 miliardi di fine aprile ai 2.253 di fine luglio e risulta così ripartito per fondo: **Euro-Antares** 954,6 miliardi, **Euro-Andromeda** 809,5 miliardi ed **Euro-Vega** 489 miliardi.

La raccolta netta, pur in lieve recupero, continua ad essere negativa: le sottoscrizioni, pari nel complesso a 5,4 miliardi, si mantengono a livelli bassi e i rimborsi, anche se calati notevolmente nel mese di luglio (62,8 miliardi), sono sempre superiori a queste ultime.

I fondi gestiti da Eurofond, tuttavia, hanno accresciuto la propria quota di mercato nell'ambito delle rispettive categorie di appartenenza. Infatti, tra gli obbligazionari, Euro-Antares è passato da 5,04% di fine aprile a 5,20% di fine luglio, ed Euro-Vega, da 2,58% a 2,72%; tra i bilanciati, Euro-Andromeda, è riuscito a difendersi molto bene, mantenendo la propria quota ad un livello superiore al 4% (4,28% al 31/7 contro il 4,22% al 29/4).

Per quanto riguarda le performance dell'ultimo anno va sottolineato che:

Euro-Andromeda è ventunesimo fra i fondi bilanciati, con un rendimento negativo del 5,98%.

Euro-Antares è ventiduesimo tra i fondi obbligazionari misti, con un rendimento del 4,16%, mantenendo, invece, la seconda posizione relativamente agli ultimi tre anni;

Euro-Vega, infine, è sceso al secondo posto tra i fondi obbligazionari puri, con un rendimento dell'8,56%.

Da un esame più dettagliato, la composizione di portafoglio dei tre fondi al 29 luglio u.s. (come nel grafico qui riportato) è la seguente.

Euro-Vega ha mantenuto la quasi totalità del portafoglio investita in titoli di Stato, aumentandone la quota percentuale dall'88,93% al 94,07%.

Nell'ambito di tali titoli si è verificato un sostanziale cambiamento: a fronte di una diminuzione della quota di portafoglio dei C.C.T., quella relativa ai B.O.T. è aumentata in misura considerevole del 7,38% a oltre il 17%.

Questa scelta gestionale è giustificata dagli ingenti impegni finanziari spettanti al Tesoro in autunno e dalle conseguenti previsioni di aumento dei tassi di interesse.

La liquidità è scesa all'1,21%, mentre si

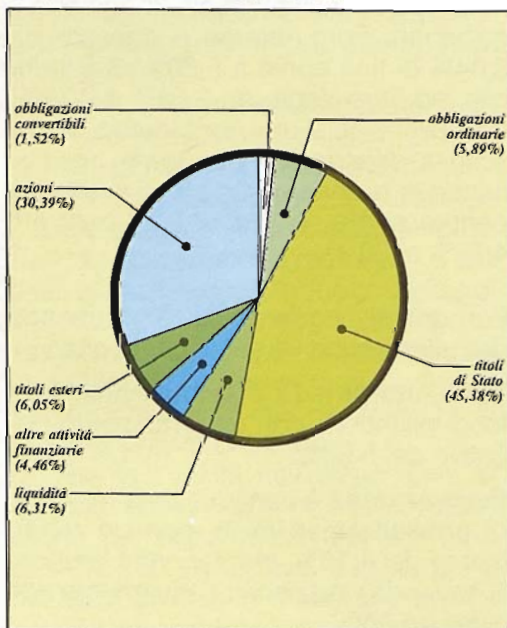
è mantenuto pressoché stabile l'investimento in polizze di credito commerciali. Va inoltre segnalato che il 20 luglio 1988, in conformità alle disposizioni regolamentari che prevedono la distribuzione semestrale dei proventi, il fondo *Euro-Vega* ha staccato la cedola riferita al semestre 1° gennaio - 30 giugno 1988: l'importo distribuito nel mese di settembre è pari a 438 lire per ciascuna quota in essere a tale data.

La ripartizione del portafoglio di *Euro-Antares* tra obbligazioni, titoli di Stato, azioni italiane e titoli esteri non ha subito rilevanti mutamenti nel trimestre preso in esame.

Riguardo ai titoli di Stato, tuttavia, analogamente a quanto già descritto per *Euro-Vega*, si è verificato un riposizionamento su scadenze brevi attraverso una riduzione della quota di patrimonio investita in C.C.T. ed un aumento di quella investita in B.O.T..

EURO ANDROMEDA

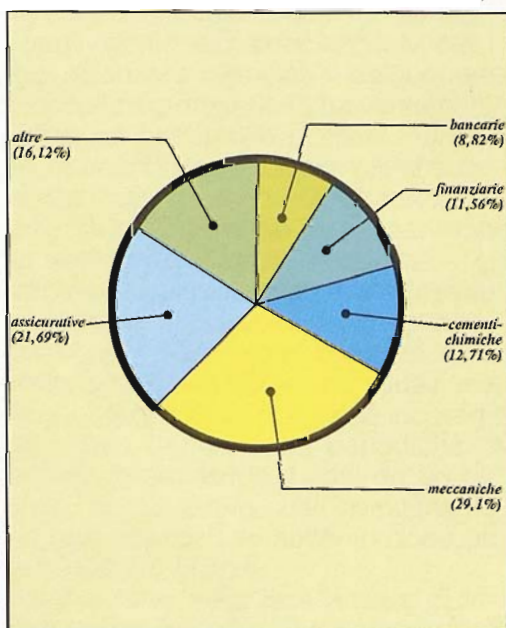
(composizione del patrimonio al 31/07/1988)



Fonte: Eurofond.

EURO ANDROMEDA

(ripartizione settoriale dell'investimento azionario al 31/07/1988)



Fonte: Eurofond.

Relativamente al comparto azionario, si è proceduto ad un alleggerimento delle posizioni inerenti ai titoli bancari (in particolare Mediobanca e, in minor misura, Comit) e ad un aumento della quota investita in titoli Fiat.

La quota totale di investimento estero, a seguito dell'acquisto di obbligazioni, è salita al 3,81% (per le azioni: 0,53%, invariata; per le obbligazioni: 3,28%, contro il 2,72% del 29/4).

Per *Euro-Andromeda*, infine, approfittando della fase positiva che ha contrassegnato la Borsa in giugno e luglio, si è proceduto ad una leggera diminuzione dell'investimento azionario italiano (30,39% del 29/7 contro il 31,50% del 29/4) che risulta così ripartito: meccanici (28,62%), seguiti da assicurativi (21,33%) e, più distanziati, da finanziari (13,01%), chimici (10,40%), comunicazioni (9,21%), bancari (8,65%); il peso degli altri settori ammonta in totale

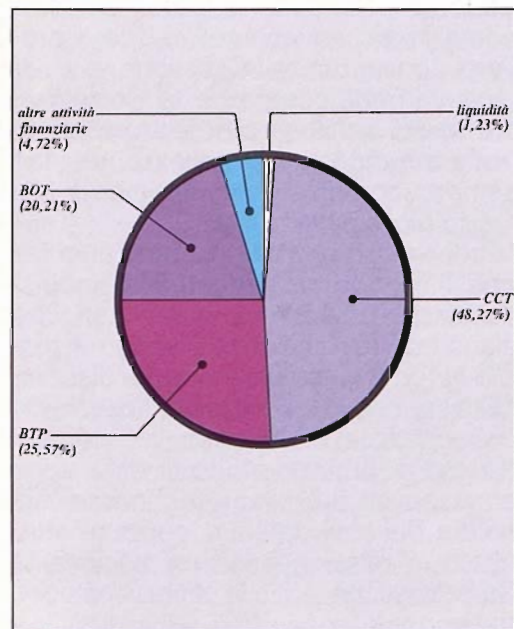
all'8,78%. A livello di singoli titoli, si sottolinea l'incremento della posizione su Fiat, Sip e, in particolare, Sirti, nonché l'alleggerimento su Mediobanca e Comit, in coerenza con i movimenti effettuati su Euro-Antares.

Da evidenziare ancora la lenta, ma continua crescita del portafoglio estero che ha superato l'8% del patrimonio gestito. Nell'ambito dei titoli di Stato, la cui quota sul totale del portafoglio rimane stabile, si evidenzia uno spostamento verso titoli a breve scadenza, in linea con le scelte strategiche effettuate per Euro-Vega ed Euro-Antares.

L'investimento di rischio estero risulta così suddiviso: Stati Uniti 45,92%, Giappone 13,31%, Svizzera 12,35%, Germania 10,43%, Gran Bretagna 10,28%, Francia 7,71%.

EURO VEGA

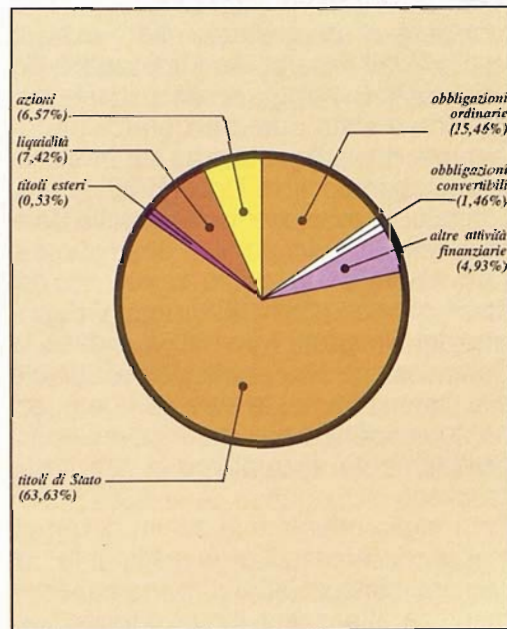
(composizione del patrimonio al 31/07/1988)



Fonte: Eurofond.

EURO ANTARES

(composizione del patrimonio al 31/07/1988)



Fonte: Eurofond.

Il fondo comune di investimento mobiliare Euro-Aldebaran

Eurofond, la Società di gestione di fondi comuni di investimento mobiliare aperti del Gruppo San Paolo, nell'intento di offrire ai clienti sempre maggiori opportunità di impiego del risparmio, ha messo a punto un quarto fondo, che va ad aggiungersi ai tre – Euro-Vega, Euro-Anares ed Euro-Andromeda – già operativi fin dal marzo 1985.

Il nuovo fondo, denominato **"Euro-Aldebaran"** fondo comune di investimento mobiliare di capitalizzazione, è stato istituito dall'Assemblea Ordinaria della Società il 18 maggio scorso. In tale occasione è stato pure deliberato il regolamento di gestione che ha successivamente ottenuto, il 18 luglio 1988, la prescritta approvazione formale della Banca d'Italia. Il collocamento delle quote e l'attività del fondo hanno avuto inizio nel mese di settembre 1988, dopo il deposito dei Prospetti Informativi presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa che, tra le altre competenze, ha quella di disciplinare e sorvegliare il collocamento al pubblico di attività finanziarie.

Per meglio orientare le scelte di quanti fossero interessati all'investimento, di seguito sintetizziamo i principali elementi caratterizzanti il nuovo fondo.

Caratteristiche del Fondo

Euro-Aldebaran è un fondo di tipo azionario, che integra quindi perfettamente la gamma di prodotti Eurofond già comprendente un fondo bilanciato, un obbligazionario misto ed un obbligazionario puro.

L'operatività è orientata principalmente verso il comparto dei titoli azionari, in un'ottica gestionale finalizzata all'incremento nel lungo periodo del valore reale del capitale investito, ferma restando in ogni caso la possibilità per il fondo di investire, in funzione dell'andamento dei mercati finanziari, in altri valori mobiliari (titoli di Stato, obbligazioni di ogni specie, altre attività finanziarie), oltre che di detenere una parte delle attività in disponibilità liquide.

Nella realizzazione dei propri investimenti, il Fondo Euro-Aldebaran persegue la più opportuna diversificazione geografica e valutaria del portafoglio, potendo impiegare le proprie attività anche in titoli esteri, sia azionari che obbligazionari, nel limite massimo del 25% del patrimonio.

Il Fondo non distribuisce dividendi ai partecipanti, caratterizzandosi pertanto come *fondo ad accumulazione*: i proventi conseguiti nella gestione, e risultanti dal rendiconto che la Società al termine di ogni esercizio annuale provvede a redigere e pubblicare, restano sempre compresi nel patrimonio del fondo e nel valore della quota.

In considerazione delle sue caratteristiche, il Fondo Euro-Aldebaran si indirizza in particolare ai risparmiatori che siano interessati ad un *impiego a medio-lungo termine* delle proprie disponibilità (anche in una prospettiva di tipo previdenziale) e che, prescindendo dai risultati di breve periodo si dimostrino consapevoli del rischio connesso alla natura dei titoli detenuti, seppure attenuato in relazione alla professionalità della gestione ed alla diversificazione del portafoglio.

Modalità di sottoscrizione

Le quote del Fondo Euro-Aldebaran possono essere sottoscritte presso tutti gli sportelli dell'*Istituto Bancario San Paolo di Torino*, del *Banco Lariano*, della *Banca Provinciale Lombarda*, del *Credito Romagnolo*, della *Banca del Sud* e della *Cassa di Risparmio di Lucca*, nonché attraverso i consulenti finanziari di *Sanpaolo Invest*.

Gli enti collocatori e la Società di gestione sono ovviamente a disposizione del pubblico per soddisfare eventuali richieste di informazioni e chiarimenti. Agli stessi soggetti incaricati del collocamento, oltre che ad Eurofond, è possibile richiedere copia del *prospetto informativo*, che costituisce l'unico documento a cui occorre fare riferimento per la sottoscrizione e nel quale sono meglio illustrate le caratteristiche del prodotto e le norme che lo regolano.

I sottoscrittori interessati potranno inoltre rivolgersi agli stessi enti collocatori per ottenere copia del *prospetto trimestrale* — nel quale si trova specificata in dettaglio la composizione del portafoglio, con l'indicazione dei quantitativi e dei controvalori di tutti i titoli posseduti — nonché del *rendiconto annuale* della gestione, che sarà redatto per la prima volta entro il 31 marzo 1989 con riferimento all'esercizio 1988, nel quale sono evidenziate le risultanze economiche dell'attività del fondo.

Per il fondo Euro-Aldebaran, analogamente a quanto già previsto per Euro-Antares ed Euro-Andromeda, sono consentite due differenti modalità di sottoscrizione:

— *versamenti in unica soluzione*, di importo non inferiore a L. 5.000.000 per il versamento iniziale ed a L. 3.000.000 per eventuali versamenti successivi;

— *versamenti rateali periodici*, nell'ambito dei Piani Pluriennali di Investimento, dell'importo unitario minimo di

L. 300.000, incrementabili di multipli di L. 100.000.

Delle due possibili forme di sottoscrizione, quella rappresentata dai Piani si adatterebbe in maniera particolare ad un fondo come Euro-Aldebaran: la distribuzione nel tempo dei versamenti consente infatti di attenuare gli effetti delle oscillazioni del valore della quota del Fondo.

I Piani Pluriennali di Euro-Aldebaran, la cui apertura avviene con un versamento iniziale corrispondente ad almeno 12 rate unitarie, sono d'altronde caratterizzati da un'estrema flessibilità: da un lato, è lasciato alla discrezionalità del sottoscrittore stabilire la loro durata, scegliendo liberamente il numero delle rate tra un minimo di 72 ed un massimo di 312; dall'altro, essendo prevista la facoltà di effettuare in qualsiasi momento versamenti unitari anticipati rispetto alla normale periodicità mensile, al sottoscrittore viene offerta la possibilità di impiegare immediatamente eventuali maggiori somme che si rendessero disponibili rispetto al risparmio programmato.

Le *commissioni di sottoscrizione*, che vengono applicate al momento del versamento, sono determinate secondo un innovativo sistema "*continuo*", che viene applicato per la prima volta sul mercato dei fondi italiani.

Tale sistema consente, rispetto al metodo "a scaglioni", di giungere alla determinazione di *aliquote progressivamente decrescenti* al crescere dell'importo sottoscritto: partendo da un massimo del 5,50% per un importo lordo versato fino a L. 25 milioni, esse scendono progressivamente, ad esempio, a 4,75% in corrispondenza di L. 50 milioni, 4,33% per L. 75 milioni, 3,66% per L. 150 milioni, 2,83% per L. 300 milioni, 2,30% per L. 500 milioni e così via.

Per i Piani Pluriennali di Investimento le commissioni di sottoscrizione sono lievemente maggiorate.

Onde offrire alla clientela le più ampie possibilità operative, sono state previste alcune agevolazioni.

In particolare sono previsti sconti sulle commissioni nel caso di sottoscrizioni successive ad una o più altre effettuate nei 24 mesi precedenti nello stesso fondo o in altri della gamma Eurofond, ed una riduzione del 25% delle commissioni nel caso di reinvestimento entro sessanta giorni di una somma proveniente dal disinvestimento di altro fondo della Società.

Infine, sulle sottoscrizioni in unica soluzione derivanti da un contestuale disin-

vestimento da altro fondo Eurofond si pagano soltanto le eventuali commissioni eccedenti quelle già pagate sugli importi disinvestiti, oltre ad un diritto fisso di L. 100.000 per spese amministrative.

Per gli altri oneri, diversi dalla commissione di sottoscrizione, a carico dei partecipanti (commissione banca depositaria, provvigioni di gestione, imposte e onorari riconosciuti alla società di revisione), peraltro già compresi nel valore della quota quotidianamente pubblicato sui giornali, si rimanda al prospetto informativo.

importo complessivo dei versamenti	commissione di sottoscrizione per i versamenti in unica soluzione
fino a:	
L. 25.000.000	5,5%
L. 50.000.000	L. 1.375.000 + 4,0% della parte eccedente L. 25.000.000
L. 75.000.000	L. 2.375.000 + 3,5% della parte eccedente L. 50.000.000
L. 150.000.000	L. 3.250.000 + 3,0% della parte eccedente L. 75.000.000
L. 300.000.000	L. 5.500.000 + 2,0% della parte eccedente L. 150.000.000
L. 500.000.000	L. 8.500.000 + 1,5% della parte eccedente L. 300.000.000
L. 3.000.000.000	L. 11.500.000 + 1,0% della parte eccedente L. 500.000.000
oltre:	
L. 3.000.000.000	L. 36.500.000

importo complessivo dei versamenti	commissione di sottoscrizione per i versamenti rateali nell'ambito dei Piani Pluriennali di Investimento
fino a:	
L. 25.000.000	6,0%
L. 50.000.000	L. 1.500.000 + 4,5% della parte eccedente L. 25.000.000
L. 75.000.000	L. 2.625.000 + 4,0% della parte eccedente L. 50.000.000
L. 150.000.000	L. 3.625.000 + 3,3% della parte eccedente L. 75.000.000
L. 300.000.000	L. 6.100.000 + 2,2% della parte eccedente L. 150.000.000
L. 500.000.000	L. 9.400.000 + 1,6% della parte eccedente L. 300.000.000
L. 3.000.000.000	L. 12.600.000 + 1,1% della parte eccedente L. 500.000.000
oltre:	
L. 3.000.000.000	L. 40.100.000

Modalità di rimborso

In qualsiasi momento i partecipanti al fondo possono richiedere il rimborso di tutte le quote possedute o di una parte delle stesse. A tale scopo occorre inoltrare l'apposita domanda – allegata, in fac-simile, al prospetto informativo – alla Banca Depositaria, ossia all'Istituto Bancario San Paolo di Torino, unitamente ai certificati se questi non sono già custoditi presso la Banca stessa. Nel più breve tempo possibile e comunque entro quindici giorni dal ricevimento della domanda e senza alcun addebito di spesa, al richiedente viene riconosciuto, in contanti o con altro mezzo prescelto, il controvalore delle quote, ottenuto moltiplicando il loro numero per il valore unitario nel giorno successivo a quello in cui la richiesta perviene agli uffici della Banca Depositaria.

In materia di rimborsi va sottolineata una particolare opportunità offerta ai sottoscrittori, rappresentata dai *Piani sistematici di rimborso*, che accresce le potenzialità del fondo quale strumento previdenziale, consentendo di *trasformare il capitale rivalutato in una sorta di rendita finanziaria*.

Attraverso i Piani sistematici di rimborso, il partecipante può infatti ottenere il disinvestimento – con cadenza trimestrale, semestrale o annuale, fino all'esaurimento delle disponibilità investite – di un importo fisso da lui predeterminato, oppure di un certo numero di quote, e quindi di un importo tendenzialmente crescente nel tempo in funzione dell'andamento della quota.

Per meglio chiarire le modalità di calcolo delle commissioni e di applicazione delle agevolazioni, si ritiene utile allegare alcuni esempi pratici.

metodologia di calcolo delle commissioni

importo sottoscritto: L. 100.000.000

commissioni di sottoscrizione:

$$L. 3.250.000 + 3,0\% \times (100.000.000 - 75.000.000) = L. 4.000.000$$

beneficio di accumulo combinato

importo sottoscritto: L. 75.000.000

importo già investito nei 24 mesi precedenti in fondi EUROFOND: L. 100.000.000

commissione su un investimento di L. 175.000.000:
L. 6.000.000, pari al 3,428%

commissione su nuova sottoscrizione:
 $L. 75.000.000 \times 3,428\% = L. 2.571.000$

25% su importo proveniente da precedente disinvestimento

Importo sottoscritto: L. 120.000.000

importo disinvestito da altro fondo EUROFOND nei 60 giorni precedenti: L. 100.000.000

commissione su un investimento di L. 120.000.000:
L. 4.600.000, pari al 3,833%

retrocessione da applicare:

$$\frac{4.600.000}{120.000.000} \times 100.000.000 \times 25\% = 958.250$$

commissioni dovute:

$$L. 4.600.000 - 958.250 = L. 3.641.750$$

switch

quote disinvestite da altro fondo gestito da EUROFOND e contestualmente reinvestite in Euro-Aldebaran: N° 10.000

controvalore quote: L. 125.000.000

commissioni su investimento di L. 125.000.000:
L. 4.750.000, pari al 3,8%

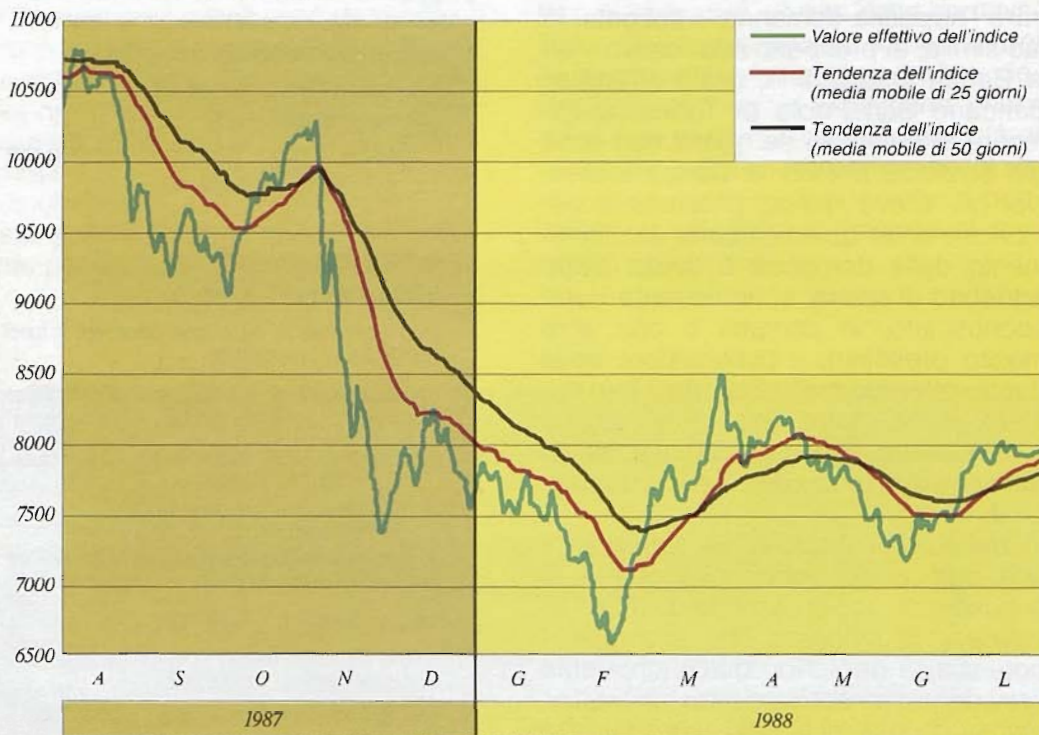
commissioni a suo tempo pagate, come da conferma di sottoscrizione: L. 3.500.000

commissioni dovute:

$$\begin{aligned} & a) L. 100.000 \text{ spese fisse e} \\ & b) L. 4.750.000 - 3.500.000 = L. 1.250.000 \\ & \text{Totale L. 1.350.000} \end{aligned}$$

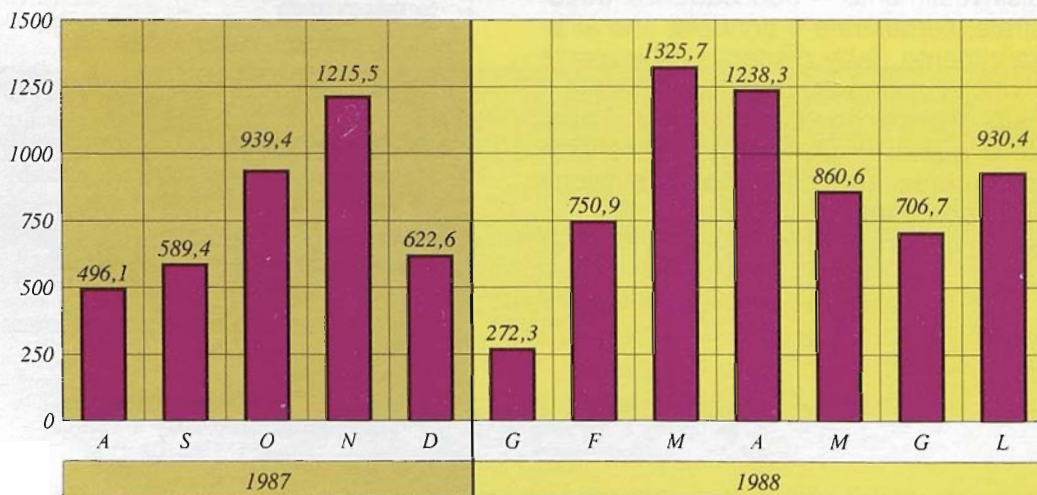
5 La pagina dell'azionista

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



QUANTITATIVI AZIONARI TRATTATI (Borsa di Milano)

(dati in milioni)



L'andamento del mercato azionario

Il 1988 è stato finora caratterizzato da un andamento borsistico alterno, con fasi espansive o recessive della durata massima di un bimestre: rispetto all'inizio dell'anno l'indice Comit segna comunque un rialzo del 9,6%.

L'entità del rialzo è comunque maggiormente significativa se posta in relazione con i minimi del 9/2/1988 (+25%), mentre sta attualmente registrando un lento ma costante avvicinamento al valore Comit del 21/3 (indice a 545), dal quale dista ancora il 2,5%.

Rispetto all'andamento delle principali piazze mondiali nel periodo del dopo-crash, la Borsa di Milano ha tuttavia mostrato di non riuscire a recuperare né a darsi una sostanziale stabilità di base: rispetto ai 12 mesi precedenti, infatti, il calo delle quotazioni ordinarie supera il 25% mentre, rispetto all'ormai lontano 1986, la differenza negativa sfiora il 45%.

In un mercato sostanzialmente piatto, con controvalori scambiati raramente superiori ai 180 miliardi, caratterizzato dall'andamento poco brillante della raccolta dei Fondi Comuni d'Investimento (che continua ad essere negativa ormai da 10 mesi consecutivi) e dall'assenza dalle "corbeille" di risparmiatori delusi dal poco felice 1987, sono emerse numerose manovre speculative incentrate su alcune delle più importanti operazioni in capo ai principali gruppi.

Acquisizioni, fusioni, scalate, sulla scia di quanto accadeva in USA e in Europa, non sono mancate nemmeno sul mercato italiano: la mancanza di regolamentazioni in materia di OPA (peraltro al vaglio della CONSOB) e la necessità di maggior tutela degli azionisti di minoranza, evidenziatisi ad esempio nelle operazioni Montedison-Meta e Buitoni-

Nestlé, hanno scatenato non poche polemiche.

D'altro canto le condizioni di un mercato piuttosto depresso hanno indotto le imprese a ricorrere a forme di finanziamento alternative: nei primi 6 mesi 1988 sono stati portati a termine aumenti di capitale a pagamento per soli 1018,7 mld. (-75% rispetto al corrispondente periodo del 1987), nonostante la necessità di finanziamento per le società, impegnate a ristrutturarsi in vista del 1992. Gli stessi istituti bancari sono molto più cauti nell'assumere nuovi impegni a sottoscrivere tali operazioni.

Sono tuttavia alle porte due operazioni particolarmente impegnative: l'aumento del capitale sociale delle Generali per 1100 mld. e l'offerta dei titoli Ferruzzi-Finanziaria agli azionisti Montedison in concambio delle Iniziative Meta possedute, le cui modalità sono tuttavia ancora passibili di variazioni in relazione alle ultime operazioni del Gruppo (ci riferiamo in particolare alla vendita della Standa).

Dopo un mese di maggio piuttosto fiacco, giugno e luglio sono stati caratterizzati da una domanda vivace (che si è ripercossa sui volumi medi trattati, passati da 100 a oltre 160 mld.), riconducibile a diversi fattori:

- il buon andamento delle società;
- il basso livello degli indicatori prezzo/utile per gran parte dei titoli;
- una politica di più accentuato sostegno al corso dei titoli da parte dei grandi gruppi;
- un riavvicinamento (per ora cauto) della componente estera, da lungo assente dal nostro mercato.

Se l'inizio dell'88 aveva posto alla ribalta "europea" il Gruppo De Benedetti, l'attenzione si è successivamente spostata sul Gruppo Ferruzzi, che, nell'ottica di riduzione dell'alto indebitamento ha ceduto la STANDA, ritenuta non strategica, al Gruppo FININVEST, per circa 1000 mld. ovvero ad un prezzo

più che doppio rispetto ai corsi di borsa.

Esaminando più analiticamente i dati dell'ultimo trimestre, si nota che l'indice globale è avanzato del 6%, con spunti significativi nel cartario-editoriale e nel commercio (15,46%) mentre l'*assicurativo* ha confermato di non essere più il settore trainante, essendo generalmente ritenuto come sovrastimato (-0,10%). Le Generali, nonostante i brillanti risultati gestionali, hanno negativamente risentito della scalata alle MLI, resa difficoltosa dall'intervento del governo francese. La performance è comunque del 2,5% e consente all'intero comparto di rimanere ai livelli del trimestre precedente, senza risentire dei cali di quasi tutte le altre compagnie quotate, specialmente nei titoli a risparmio (in alcuni casi, come RAS, superiori al -10%). Tra i blue-chip in evidenza, le SAI ord. (+9%).

Il settore bancario è riuscito a recuperare circa il 6% nel trimestre, limitando così al 4,5% la performance negativa rispetto a inizio anno.

In luce, tra le banche di interesse nazionale, COMIT e BANCO DI ROMA con recuperi superiori, rispettivamente, al 10% ed al 17% nei titoli ordinari: anche qui si nota una penalizzazione dei titoli a risparmio, sebbene i rendimenti offerti in termini di dividendi siano da considerarsi soddisfacenti. Ad esempio, le azioni BNL risparmio perdono il 18%, quelle NBA risparmio circa il 9%. Da segnalare un particolare interesse per INTERBANCA, sulla base di voci di una possibile vendita da parte della controllante BNA: il titolo ha così guadagnato il 27% nel trimestre.

Tra le *cartarie-editoriali* vivaci le BURGO (+12%) e POLIGRAFICI (+31%), mentre i *cementi* non riescono a ripetere l'esito brillante del 1987, con un progresso da inizio anno del 3,4% (+6,5% nell'ultimo trimestre): si ritengono comunque ancora valide le potenzialità del settore, specie per quanto riguarda

il grosso piano di investimenti pubblici previsto.

Piena ripresa dei *chimici* (+11%), sulla spinta del rinnovato interesse per Montedison (+15%) nell'imminenza della discussa operazione di fusione Meta-Ferruzzi Finanziaria, le cui azioni saranno date in concambio agli azionisti Montedison: interesse anche dall'estero sulla scia della Dow Chemical, colosso americano (la cui partecipazione potrebbe essere salita ben oltre il 5% ufficialmente dichiarato).

Forte "exploit" della SNIA BPD (+26%). PIRELLI SpA non ha invece mantenuto la brillantezza del periodo precedente, mostrando tuttavia segni di ripresa sul finire di luglio (+4,8%).

Il quasi raggiunto accordo politico sulla SUPERSTET, con il completo riordino delle *telecomunicazioni* ed il nutrito piano di sviluppo e di investimenti necessario per raggiungere standard di efficienza europei, hanno dato impulso al comparto (+13%): in particolare SIP è salita da 2.080 a 2.780 lire, mentre SIRTI da Lit. 7.200 a Lit. 8.796.

Le note polemiche su ALITALIA hanno invece penalizzato il titolo del 7%.

Nel comparto del *commercio*, oltre a STANDA (+20%), molto trattate le RINASCENTE (+17%). Il settore grande-distribuzione è caratterizzato da una notevole liquidità giornalmente disponibile: questo e le possibili sinergie col settore pubblicitario-TV, di cui Fininvest è fra i leader in Italia, spiegano l'interesse verso la STANDA del Gruppo Berlusconi (finora restio all'ingresso in Piazza Affari).

Notevoli contrasti tra i *finanziari* (+8,2%), mentre nel comparto *meccanico* (+3,8%) si evidenziano i brillanti recuperi di MARELLI (+32%) che ha brillantemente concluso un 1987 di profonda ristrutturazione, atto a dare al Gruppo una dimensione "europea" nel settore della componentistica. Il Gruppo DE BENEDETTI è invece risultato meno "seguito" dagli operatori (OLI-

VETTI perde nel trimestre 0,5%). La FIAT recupera le 9700 lire, mentre prosegue il "boom" dell'auto. Anche dall'estero qualificati analisti consigliano l'acquisto del titolo: i brillanti risultati del 1987 sembrano poter essere addirittura migliorati nell'esercizio in corso.

Tra i *metallurgici*, performance del 30% per la FALCK, che sembra poter superare le grosse difficoltà del settore, anche a livello CEE; tra i *tessili* la MARZOTTO riporta un +17,6%, sulla base delle grosse potenzialità del Gruppo (la stessa Zucchi segna un incremento del 18%). Trascurata STEFANEL (salita da Lit. 6.000 a Lit. 6.130), mentre BENETTON si riporta sopra le 10.900 lire rimanendo comunque ben distante dai valori di 12 mesi prima.

Per quanto concerne lo sviluppo futuro del mercato borsistico, vi sono segni di cautela da parte degli investitori e degli operatori che, nonostante l'incoraggiante inizio del mese di agosto (sotto il profilo dei prezzi e dei volumi) ed il rinnovato interesse dell'estero, seguono con molta attenzione sia gli sviluppi della politica fiscale del Governo (aumento dell'IVA e riduzione dell'IRPEF), sia i paralleli influssi sulla spesa pubblica italiana, sul deficit e sui tassi interni. In effetti questi ultimi si mantengono su livelli "reali" molto alti e concorrenziali rispetto allo stesso investimento azionario, ovviamente caratterizzato da maggior rischio, sollecitando i risparmiatori a finanziare il disavanzo dello Stato a saggi più remunerativi e frenando di conseguenza l'afflusso di liquidità su Piazza Affari.

Gli aumenti di capitale delle società quotate

Sono state abbastanza numerose le società che nel periodo considerato (maggio - luglio 1988) hanno dato esecuzione ad operazioni di aumento di capitale approvate nei mesi precedenti. Complessivamente hanno avuto attuazione aumenti di capitale per un importo globale pari a 588 miliardi di lire, di cui 118 in linea gratuita e 470 a pagamento. Il volume globale delle operazioni ha confermato, quindi, il trend crescente che aveva cominciato a manifestare all'inizio dell'anno in corso.

Tra gli aumenti a pagamento sono degni di nota quello dell'*Euromobiliare* con assegnazione di una nuova azione ordinaria ogni 2 azioni ordinarie o di risparmio possedute, nonché quello dell'*Unipar*, ex Unione Chimica Europea (U.C.E.). La società, che si è trasformata in holding assicurativa, con l'operazione in oggetto porterà il suo capitale da 10 a 152 miliardi: tale ricapitalizzazione dovrebbe permetterle di adeguare il proprio patrimonio alle dimensioni del polo assicurativo che raggruppa (350 miliardi di premi).

Di rilievo anche l'aumento di capitale a pagamento promosso dalla *Banca Provinciale Lombarda*, il cui capitale passa da 120 a 160 miliardi.

L'operazione di aumento a pagamento della *Provinciale* (1 azione ordinaria + 4 azioni privilegiate ogni 15 azioni possedute di qualsiasi categoria) è preceduta dal frazionamento di ogni azione ordinaria e privilegiata (v.n. lire 2000 caduna) in due azioni da lire 1000 della rispettiva categoria.

L'*Alitalia* ha proceduto invece a dar corso ad un aumento in forma mista con maggiorazione gratuita del valore nominale delle azioni, successivo raggruppamento delle stesse e all'assegnazione di 1 azione di categoria A (ordinaria) + 1 azione di risparmio n.c. ogni 8 azioni di qualsiasi categoria possedute.

Ancor più nutrito è il numero delle società che hanno annunciato prossimi

aumenti a pagamento. Di rilievo l'operazione della *Cartiere Binda De Medici* con la quale la società porterà il suo capitale a circa 70 miliardi di lire e che avverrà con assegnazione di una nuova azione ogni vecchia posseduta.

Numerose sono le compagnie di assicurazioni che hanno deliberato prossimi aumenti di capitale; nel prossimo autunno dovrebbe avere attuazione l'aumento in forma mista delle *Generali*: agli azionisti sarà assegnata una nuova

azione gratuita ogni vecchia azione posseduta e gli stessi avranno anche diritto a sottoscrivere una azione a pagamento ogni 2 azioni possedute.

La *Vittoria Assicurazioni* e l'*Alleanza*, infine procederanno all'assegnazione gratuita di una nuova azione ogni 5 possedute. Misto sarà invece l'aumento previsto dall'*Unipol* ed esclusivamente a pagamento l'operazione dell'*Ausonia* con assegnazione di 1 azione ogni 10 possedute.

Aumenti di capitale (Operazioni eseguite nel trimestre maggio-luglio 1988)

Società	Variazione del capitale (miliardi di lire)					Sovrap- prezzo (miliardi di lire)	Modalità di esecuzione
	da	a	Gratis	Pag.	Totale		
Alitalia	421,8	585	46,8	117	163,8	93,6	Maggiorazione gratuita del valore nominale da L. 270 a L. 300, 1 az. cat. "A" ord. + 1 az. di risp. non conv. ogni 8 possedute di qualsiasi categoria, previo raggruppamento di 10 az. vecchie in 3 nuove di V.N. L. 1.000
B. Prov. Lombarda	120	160	—	40	40	40	Frazionamento di ogni az. ord. o priv. - v.n. 2000 in 2 azioni della rispettiva categoria - v.n. 1000 cad.; 1 az. ord. + 4 azioni privilegiate ogni 15 azioni possedute di qualsiasi categoria
Banca S. Paolo Brescia	70	85	—	15	15	30	3 az. ord. ogni 14 possedute
Banco S. Geminiano e S. Prospero	24,3	32,4	2,7	5,4	8,1	27	1 nuova azione gratis ogni 9 azioni vecchie possedute; 2 nuove azioni a pagamento ogni 9 azioni possedute
Bavaria Ass.ni	6	33	—	27	27	0,027	Riduzione capitale con abbattimento v.n. azioni da L. 40 a L. 20 cad.; raggruppamento di 50 az. v.n. L. 20 in 1 nuova az. v.n. 1000 9 nuove az. v.n. 1000 cad. ogni 2 az. v.n. 1000 cad.
Credito Commerciale	60	100	10	30	40	15	1 az. gratis ogni 6 possedute; 1 nuova azione a pagamento ogni 2 azioni possedute prima dell'assegnazione gratuita di cui sopra
Euromobiliare	22,014	34,714	—	12,7	12,7	50,8	1 az. ordinaria ogni 2 az. ord. o di risp. possedute
Fiar	7,15	7,865	0,715	—	0,715	—	1 nuova az. ordinaria - v.n. L. 1000 - ogni 10 az. possedute
Finanziaria Centro Nord	20,7	29,6	8,9	—	8,9	—	3 az. gratis ogni 7 possedute
Sirti	150	200	50	—	50	—	1 nuova azione gratis ogni 3 azioni possedute
Tripcovich	13,1	21,9	—	8,8	8,8	9,24	2 az. ord. o di risp. ogni 3 azioni possedute
Unipar (ex UCE)	10,1	152,1	—	142	142	—	14 az. ordinarie ogni 1 azione posseduta

Aumenti di capitale (Prossime operazioni)

Società	Variazione del capitale (miliardi di lire)					Sovrap- prezzo (miliardi di lire)	Modalità di esecuzione
	da	a	Gratis	Pag.	Totale		
NAI	5,824	99,008	—	93,184	93,184	1,165	16 nuove azioni ogni 1 azione posseduta
Perlier	10,2	19,38	—	9,18	9,18	—	9 azioni nuove ogni 10 possedute
Sacip	55	275	—	220	220	—	4 azioni ordinarie ogni 1 azione posseduta
SME	314,01	436,125	34,89	87,225	122,115	87,225	Aumento gratuito del v.n. da lire 450 a lire 500; Raggruppamento di 2 azioni da nominali lire 500 in 1 nuova azione da lire 1000; 1 nuova azione ogni 4 azioni possedute dopo il raggruppamento
SMI Metalli Italiani	193,125	202,781	9,656	—	9,656	—	Frazionamento di ogni azione ordinaria o di risparmio da lire 2000 a lire 1000 di v.n. 1 nuova azione gratis - v.n. lire 1000 - ogni 20 azioni possedute dopo il frazionamento
Sopaf	84,75	101,7	—	16,95	16,95	da determ.	1 az. ord. ogni 5 possedute di qualsiasi categoria
Unipol Assicurazioni	80,67	96,81	8,07	8,07	16,14	24,21	1 nuova azione ord. o priv. gratis ogni 10 az. possedute della medesima categoria; 1 nuova az. ord. o priv. a pagamento ogni 10 az. possedute della stessa categoria
Vittoria Assicurazioni	10	12	2	—	2	—	1 nuova azione gratis ogni 5 vecchie possedute
Alleanza Assicurazioni	144	172,8	28,8	—	28,8	—	1 nuova az. ord. o di risp. ogni 5 azioni della stessa categoria possedute
Aturia	4,31	16,03	—	11,72	11,72	—	55 nuove az. ordinarie - v.n. lire 170 - ogni 20 azioni possedute
Ausonia Assicurazioni	175	192,5	—	17,5	17,5	17,5	1 nuova azione ogni 10 possedute
Cantieri Metallurgici Italiani	42	48	6	—	6	—	1 nuova azione gratis ogni 7 vecchie possedute
Cartiere Binda De Medici	34,65	69,3	—	34,65	34,65	34,65	1 nuova azione ogni 1 azione posseduta
Credito Lombardo	34	64	17	13	30	4,55	1 nuova azione gratis ogni 2 azioni possedute
Credito Romagnolo	91,4	121,9	—	30,5	30,5	30,5	1 az. ord. nuova ogni 2 az. possedute
Dalmine	238,14	381,024	—	142,884	142,884	—	3 nuove az. ord. - v.n. lire 350 - ogni 5 vecchie azioni possedute
De Angeli Frua	18,45	345,94	39,21	288,28	327,49	34,593	Maggiorazione gratuita del v.n. da lire 800 a lire 2.500. 5 nuove azioni - v.n. lire 2.500 - ogni 1 vecchia azione posseduta
Del Favero	13,5	14,2	—	0,7	0,7	da determ.	1 az. ogni 5 possedute
Firs	12,6	36,12	2,52	21	23,52	14,28	1 az. gratis ogni 5 della stessa categoria; 5 az. ogni 3 possedute prima dell'operazione di cui sopra della stessa categoria
Generali	420	1050	420	210	630	840	1 nuova azione gratis ogni 1 vecchia az. posseduta; 1 nuova azione a pagamento ogni 2 vecchie possedute prima dell'assegnazione gratuita di cui sopra

Le matricole di Borsa

Nel mese di maggio ha avuto attuazione il collocamento delle azioni della *Avir Finanziaria*, impresa operante nel settore del vetro, con il quale la società ha fatto sottoscrivere al pubblico 7 milioni di azioni, che rappresentano il 15,84% del suo capitale.

In giugno si è conclusa, invece, l'offerta pubblica di vendita di azioni ordinarie della *Enichem Augusta*, al cui consorzio di collocamento ha partecipato anche l'Istituto Bancario San Paolo di Torino.

La *Enichem Augusta* è una società di primo piano del ramo chimico dell'ENI: è specializzata nella produzione di sostanze chimiche di base per la detergenza, nella preparazione di basi sintetiche per lubrificanti e nella produzione di cherosene deparaffinato (carburante per aviogetti).

Con l'operazione in oggetto, la società ha collocato 30 milioni di azioni ordinarie, pari al 25% del capitale sociale, al prezzo di lire 1.250 caduna contro una stima peritale di lire 1.450 fatta dal Comitato direttivo degli Agenti di Cambio della borsa di Milano.

Le azioni Enichem Augusta verranno quotate presso la borsa valori di Milano.

Offerte al pubblico di azioni di società da quotare in Borsa

Collocamenti relativi al trimestre maggio-luglio 1988

Società	Settore attività	Azioni offerte (milioni)	Quota capitale (%)	Valore nominale (lire)	Prezzo di vendita (lire)	Stima peritale (lire)	Note
Avir Finanziaria	Ind. del vetro	7	15,9	500	6.000	7.100	
Enichem Augusta	Ind. petrolifera	30	25	1.000	1.250	1.450	Richiesta quotazione MI

Collocamenti preannunciati

I.V.G.	Ind. gomma	3,25	25	1.000	2.800	3.500	Richiesta quotazione MI-VE
--------	------------	------	----	-------	-------	-------	----------------------------

Profilo della SISA S.p.A.

Origini e attività

Costituita nel 1947, la "Società Imballaggi Speciali Asti SpA" ha gradualmente ampliato le proprie attività affermandosi sul mercato degli imballaggi in cartone ondulato quale maggior produttore nazionale.

Dal 1° ottobre '80, a seguito dello scorporo delle attività industriali relative allo stabilimento di Asti, la Società opera come *finanziaria di partecipazione* con compiti di coordinamento e controllo delle varie unità operative del Gruppo: i dieci stabilimenti di cui si avvale sono dislocati in Piemonte, Veneto, Lombardia e Puglia.

A sostegno dei programmi di crescita e sviluppo dell'azienda e del gruppo, in data 24 giugno '87 è stata presentata alla CONSOB domanda di ammissione alla quotazione ufficiale alle borse valori di Milano e Torino, secondo i disposti dell'Assemblea ordinaria del 31/3/87, con aumento del capitale sociale da 24 a 32 miliardi e contestuale emissione di n. 8 milioni di azioni ordinarie (valore nominale L. 1.000) da collocare in pubblica sottoscrizione al prezzo di L. 2.450 (L. 1.450 di sovrapprezzo).

L'operazione, condotta da un consorzio al quale ha aderito l'Istituto Bancario San Paolo di Torino, si è positivamente conclusa e il 1/2/88 la società, dopo un periodo di permanenza al terzo mercato, ha esordito al listino di Milano e Torino, ad una quotazione inferiore al collocamento (L. 1.780) anche in considerazione del cattivo momento della borsa. Attualmente, il controllo della Società è garantito da un patto di sindacato di blocco che raggruppa oltre il 50% del capitale e di cui fanno parte la Compagnia Fin. Nord. Occ. (Fam. Luzzati e Migliani di Genova, con il 20%), la Arde-ma (fam. Artom di Torino, con il 18,8%), e le famiglie Visconti e Scire (con il 13,7%).

Presente sul mercato nella produzione e commercializzazione di imballaggi in

cartone ondulato con una capillare presenza nei segmenti in cui si articola il settore, la SISA S.p.A. è il quarto produttore di cartone ondulato a livello nazionale (con una quota di mercato del 6,24%) ed il secondo nel campo degli imballaggi finiti (oltre 122 mila tonn., una quota di oltre il 7%). La società opera soprattutto su commesse derivanti da singoli ordini o da contratti di fornitura semestrali, fruendo di un rapporto consolidato con clienti (complessivamente circa 3.000), tra i quali molti tra i più importanti gruppi italiani nei vari settori merceologici: il gruppo è infatti presente con una propria organizzazione di vendita su tutto il territorio nazionale.

Situazione economico-finanziaria

Il bilancio 1987 della SISA si è chiuso a livello consolidato con un fatturato di 117,3 miliardi e un utile di 5,5 miliardi dopo accantonamenti per imposte per oltre 2,6 miliardi, permettendo la distribuzione di un dividendo unitario di L. 30, (L. 15 nell'86) in pratica più che raddoppiato rispetto all'esercizio precedente se si considerano gli 8 milioni di azioni immesse sul mercato. Globalmente il monte dividendi è infatti salito da 360 a 960 milioni.

Dal punto di vista patrimoniale, l'aumento di capitale 1987 ha permesso di raccogliere liquidità per 19,6 miliardi, aumentando il peso dei mezzi propri (57 miliardi) sul capitale investito dal 31,9% al 43%; se si considerano i soli immobilizzi netti, il patrimonio netto ne garantisce ampiamente la copertura (rapporto di 1,19).

Il temporaneo posizionamento della liquidità generata dall'aumento di capitale in titoli pubblici ha permesso di incrementare l'eccedenza del capitale circolante sulle passività a breve, migliorando così l'indice di tesoreria rispetto all'anno precedente (1,66 rispetto a 1,42). In particolare i debiti a breve verso banche sono pari a 11,2 miliardi, mentre quelli a medio, contratti a tassi compresi tra 4,8% e 13,5%, ammontano a 11,4 miliardi.

Esaminando il conto economico, l'incremento dell'utile netto (+11,6%) si spiega soprattutto con la riduzione degli oneri finanziari ed in parte con un saldo positivo della gestione straordinaria (480 miliardi); i costi operativi infatti hanno avuto una dinamica maggiore di quella del fatturato, passato da 111,946 a 117,293 miliardi, riducendo conseguentemente l'incidenza del reddito operativo passato dal 10,3% del 1986 all'8,9% del 1987.

La migliorata situazione finanziaria e l'ottimo avvio delle vendite nell'88 (nel 1° trimestre il fatturato è infatti salito del

3% rispetto all'anno precedente), fanno ritenere che probabilmente anche l'esercizio in corso vedrà un'ulteriore crescita degli utili.

Dopo aver acquisito il controllo della VI-SAGIS Intern. São Paulo (industria brasiliana del comparto dolciario) ed aver effettuato l'investimento di portafoglio in 500.000 azioni della AKROS Finanziaria (operazioni concluse nel 1987), nei pri-

mi mesi del 1988 la SISA ha continuato l'azione di diversificazione delle proprie partecipazioni: nel 2° trimestre del c.a. la Società ha infatti acquisito (tramite la controllata SIFIS) il pieno controllo della CISIT (Cartotecnica Imballaggi Speciali Italiani) di cui già da tempo deteneva il 50%, e di conseguenza il controllo su SIVEA (Scatolifici Veneti Associati) di Vicenza, che nel 1987 ha fatturato 23,2

Principali dati di bilancio della SISA S.p.A.

Stato patrimoniale al 31/12/1985, al 31/12/1986 ed al 31/12/1987 (in milioni di lire)

ATTIVITÀ	1985	1986	1987	PASSIVITÀ	1985	1986	1987
Immobilizzazioni tecniche nette	39.368	39.167	43.669	Capitale Sociale	10.000	24.000	32.000
Immobilizzazioni immateriali	638	378	1.194	Riserve	16.824	4.781	21.006
Immobilizzazioni finanziarie	1.056	959	3.557	Utili	2.087	4.950	5.524
Attività immobilizzate (1)	41.062	40.504	48.420	Dividendo	(200)	(360)	(960)
Scorte d'esercizio	13.059	13.669	13.273	Patrimonio netto (3)	28.711	33.371	57.570
- Banche e titoli	16.252	16.723	32.128	Fondi	7.796	8.289	9.072
- Clienti e crediti diversi	30.968	33.761	37.553	Finanziamenti medio-lungo	19.167	15.253	11.379
Attività a breve (2)	60.279	64.153	82.954	Quote di capitale netto terzi	2.125	2.681	3.404
Totale attività (1+2)	101.341	104.657	131.374	Passività medio-lungo (4)	29.088	26.223	23.855
				Debiti finanziari a breve	12.538	14.924	17.597
				Debiti commerciali	21.594	18.347	21.668
				Altre passività correnti	9.410	11.792	10.684
				Passività a breve (5)	43.542	45.063	49.949
				Totale passività e patrimonio netto (3+4+5)	101.341	104.657	131.374

miliardi con un utile lordo di oltre 2 miliardi.

Nell'ambito di tali intese la SISA ha ceduto il 10% dello Scatolificio F.lli Ronca S.p.A. di Verona: l'operazione è costata complessivamente 4,5 miliardi.

È stato successivamente avviato un piano di riassetto della holding SISA S.p.A. finalizzato all'eliminazione delle società aventi ruolo di finanziarie pure,

le cui partecipazioni verranno gradualmente rilevate dalla capogruppo, con risparmio di costi societari e di strutture.

È il caso della SIFIS, che in data 1.6.1988 è stata incorporata dalla SISA S.p.A. stessa.

Conto economico

(in milioni di lire)

	1985	1986	1987
Fatturato	114.840	111.946	117.293
Costo del venduto	(106.637)	(100.389)	(106.817)
Risultato operativo	8.203	11.557	10.476
Oneri finanziari netti	(5.211)	(2.952)	(2.035)
Prov./Oneri diversi	(917)	12	(480)
Risultato lordo imposte	3.909	8.593	8.921
Imposte	(1.260)	(3.093)	(2.633)
Risultato netto imposte	2.649	5.500	6.288
Quota competenza terzi	(562)	(550)	(764)
Utile netto consolidato	2.087	4.950	5.524

Risvolti ed effetti della nuova normativa valutaria

L'entrata in vigore (il 1° ottobre) della nuova normativa valutaria, segna un punto fermo nella storia non breve e tormentata dell'intervento pubblico sui cambi, finalizzato al controllo della bilancia dei pagamenti, ed un ulteriore passo nel cammino verso la reale unità europea.

Già la prima direttiva CEE dell'11 maggio 1960, aveva disposto che i vari Stati membri dovessero modificare ed armonizzare la propria normativa in materia di movimenti di capitale al fine di limitare, il più possibile, gli ostacoli alla circolazione della ricchezza all'interno dell'Europa dei Dodici.

Tale direttiva era stata peraltro successivamente e progressivamente derogata attraverso l'introduzione delle cosiddette "clausole di salvaguardia", previste dagli artt. 108, 109 e 73 del Trattato di Roma.

Le bufere valutarie degli anni '70 sembravano aver definitivamente relegato questi principi nel mondo delle buone intenzioni.

In questo contesto spiccava, per l'Italia, la Legge n. 159 del 1976 che sanzionava penalmente l'omessa cessione di divise estere nonché l'esportazione o la creazione di disponibilità di valute all'estero.

Un tale sistema, per quanto in buona parte reso necessario da obiettive necessità di politica economica, non poteva certamente essere considerato coerente con le tendenze comunitarie e con l'attuazione del Trattato di Roma, principalmente per l'approssimarsi di una serie di scadenze imposte agli Stati membri in vista della realizzazione dell'integrazione finanziaria europea (il co-

siddetto "grande mercato", passo successivo al mercato unico delle persone, ovvero alla libertà di circolazione fra cittadini dei Paesi CEE).

Nel corso degli ultimi anni, la mutata congiuntura internazionale ed il ridursi delle disparità economiche tra i vari paesi membri, dovute anche al funzionamento sostanzialmente buono dello SME, hanno reso possibile a quei paesi che – come il nostro – si erano trovati nelle condizioni di dover proteggere le proprie monete da troppo marcate fluttuazioni sui mercati internazionali, di smantellare progressivamente buona parte dei meccanismi di difesa, che andavano in effetti a concretizzarsi in ostacoli amministrativi e penali all'operatività degli imprenditori verso l'estero. La strada della omogeneizzazione del nostro sistema con quello auspicato dagli organismi comunitari è stata imboccata con la Legge n. 599 del 26/9/1986 – approvata dopo un tormentato iter parlamentare – che ha delegato all'Esecutivo l'emanazione di disposizioni in materia valutaria ed in particolare di un Testo Unico, diretto ad un coordinamento e riordino della normativa con l'adozione delle necessarie verifiche di conformità e dei principi di adeguamento al diritto comunitario.

Con successivo DPR 454 del 1987 – la cosiddetta "Bozza Ruggiero" – si sono posti i fondamenti dei nuovi principi, provvedendosi a stilare un compendio limitato di disposizioni, dettanti regole di carattere sostanziale e processuale ispirate alla libertà delle relazioni con l'estero, nei limiti della compatibilità con i superiori interessi pubblici nazionali costituiti dalla politica monetaria e dal-

l'equilibrio della bilancia dei pagamenti.

Viene rovesciato il principio esistente in materia valutaria secondo il quale "è tutto vietato, salvo quanto espressamente autorizzato" e sostituito da quello, mutuato dal diritto penale, secondo cui "un comportamento è lecito qualora non sia espressamente vietato".

Da questo sostanziale ribaltamento di principi ha origine il passaggio da un sistema di autorizzazioni, speciali o generali, ad un sistema nel quale sono consentite tutte le operazioni fra soggetti nazionali e non residenti, fatta salva la possibilità di introduzione di eccezioni o limitazioni che si concretizzano in divieti in deroga. Tale meccanismo si estrinseca nel conseguente venir meno delle imputazioni fondate sulla mancanza del requisito di legittimità.

L'incognita che si pone, in questo contesto, in attesa della normativa di attuazione, è se le restrizioni in deroga saranno predisposte con una previsione astratta e generica, ricomprendendosi nelle stesse intere categorie di operazioni, oppure se verrà individuato un analitico e tassativo elenco delle specifiche eccezioni, con il conseguente pericolo di mancata inclusione per semplice omissione.

La situazione che potrebbe derivare da quest'ultima ipotesi è facilmente intuibile. Da un lato l'operatore, facendosi forte del fatto che una determinata operazione non risulta ricompresa nella serie di divieti, si appellerà alla presunzione che essa ricada nel principio generale della liberalizzazione; d'altro canto la banca, sulla base delle peculiarità tecniche che assimilano l'operazione me-

desima al complesso di quelle vietate, si troverà a fronteggiare un dilemma di non facile soluzione: o dar corso all'operazione, trovandosi però esposta alle possibili sanzioni amministrative previste dal diritto valutario, oppure ostacolarne l'effettuazione d'iniziativa bancaria con il rischio di incorrere in eventuali azioni civili promosse dai clienti.

I nuovi principi del sistema sono stati puntualizzati ed esplicitati con successivo D.M. n. 21 del 1/2/1988, recante norme di attuazione nonché previsione di modalità esecutive dei precetti abbozzati dal D.P.R. n. 454.

Il capovolgimento del principio del "tutto vietato" è alla base di un meccanismo di riforma che pur conferendo, almeno "in fieri", un'ampia sfera di autonomia agli operatori con l'estero, non li sottrae d'altro canto totalmente al controllo della Pubblica Amministrazione.

Importante resta quindi l'individuazione dei soggetti passivi cui la norma in esame è diretta. La definizione di "residente" e la sua differenziazione da quello di "non residente" si configurano quale elemento essenziale del sistema, essendo possibile derivare da tale qualifica la determinazione dell'area destinata ad interferire con il sistema del controllo.

Con il citato D.M. 21 viene introdotto un elenco di elementi probatori dell'esistenza della residenza valutaria, quale punto centrale dell'applicabilità della disciplina italiana.

Ugualmente viene data una puntuale definizione del concetto di valuta estera, tale da comprendere (oltre i biglietti di banca e stato esteri, i titoli di credito che servono per effettuare i pagamenti ed i crediti liquidi ed esigibili derivanti da conti aperti presso le Banche od altri intermediari finanziari) anche i titoli di credito di natura obbligazionaria, purché in scadenza entro un termine non superiore a sei mesi. Si individua in tale definizione, una scelta empirica: non è dubitabile infatti che un titolo a così

breve termine sia "moneta" (si pensi ai BOT di pari scadenza), ma riesce difficile immaginare l'utilizzo di tale strumento per regolare un debito verso l'estero od estinguere un finanziamento. Ciò anche in relazione al fatto che la norma non prevede l'obbligo di cessione, caratteristica delle monete propriamente dette, bensì l'immissione obbligatoria in deposito.

Con il D.P.R. sopra citato, infine, facendo espresso riferimento ai trattati CEE, vengono identificate le operazioni oggetto della nuova disciplina, nonché i soggetti abilitati a compierle.

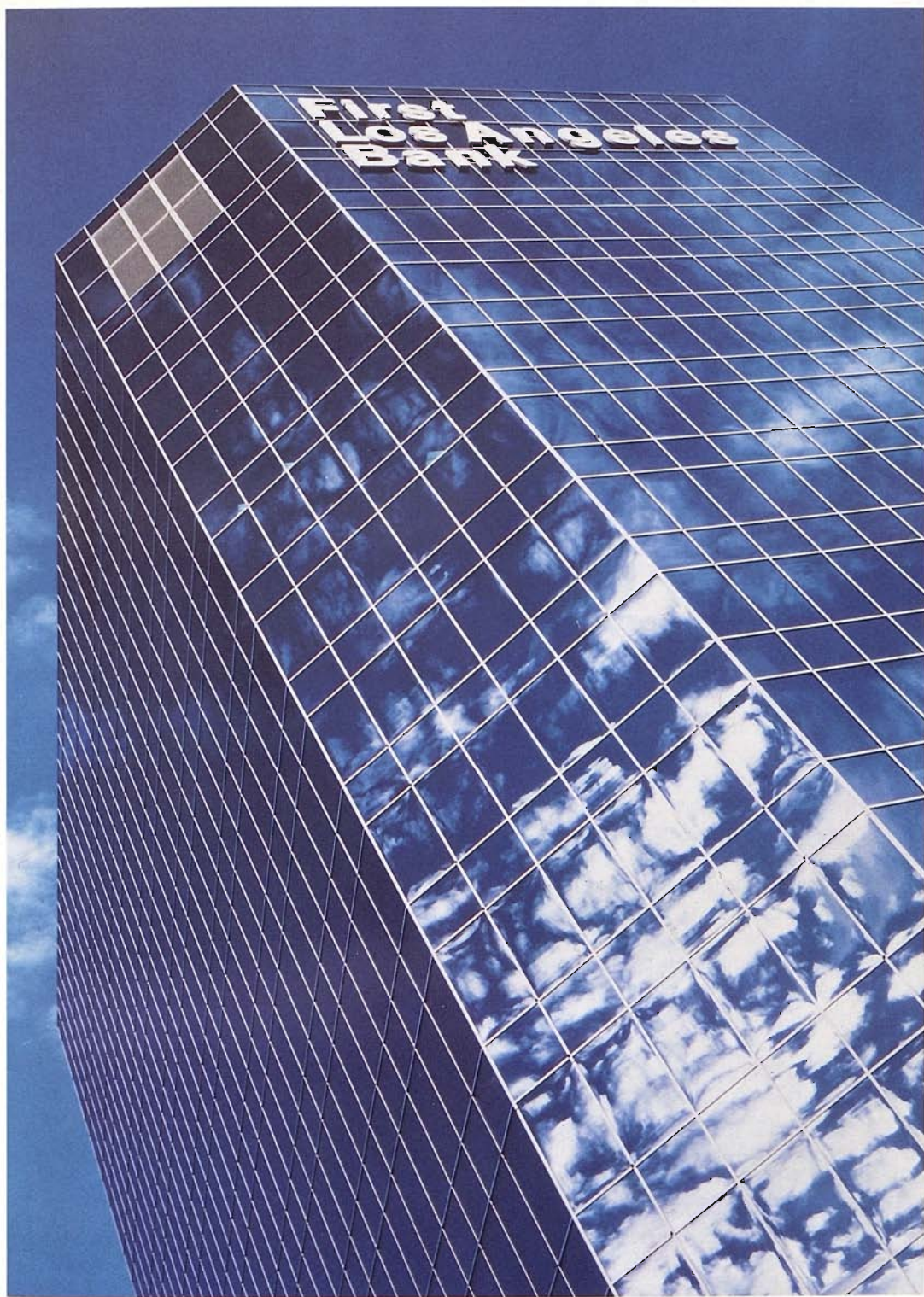
In effetti l'intero sistema, così come si viene a presentare ad un osservatore, continua a reggersi su un principio che è in contrasto con quello conclamato di liberalizzazione. Si tratta del cosiddetto "monopolio dei cambi" riservato allo Stato tramite l'Ufficio Italiano Cambi.

La nuova normativa prevede che le singole banche abilitate ad operare sull'estero, pur agendo in nome e per conto proprio, lavorano sulla base di una *autorizzazione* dell'Istituto di emissione. Si ravvisa in ogni caso una innovazione di non poco conto rispetto al principio delle banche agenti introdotto con DLLgt 17/5/45 n. 331 (meccanismo della "concessione").

Il nuovo testo riconosce quindi in capo alle aziende di credito il diritto di operare sull'estero, pur ammettendo che tale diritto, a mente dei principi generali dell'ordinamento amministrativo, possa essere in qualche modo compresso. L'autorizzazione infatti, così come intesa nella nostra normativa, ha il preciso fine di rimuovere i limiti alla concreta esplicazione del diritto imposti ai singoli soggetti.

Nel sistema del DLLgt 331/45, viceversa, era consentito alle banche operare sull'estero solo in quanto "agenzie" della Banca d'Italia, unica titolare del diritto in parola.

La concessione che caratterizzava il sistema pre-riforma, implicava l'inesi-



First Los Angeles Bank (Gruppo San Paolo), California, USA.

stenza di tale diritto in capo al soggetto: diritto che veniva per così dire "creato" a seguito del provvedimento dell'autorità.

Ciò premesso resta da vedere se la tanto "vantata liberalizzazione" comporti effettivamente *per gli operatori* sostanziali modifiche rispetto al passato, in relazione anche alle "zone d'ombra" tuttora esistenti e che dovranno essere chiarite da ulteriori decreti attuativi e norme regolamentari (es.: termini di regolamento delle operazioni commerciali e finanziarie, disposizioni in materia di finanziamenti in valuta, strumenti di protezione dal rischio di variazione del cambio ecc.).

La sussistenza di norme restrittive ed il permanere del monopolio dei cambi comportano il rimanere a carico dei residenti una serie di vincoli e divieti non dissimili dai precedenti, quali l'obbligo di:

a) cessione delle valute estere, nel termine perentorio di 60 giorni; b) il versamento delle valute estere alle banche abilitate per l'accreditamento sui conti di cui gli operatori possono essere intestatari; c) il deposito di titoli ed altri valori mobiliari esteri presso gli intermediari ammessi. Non sono aboliti d'altro lato i divieti di costituzione all'estero di depositi, di esportazione o detenzione all'estero di disponibilità in valuta o in lire, l'apertura di linee di credito in valuta o lire a favore dell'estero e l'effettuazione con contropartite estere di operazioni in cambi a termine o con opzione. Il tutto, ovviamente, penalmente sanzionato.

Come già sottolineato precedentemente, nel variegato e fluido panorama delineato dalla legislazione sopra citata emerge soprattutto una politica di "piccoli passi" o meglio, come è stato precisato nella relazione Ministeriale di accompagnamento dei decreti, l'intento di stesura "... di un testo aperto, oggetto di studio e riflessione anche da parte di chi lo propone e su cui si sollecitano

contributi critici, ma tuttavia sufficientemente rappresentativo di una precisa volontà politica...".

Questa volontà, esplicitata chiaramente nel Comunicato di presentazione del disegno di legge al Presidente in data 17/11/1983, è diretta "all'intento di radicare nelle coscienze la consapevolezza del carattere sociale degli interessi economici tutelati dalla normativa valutaria, perseguendo finalità non solo di chiarezza e conoscibilità, ma anche di snellimento procedurale *incentrato su una maggiore responsabilità dell'operatore economico*".

Verso tale obiettivo primario si incentrano quindi lo smantellamento della burocrazia valutaria sui controlli preventivi, il contemporaneo potenziamento delle verifiche a posteriori idonee ad attivare gli eventuali meccanismi sanzionatori, nonché la prevista regolamentazione della procedura del silenzio-assenso.

Nei primi timidi e tuttora non molto significativi approcci verso la totale liberalizzazione il conclamato principio sancito dall'art. 41 della Costituzione (libertà dell'iniziativa economica privata) trova definitiva consacrazione nell'art. 5 D.P.R. 454, secondo il quale i residenti possono:

a) *obbligarsi*, in conformità alle leggi civili, con i non residenti;

b) *ricevere direttamente da non residenti*, in Italia ed all'estero, biglietti di banca e di Stati esteri e titoli di credito che servono per effettuare pagamenti, estinguibili in valuta o in linee di conto estero;

c) *compiere tra loro atti di disposizioni* contro lire relativamente ad attività e passività all'estero, eccettuate le valute estere.

Di converso i "non residenti" possono:

a) effettuare in Italia pagamenti per l'acquisto di merci e servizi, nonché investimenti mediante impiego di valuta estera e di lire o mediante apporto di beni o diritti;

b) trasferire all'estero i redditi dei loro

investimenti ed i capitali derivanti dalla liquidazione dei medesimi;

c) convertire, in una qualsiasi valuta estera di conto valutario le lire di conto estero possedute; riesportare la valuta estera o nazionale importata e quella derivante dai conti esteri ad essi intestati presso le banche abilitate;

d) offrire prodotti e servizi finanziari, anche avvalendosi del diritto di stabilimento entro i limiti consentiti dal Trattato che istituisce la CEE, nonché degli altri trattati ed accordi internazionali (entro i limiti ben precisi definiti dal D.M. 21).

Il tutto ovviamente nel rispetto delle "... eccezioni e limitazioni che potranno essere stabilite nei decreti attuativi dei Ministri competenti..." ex art. 1 punto a) L. 599/86.

La libertà di rapporto diretto fra soggetti residenti e non residenti è stata ulteriormente sancita dal D.M. del 13/6/88 che anticipa, al 1° luglio 1988 alcune facoltà già espressamente previste.

Tralasciando l'elencazione delle ultime innovazioni liberalizzanti compiutamente e diffusamente divulgate da tutti gli organi di stampa, la nostra attenzione si è incentrata principalmente su due elementi significativi:

a) la previsione di un abbozzo di autonomia gestionale delle liquidità valutarie da parte di imprese svolgenti all'estero determinate attività, nonché di semplificazione degli oneri amministrativi incombenti sulle medesime.

Tali provvedimenti, fra cui la prevista possibilità di accensione di conti all'estero, sia pure subordinatamente all'osservanza di specifici requisiti, costituiscono le premesse di un sostanziale rovesciamento della situazione di obiettiva difficoltà ed "inferiorità" cui l'operatore italiano era finora confinato nei confronti del mercato internazionale.

Significativa al riguardo è la previsione dei cosiddetti "conti cumulativi" che dal 1° ottobre potranno essere accesi e movimentati da società legate fra di lo-

ro da rapporti di partecipazione e di affiliazione.

b) la possibilità di emettere a favore di non residenti assegni in lire interne, tratti su banche residenti a condizione che i titoli, all'atto dell'emissione all'estero presentino le seguenti caratteristiche:

- indicazione completa del beneficiario non residente;

- l'esistenza di tutti i requisiti di cui all'art. 1 Legge Assegni;

- l'apposizione della clausola "non trasferibile";

- importo non superiore a Lit. 5.000.000.

In merito a tale facoltà si rileva che la clausola di intrasferibilità pur non essendo prevista dalla Convenzione di Ginevra del 19/3/1931, in materia di legislazione uniforme sugli assegni, nel testo vincolante per i Paesi aderenti, è stata adottata dall'Italia e, per quanto ci consta, da pochi altri paesi.

La mancata conoscenza da parte dell'estero delle conseguenze determinate dalla violazione del disposto della clausola "non trasferibile", rende estremamente problematica, allo stato attuale, l'operatività di tale norma.

La portata delle nuove disposizioni si presta ad opposti giudizi su quello che è "il nuovo equilibrio fra certezza del diritto e flessibilità degli interventi delle autorità valutarie".

Anche se si può parlare solo di timidi approcci, caratterizzati forse da un eccesso di prudenza (che non si è registrato a suo tempo nella riforma inglese, la quale ha abrogato *tout court* la normativa valutaria), si deve tuttavia considerare in termini positivi il ribaltamento, sia pure non totale, da regime concessorio a regime autorizzatorio.

Ciò consentirà possibili sviluppi dottrinali e giurisprudenziali diretti a rendere più snella l'operatività economico-finanziaria e soprattutto più certi i rapporti con i non residenti.

Sanpaologest Fiduciaria S.p.A.

Il primo scorcio di questo 1988 ha visto un ulteriore ampliamento della gamma degli strumenti finanziari a disposizione dei risparmiatori.

Tra i settori di maggiore interesse per il risparmiatore più attento si segnala quello delle gestioni patrimoniali. Oggi, chi decide di affidarsi al gestore di una fiduciaria può contare su una sempre maggiore tutela e su prospettive di reddito estremamente interessanti.

Recenti indagini di mercato confermano il grande interesse delle famiglie italiane per il settore delle gestioni patrimoniali: l'amministrazione fiduciaria personalizzata di beni – si può senz'altro affermare – rappresenta oggi uno dei cosiddetti "nuovi" prodotti finanziari più apprezzati.

Vi sono, tuttavia, migliaia di potenziali clienti che ancora non sono stati raggiunti. Si tratta pertanto di un mercato in espansione, le cui proposte sono indirizzate soprattutto al risparmiatore più maturo e preparato.

La società

Il Gruppo Sanpaolo è presente sul mercato delle gestioni patrimoniali con la SANPAOLOGEST FIDUCIARIA S.p.A. La Società, costituita nel 1971 come SO.RE.CO. S.r.l. con sede in Roma, nel

corso del 1974, trasferitasi a Milano, modificò la denominazione in LARFID FIDUCIARIA S.r.l. (quindi S.p.A.). Il nome SANPAOLOGEST risale ai primi mesi del 1988, ed è perciò recentissimo.

Per quanto riguarda la compagine sociale, gli attuali partecipanti sono l'Istituto Bancario San Paolo, il Banco Lariano e la Banca Provinciale Lombarda – con quote rispettive del 20 per cento –, la Sanpaolo-Lariano Bank – con un 15 per cento –, Sanpaolo Finance con il 10 per cento e il Piccolo Credito Valtellinese, la Banca Popolare di Intra e Le Assicurazioni La Pace con il 5 per cento.

L'attività di Sanpaologest

SANPAOLOGEST opera secondo i due seguenti tipi di attività:

1. servizi di amministrazione fiduciaria per conto di terzi nell'interesse esclusivo di ciascun cliente (amministrazione "statica").
2. "sollecitazione del pubblico risparmio", con una gestione molto ampia di denaro o titoli conferiti dalla clientela (gestione "dinamica").

Di norma, per lo svolgimento di quest'ultimo tipo di attività, l'amministrazione dei beni e la rappresentanza dei clienti avvengono sulla base di contratti

di mandato fiduciario molto ampio, che attribuiscono alla società fiduciaria un'elevata libertà operativa.

La società effettua un'attività di "raccolta" e di successivo "impiego" dei beni del cliente.

L'amministrazione statica

Nel campo di attività più tradizionale per una società fiduciaria – quello delle amministrazioni cosiddette "statiche" – SANPAOLOGEST – compie in base a mandato ed incarico del cliente i seguenti tipi di operazione:

– INTERSTAZIONE FIDUCIARIA DI TITOLI.

Il cliente mantiene la titolarità sostanziale dei titoli, mentre SANPAOLOGEST detiene un'interstazione formale, detta appunto "fiduciaria".

L'interstazione fiduciaria è utilizzata quando vi sia necessità di riservatezza in merito a partecipazioni in società di capitali.

In base ad un mandato del cliente, la società provvede all'acquisto della quota di capitale indicato, intestandosi azioni di S.p.A. o quote di S.r.l., per società già esistenti, oppure partecipando presso un notaio alla costituzione di una nuova società.

– APPORTI FINANZIARI A SOCIETÀ DI CAPITALE.

Sempre in base a mandato, la società può provvedere a finanziamenti in conto soci, sottoscrivere azioni o quote di S.r.l. in sede di aumento del capitale e infine – su incarico di una società che emetta un prestito obbligazionario – provvedere al collocamento del prestito presso clienti che abbiano dato istruzioni di sottoscrivere il prestito obbligazionario in questione, in via fiduciaria.

– ALTRE IPOTESI DI OPERAZIONI IN VIA FIDUCIARIA.

Su richiesta del cliente, SANPAOLOGEST può svolgere altri particolari tipi di operazione, come:

- *costituzione in pegno di garanzie reali;*
- *acquisto di titoli al portatore;*
- *consegna di titoli o valori (libretti di risparmio).*

La gestione dinamica

La società opera nel settore della gestione dinamica dal 16 giugno 1987, data in cui la CONSOB ha approvato il Prospetto Informativo prescritto dalla Legge per il Servizio di Amministrazione Fiduciaria individuale di patrimoni mobiliari.

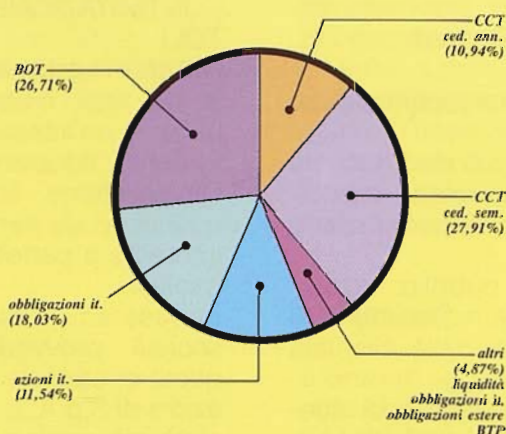
I prodotti SANPAOLOGEST sono distribuiti al pubblico dalla società stessa presso la Sede legale e dalla Sanpaolo Invest S.p.A. (società di distribuzione del Gruppo Sanpaolo).

Nell'ambito della gestione di tipo "dinamico", sono oggi ben sette le tipologie tra le quali il cliente può orientare la propria scelta:

– GESTIONE 1 "monetaria"

Gli impieghi riguardano titoli di Stato (BOT, CCT, BTP), titoli emessi dalle sezioni speciali delle aziende di credito e accettazioni bancarie.

COMPOSIZIONE DELLA GESTIONE N. 6 AL 30/6/1988



– GESTIONE 2 "obbligazionaria"

In questo caso, oltre ai titoli già ricordati per la gestione monetaria, entrano a far parte del portafoglio impieghi obbligazioni di ogni tipo con il limite massimo del 20 per cento per le obbligazioni convertibili e con warrant calcolato sull'ammontare complessivo dei titoli in portafoglio.

– GESTIONE 3 "mista/obbligazionaria"

Oltre alle tipologie di impiego indicate per le gestioni monetarie e obbligazionarie, sono in portafoglio titoli azionari in misura non superiore al 25 per cento del portafoglio stesso, con esclusione dei titoli non quotati.

– GESTIONE 4 "bilanciata"

A differenza di quanto avviene per il tipo di gestione "mista/obbligazionaria",

i titoli azionari possono arrivare al 50 per cento del portafoglio.

– GESTIONE 5 "mista/azionaria"

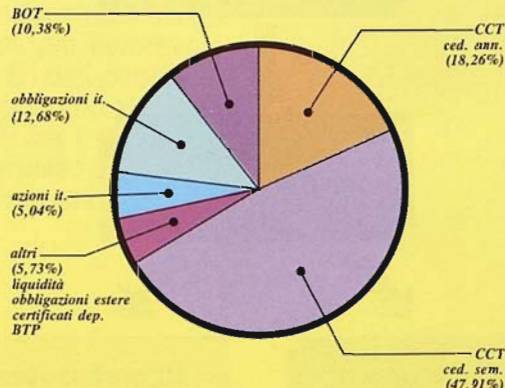
L'ammontare dei titoli azionari sale fino al 75 per cento del portafoglio.

– GESTIONE 6 "speciale"

Gli impieghi sono costituiti dalle seguenti tipologie di titoli nelle percentuali di composizione del portafoglio indicata dal cliente:

- titoli di Stato
- titoli emessi dalle sezioni speciali delle Aziende di Credito
- accettazioni bancarie
- titoli obbligazionari di ogni tipo
- titoli obbligazionari convertibili quotati e quotandi
- titoli azionari quotati e quotandi.

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO DELLE 7 GESTIONI AL 30/6/1988



– GESTIONE 7 "azionaria"

In portafoglio titoli azionari quotati e quotandi.

Indichiamo, nella seguente tabella, le soglie d'ingresso per ciascun tipo di gestione proposta:

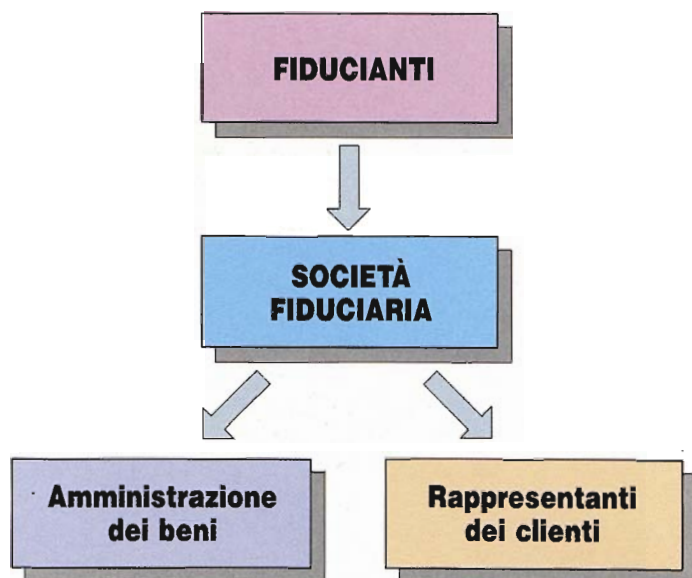
Tipologie di gestione	Soglie di ingresso
Gestione 1 "monetaria"	50 milioni
Gestione 2 "obbligazionaria"	50 milioni
Gestione 3 "mista/obbligazionaria"	50 milioni
Gestione 4 "bilanciata"	50 milioni
Gestione 5 "mista/azionaria"	100 milioni
Gestione 6 "speciale"	200 milioni
Gestione 7 "azionaria"	200 milioni

La gestione cosiddetta "speciale", nella quale la composizione degli investimenti è indicata, anche nei dettagli, a cura del cliente stesso, rappresenta una vera e propria novità per il mercato.

Lo stesso modello di gestione bilanciata viene diversificato in tre diverse tipologie, in base alla quota massima di investimento in azioni. Il ventaglio di possibilità a disposizione del risparmiatore si presenta così particolarmente ampio ed atto a coprire tutte le possibili esigenze di quella clientela che, pur desiderando scegliere tra diverse possibilità, non vuole addentrarsi nel merito della gestione.

Il cliente si trova di fronte, insomma, a proposte estremamente articolate sia dal punto di vista della rischiosità dell'investimento – graduato a seconda del maggiore o minore peso dei titoli a reddito variabile in portafoglio –, sia da quello del coinvolgimento nella gestione, sia, infine, per quanto riguarda il patrimonio minimo conferito, che consente l'accesso al servizio ad un'ampia fascia di risparmiatori.

Schematicamente l'attività riservata alle società fiduciarie ed i rapporti con i clienti "fiducianti" possono essere indicati così come segue:



L'informazione alla clientela

Il cliente è costantemente informato sull'attività svolta per suo conto da SANPAOLOGEST: la Società invia trimestralmente un rendiconto contenente l'indicazione dell'Azienda di Credito presso cui sono depositati titoli e valori, nonché la composizione analitica del patrimonio, le variazioni intervenute nel periodo di riferimento e l'indicazione del valore complessivo, alle date del 31.3, 30.9 e 31.12 di ogni anno.

I rendiconti periodici contribuiscono alla tutela del cliente, favorendone le esigenze di informazione e consentendogli di seguire con regolarità l'andamento del proprio investimento.

Il risparmiatore più avvertito non avrà difficoltà ad individuare i motivi d'interesse delle proposte di SANPAOLOGEST rispetto alle altre forme di impiego presenti sul mercato: la possibilità di scegliere diversi gradi di coinvolgimento nella gestione del patrimonio, la disponibilità di un tipo di gestione "speciale" per chi intenda "costruire" personalmente il proprio portafoglio titoli, la presenza di valide garanzie e di un'informazione puntuale e costante sono gli aspetti di maggiore importanza di uno strumento finanziario – la gestione fiduciaria – che sembra andare incontro ad un'accoglienza sempre più favorevole da parte del pubblico. E i dati pubblicati sui giornali, che registrano un forte aumento delle gestioni fra i servizi distribuiti dalle reti di vendita, confermano il successo della proposta.

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

Junior cash	6
Le plastic card: caratteristiche del mercato e opportunità per l'utenza	9
Un nuovo prodotto offerto dal San Paolo: finanziamenti con utilizzo di prestiti globali B.E.I. "multiscopo"	12
San Paolo: dalla filiale di Londra mutui casa nel Regno Unito	16
Alleggeriti gli oneri fiscali sui mutui	17

3. Le scelte dell'obbligazionista

Titoli di Stato e obbligazioni	18
BOT, CCT, BTP, obbligazioni ordinarie, convertibili e/o cum warrant	18
Ultime emissioni obbligazioni San Paolo	23
Ultime emissioni Certificati di Deposito San Paolo	23
Titoli in ECU	24

4. I fondi comuni di investimento

L'andamento del mercato dei fondi comuni di diritto italiano	26
I fondi comuni dell'Eurofond	29
Il fondo comune di investimento mobiliare Euro-Aldebaran	32

5. La pagina dell'azionista

L'andamento del mercato azionario	37
Gli aumenti di capitale delle Società quotate	40
Le matricole di Borsa	43
Profilo della Sisa S.p.A.	44

6. Aspetti legali

Risvolti ed effetti della nuova normativa valutaria	48
---	----

7. Il Gruppo Sanpaolo

Sanpaologest Fiduciaria S.p.A.	54
-------------------------------------	----



SANPAOLO NOTIZIE

I testi sono predisposti con le informazioni disponibili al 30 luglio 1988

Pubblicazione trimestrale dell'Istituto Bancario San Paolo di Torino.
Spedito nel mese di novembre 1988 - Autorizzazione del Tribunale di Torino n. 3495 del 19/2/1985.
Direttore responsabile: Giovanni Roggero Fossati
Redazione: Istituto Bancario San Paolo di Torino - Servizio Studi,
Via Santa Teresa 3/c, 10121 Torino, Tel. (011) 5551.
Spedizione in abbonamento postale gruppo IV/70 - n. 4 - 2° semestre 1988
Fotocomposizione e stampa: Ages Arti Grafiche - Torino

SANPAOLO

ISTITUTO BANCARIO
SAN PAOLO DI TORINO