

Le ambiguità del sistema

di Franco Tosini

L'innovazione finanziaria. Da qualche tempo l'attenzione della stampa e dell'opinione pubblica in generale sembra attratta più dalle vicende della "finanza" che da quelle dell'economia reale. Si potrebbero fare molte annotazioni al riguardo; rimanendo sul terreno della riflessione economica si può dire che il fenomeno a cui stiamo assistendo si giustifica con il fatto che l'economia reale è sempre più finanziaria. Non solo perché aumenta il contenuto di finanza nelle merci oggetto di scambio. Ma anche perché aumenta, negli scambi internazionali, la quota rappresentata dai movimenti di capitali e dalle entrate e uscite correnti connesse a tali movimenti e in genere con l'esercizio di attività di carattere finanziario.

In sintesi possiamo dire che il processo di "finanziarizzazione" dell'economia che è in atto rappresenta un adeguamento della sovrastruttura finanziaria alle mutate condizioni del mercato e alle differenti scelte di portafoglio delle famiglie e delle imprese. Ci troviamo cioè in quella che Goldsmith ha definito la terza fase dello sviluppo finanziario di un sistema economico, che risulta caratterizzata da: a) un alto rapporto in valore delle attività finanziarie rispetto alla ricchezza nazionale rappresentata dal flusso di reddito prodotto; b) una elevata quota di istituzioni finanziarie sul totale delle attività finanziarie; c) una maggiore diversificazione tra gli organismi finanziari che comporta un declino nella quota detenuta dal sistema bancario e una maggiore importanza delle altre istituzioni finanziarie.

Il tasso di innovazione finanziaria ed il conseguente assetto morfologico del sistema finanziario dipendono da diversi fattori: dall'esistenza di vincoli tecnico-produttivi, dal grado di segmentazione della domanda di servizi finanziari e dall'influenza dei controlli pubblici.

In Italia, in particolare, i principali mutamenti sono stati indotti soprattutto dalla crescita del fabbisogno del settore pubblico, dall'inflazione e dall'andamento dei tassi di interesse. In conseguenza di ciò, le principali innovazioni hanno riguardato il finanziamento del Tesoro e, più in generale, taluni comparti del mercato del credito.

Nel campo dei finanziamenti alle imprese i cambiamenti, all'inizio stimolati dalla regolamentazione amministrativa del credito bancario, si sono manifestati con la nascita e lo sviluppo di canali di finanziamento alternativi ai tradizionali prestiti bancari, alla quale si è accompagnata la comparsa di nuove tipologie di intermediari, per lo più promosse dalle stesse aziende di credito. Queste nuove istituzioni hanno a loro volta dato impulso alla dinamica del sistema finanziario e dei rispettivi mercati non bancari, che hanno registrato nel tempo modificazioni significative.

Le implicazioni della diffusione di strumenti e di istituzioni non bancarie e del ruolo attivo svolto in tal senso dalle aziende di credito appaiono de-

gne di attenzione anche in prospettiva, nel quadro del possibile sviluppo di altri organismi, anch'essi tendenzialmente promossi dal sistema bancario e rivolti alle piccole e medie imprese, come le iniziative di "merchant bank" e di "capital venture" che, al pari degli altri intermediari esistenti, possono costituire un fattore di ulteriore alterazione del ruolo attuale della banca nel mercato del credito e dei rapporti fra banche e imprese.

La portata dei cambiamenti nell'assetto finanziario di un sistema economico può essere colta in modo sistematico analizzando l'evoluzione delle attività e passività finanziarie dell'economia, ovvero delle famiglie e delle imprese. L'esame si presenta relativamente facile a livello nazionale ed internazionale, mentre risulta molto più complesso a scala regionale o provinciale per la limitatezza dei dati disponibili. Questa lacuna deriva dal fatto che l'analisi dell'influsso che i mercati e le istituzioni finanziarie hanno sullo sviluppo economico di un'area regionale o provinciale non ha mai suscitato grande interesse. Questo atteggiamento si spiega con l'ipotesi teorica, a lungo prevalsa anche nei modelli regionali di sviluppo, che i mercati finanziari siano perfetti e quindi non possano costituire di per sé un limite allo sviluppo. Questo implica che se ci sono differenze, per esempio nella composizione delle attività e passività finanziarie o nei saldi finanziari regionali, queste sono imputabili a squilibri reali, che permangono proprio in quanto non possono ricevere una correzione, poiché non si può attivare un processo di aggiustamento che operi attraverso la variazione dei tassi di interesse regionali.

L'ipotesi della neutralità della struttura finanziaria sullo sviluppo economico di una regione e quindi dell'unitarietà dei mercati finanziari regionali è stata smentita sul piano empirico da alcune ricerche effettuate in Italia a partire dagli anni Sessanta. Questi studi hanno avuto anche il merito di promuovere la diffusione a livello regionale e provinciale di dati statistici relativi ad alcune variabili finanziarie. Poche per la verità e comunque insufficienti per tracciare un quadro preciso dell'assetto finanziario di un'area regionale o sub-regionale. Parlare di "finanza" con riferimento ad un contesto territoriale "limitato" come la provincia di Brescia è, quindi, compito impegnativo che mi propongo di svolgere attraverso alcune osservazioni di sintesi, dalle quali mi auguro possano emergere sufficienti elementi e qualche stimolo per dibatterli.

Brescia grande piazza finanziaria? I giudizi che vengono espressi sulla struttura finanziaria della nostra provincia non sono sempre concordi.

Guardando all'ammontare e alla composizione delle attività finanziarie, cioè alla capacità di accumulazione e di diversificazione dei portafogli da parte delle famiglie e delle imprese, la stampa in genere esprime valutazioni più che positive nei confronti della provincia di Brescia, che viene classificata fra le maggiori piazze finanziarie del Paese (addirittura la terza dopo Milano e Torino). Osservando le passività finanziarie, cioè le modalità di finanziamento soprattutto delle imprese, si tende invece a sottolineare come esista una certa asimmetria tra l'espansione che la provincia ha conseguito nei settori dell'"economia reale" e la struttura dei servizi finanziari.

Per quanto riguarda il primo apprezzamento, mi sembra scorretto basare la graduatoria delle piazze finanziarie considerando soltanto l'entità della ricchezza detenuta nei portafogli dei risparmiatori locali. Direi, anzi, che l'importanza di un centro finanziario va misurata sulla capacità di attrarre risparmio dall'esterno e di offrire prodotti e servizi finanziari da parte dei suoi intermediari. Da

questo punto di vista mi sembra che la collocazione di Brescia fra le tre principali piazze finanziarie italiane sia forzata e non rispondente alla realtà. Basti rilevare che la capacità di “trasformare” risparmio degli intermediari bancari con sede legale in provincia di Bergamo, ad esempio, è maggiore di quella degli intermediari bancari “bresciani”.

L'osservazione secondo la quale il supporto finanziario, soprattutto da parte di intermediari diversi dalle istituzioni creditizie, risulta inadeguato rispetto alla rilevanza e alle peculiarità dell'economia provinciale, è in parte vera. Tuttavia, ritengo che non si possa ravvisare una carenza da riparare, cioè una lacuna “nei meriti” degli operatori finanziari locali. In altri termini, non si può accusare l’“ambiente” finanziario bresciano di essere mancante per il fatto che le nostre imprese non sono presenti in Borsa, o che per accedere al mercato dei capitali di rischio esse non possono contare su supporti offerti da istituzioni locali.

Il problema non mi sembra che sia ben posto in termini così circoscritti. Penso, piuttosto, che la domanda e l'offerta di prodotti finanziari che si esprimono nella nostra provincia possono trovare, come trovano, canalizzazioni che prescindono dal fatto che le finanziarie o le società di investimento portino la “targa” di Brescia o di altre province.

La volontà delle imprese di accedere al mercato mobiliare non dipende dalla presenza di intermediari locali, ma da fattori diversi, sui quali mi intratterò in seguito.

Il sottodimensionamento delle strutture finanziarie strettamente locali dipende, a mio giudizio, da tre ordini di ragioni che così si possono sintetizzare: a) la mancanza di vocazione operativa sul piano finanziario deriva, innanzitutto, dalle dimensioni e caratteristiche, prevalentemente medio-piccole, della nostra imprenditoria che, fino ad ora, ha soddisfatto la propria richiesta di capitali in sedi diverse dal mercato mobiliare e, quindi, non ha fatto ricorso agli strumenti sofisticati propri di questo mercato; b) in secondo luogo, discende dalla vicinanza di un centro finanziario di rilievo europeo come Milano e dalla dislocazione, nella nostra provincia, di intermediari finanziari (sovente partecipati da capitale locale), che fanno capo al centro lombardo; c) in terzo luogo, è connesso alla presenza di un sistema creditizio locale articolato validamente quanto a tipologie delle banche e quanto a territorio, dotato di “know how” tecnici che gli permettono, direttamente ed attraverso partecipazioni in società specializzate, di fornire risposte fino ad oggi adeguate sia sul versante della domanda che dell'offerta di capitali.

Dove va il risparmio. Dal lato dell'offerta di capitali, cioè delle attività finanziarie, le scelte di portafoglio delle famiglie e delle imprese sono significativamente mutate negli ultimi anni, penalizzando in particolare i depositi bancari.

Le aziende di credito operanti in provincia di Brescia amministrano attualmente, sotto forma di depositi a risparmio, conti correnti e certificati di deposito, circa 11 mila miliardi, pari al 34% delle attività finanziarie complessive; la percentuale era intorno al 45% agli inizi degli anni Ottanta.

Le banche con sede legale in provincia detengono una quota del 67%, mentre il restante 33% dei depositi bancari risulta presso le filiali di banche che hanno sede legale fuori dalla provincia di Brescia

Nell'impossibilità di evitare che larghe fasce di depositi trovassero (trovino) impiego in valori mobiliari, le banche si sono saldamente inserite nell'operatività su titoli a favore della clientela, salvaguardando il rapporto secondo tre

modalità: la semplice intermediazione, la consulenza alla clientela, la gestione di patrimoni mobiliari. Mentre l'intermediazione in titoli è di natura puramente passiva e riflette la volontà (o la speranza) di non accentuare la propria iniziativa, la disintermediazione, la consulenza e la gestione hanno carattere attivo e dinamico e si propongono di privilegiare e, se possibile, migliorare la relazione con la clientela, offrendo un servizio qualificato e fonte di commissioni.

La gestione di patrimoni mobiliari da parte delle banche ha raggiunto dimensioni di rilievo, stimate intorno a 1.500 miliardi.

Il risparmio raccolto dagli istituti di credito speciale (a medio termine) è stimabile intorno a 500 miliardi; da tale importo sono esclusi gli investimenti in titoli effettuati dalle aziende di credito locali.

Di spessore ben maggiore sono, nella nostra provincia, come dovunque, gli investimenti del pubblico in titoli di Stato a breve e a medio termine (Bot, Cct, Btp). La loro entità non è facilmente individuabile quanto a consistenza, ma solo quanto a flussi, cioè ai volumi negoziati nel corso dell'anno dalle banche per conto della clientela, flussi che, nel 1985, sono ammontati a circa 6 mila miliardi. L'incrocio di questi elementi con la proiezione di alcuni dati parziali noti (come ad esempio i titoli in amministrazione presso le aziende di credito), portano a stimare in 8-9 mila miliardi la consistenza dei titoli pubblici nei portafogli delle famiglie e delle imprese bresciane.

Sotto questo aspetto, la nostra provincia si trova in linea con la generale propensione agli investimenti in titoli del debito pubblico, peraltro incentivata dalla politica di alti tassi del Tesoro.

Questa modifica strutturale nell'allocazione del risparmio non è senza conseguenze sull'economia provinciale, in quanto le risorse destinate al sostegno del disavanzo pubblico sono sottratte al diretto investimento in attività locali.

Difficile, se non impossibile, fare stime delle consistenze degli investimenti del pubblico in azioni ed obbligazioni. Sono noti soltanto i flussi intermediati annualmente dal sistema creditizio locale, che sono stati di circa 300 miliardi di obbligazioni e di 800 miliardi di azioni nel 1985, ma si tratta di dati largamente incompleti, da cui si possono trarre soltanto stime di larga massima sulla consistenza di questi titoli nei portafogli delle famiglie e delle imprese bresciane: approssimativamente 2-3 mila miliardi comprendendo le partecipazioni in società italiane da parte di operatori economici locali.

Per quanto, poi, riguarda i fondi comuni, il nuovo emergente strumento di investimento, si può stimare che i risparmiatori bresciani abbiano attualmente in portafoglio consistenze per circa 2.000 miliardi di quote di fondi.

Per quanto riguarda le altre forme di investimento del risparmio, i depositi postali ammontano a circa 700 miliardi; i fondi di quiescenza, le riserve tecniche e altre attività finanziarie minori possono essere stimati intorno a 2.000-3.000 miliardi.

Complessivamente, quindi, le attività finanziarie delle famiglie e delle imprese bresciane ammonterebbero a 30 mila miliardi, pari a poco più del 3% del totale nazionale. Da rilevare che l'incidenza del reddito prodotto in provincia di Brescia sul totale nazionale è di poco superiore al 2%, per cui la nostra provincia, rispetto all'aggregato nazionale, ha una rilevanza maggiore quanto a ricchezza finanziaria.

ziarie, i debiti delle famiglie e delle imprese nei confronti delle banche (cioè gli impieghi di queste ultime) ammontano a circa 6.600 miliardi. L'esposizione verso le aziende di credito con sede legale in provincia di Brescia è intorno al 57% del totale, mentre il restante 43% riguarda le banche con sede fuori provincia.

Confrontando queste percentuali con quelle dei depositi, risulta evidente che il grado di penetrazione delle banche extraprovinciali è più elevato per gli impieghi.

I debiti nei confronti degli istituti di credito speciale ammontano a circa 2.700 miliardi, di cui oltre il 50% riguarda gli istituti di credito mobiliare, cioè quelli che effettuano prestiti a medio termine alle imprese industriali.

Sommando gli impieghi degli istituti speciali a quelli delle banche con sede legale fuori provincia, risulta che il credito erogato dagli intermediari extraprovinciali all'economia bresciana è di circa 5.500 miliardi, vale a dire quasi il 60% del totale.

Un ruolo sempre più rilevante nell'intermediazione finanziaria è svolto dalle società di leasing. In provincia di Brescia ne risultano operanti circa 90 con un valore di beni dati in locazione che può stimarsi intorno a mille miliardi. La domanda di capitali delle imprese bresciane sul mercato obbligazionario ed azionario è tuttora limitatissima. Le società con sede legale nella nostra provincia che sono quotate in Borsa risultano al momento solo tre: due aziende di credito quotate al ristretto (Banca Credito Agrario Bresciano e Banca Popolare di Brescia) ed una impresa manifatturiera quotata alla borsa valori di Firenze (Wührer S.p.A.). A queste va aggiunta la Banca San Paolo quotata di recente al terzo mercato. La presenza dei "bresciani" in Borsa si è ampliata negli ultimi anni soprattutto con l'acquisizione di partecipazioni significative in società già inserite nel listino (Gim, La Magona, Smi, Mittel, Nuovo Banco Ambrosiano) o che sono entrate in Borsa di recente (Necchi).

Il quadro può essere completato con le società extraprovinciali quotate in borsa e che hanno stabilimento di rilievo nella nostra provincia come: Fiat, La Metalli Industriale, Caffaro, Olcese, Marzotto, Breda, Falck.

Quello dei capitali di rischio è un settore dal quale ci si possono attendere, nei prossimi anni, evoluzioni importanti in considerazione anche del deciso miglioramento dell'entità dei mezzi propri delle imprese bresciane in generale e di alcune in particolare, che hanno ora i requisiti per entrare in Borsa. Come è noto la legge 281/85 ha determinato delle condizioni minime di dimensione piuttosto elevate per l'ingresso delle società in Borsa (10 miliardi di patrimonio); norma invero opportuna per il mercato ma ostacolante per le piccole-medie imprese.

Queste attese sono certamente giustificate dall'interesse di alcune imprese di livello significativo verso il mercato mobiliare; interesse che si esprime, al momento, in procedure di revisione e certificazione dei bilanci ed in contatti di consulenza con intermediari specializzati.

Le esigenze delle piccole e medie imprese. Nonostante i cambiamenti degli ultimi anni, le banche restano il perno del sistema finanziario provinciale. Alla capillarità dei prodotti e dei servizi offerti (sia direttamente che attraverso società controllate) corrisponde anche un rapporto in genere agevole e fluido con le imprese. Tale rapporto appare fondato, in particolare, su capacità e disponibilità all'erogazione del credito ben collaudate da decenni di crescita degli insediamenti produttivi nella nostra provincia. Crescita che è stata alimentata soprattutto dal credito bancario a breve e a medio termine, largamente usato dagli imprendito-

ri, ancorché in diversi casi sproporzionato all'investimento del capitale di rischio.

Per la piccola e media impresa bresciana il problema del finanziamento esterno oggi non è più tanto di dimensione quantitativa quanto, piuttosto, di composizione qualitativa, cioè di diversificazione delle fonti.

In prospettiva la soluzione di questo problema dipende, da un lato, dalla volontà delle imprese di darsi una struttura finanziaria più articolata, robusta ed aperta al mercato; dall'altro lato, dalla capacità degli intermediari di corrispondervi con soluzioni efficienti sotto il profilo economico e tecnico.

La maggiore competitività che caratterizza oggi l'offerta di credito bancario, in conseguenza anche del fatto che le grandi banche tendono a privilegiare (una volta saturata la capacità di assorbimento di credito dei grandi imprenditori) lo sviluppo degli affari con le piccole e medie imprese in diretta concorrenza con le banche locali, costituisce per le imprese di minori dimensioni occasione favorevole per impostare il rapporto con le banche in forme suscettibili di razionalizzare il ricorso al credito e di stabilizzarne la disponibilità nel tempo. A questo fine le imprese dovrebbero proporsi di riorganizzare i finanziamenti bancari di cui dispongono (notoriamente spezzettati e dispersi su una pluralità di linee di credito concesse da istituti diversi) intorno ad un numero più ristretto di banche o ad una sola banca principale con la quale instessero rapporti più stretti e significativi, basati sull'impegno di far pervenire sistematicamente flussi di informazioni che sono indispensabili per attribuire al rapporto stesso le caratteristiche tecniche, la dimensione e la durata che meglio rispondono alle specifiche esigenze della piccola e media impresa e per esercitare nei suoi confronti un'autentica funzione di consulente nelle scelte di fondo della gestione finanziaria. Ciò consentirebbe alle banche di abbassare *ex ante* tanto il costo quanto il rischio dell'affidamento e, all'impresa, di rafforzare la capacità di negoziare il tasso e le condizioni alle quali viene erogato il credito.

Per le imprese che si propongono obiettivi di crescita, l'adeguamento della struttura finanziaria richiede un'articolazione delle forme tecniche di finanziamento maggiormente finalizzate al reperimento di capitali di rischio. A seconda dei casi, tale apertura potrebbe avvenire nei confronti di organismi finanziari che agiscono come temporanei partners (società di merchant banking e di capital venture) oppure nei confronti di una cerchia di soci numericamente limitati e selezionati da raggiungere attraverso particolari forme di collocamento privato di azioni, ovvero, per le imprese più "mature", nei confronti del pubblico dei risparmiatori in senso proprio. Per queste la strada per accedere al mercato dei capitali potrebbe essere fornita dalla introduzione dei cosiddetti "fondi chiusi" per i quali esistono progetti legislativi in corso di esame.

La creazione di società di partecipazione a livello locale (di cui esistono peraltro già degli esempi nella nostra provincia) costituisce un ulteriore strumento di sollecitazione delle imprese ad affacciarsi al mercato dei capitali.

L'avvicinamento al mercato e l'incontro fra domanda ed offerta potrebbe essere favorito e facilitato dalla creazione di veri e propri mercati mobiliari "locali". Indicazioni utili, in proposito, possono essere tratte dalle esperienze fatte all'estero in materia, ed in particolare da quelle del "second marché" francese, che si è rivelato un mercato particolarmente appetitoso alle aziende minori. Tra i motivi di questo successo la brevità e l'elasticità delle disposizioni regolamentari, che lasciano spazio alle sperimentazioni più diverse e si prestano ad essere agevolmente modificate e adattate alle realtà emergenti. Inoltre, la grande facilità di accesso da parte delle imprese, alle quali non sono richiesti al momento dell'ingresso

requisiti particolari, ma solo di soddisfare, nel termine di tre anni, una serie di impegni assunti nei confronti delle autorità di Borsa. Da ultimo, l'aver realizzato strutture su base regionale, ciò che ha favorito la creazione di mercati locali dei capitali.

Anche se non tutti gli schemi funzionali del "second marché" possono essere recepiti e adattati alla realtà italiana, dato il divario esistente in termini di spessore e di maturità del mercato mobiliare (e di mentalità e grado di specializzazione degli operatori), esistono a mio avviso alcuni elementi che potrebbero costituire un utile spunto di riflessione.

Le limitazioni al ricorso al capitale di rischio, per gran parte delle nostre piccole e medie imprese, sono oggi ricollegabili tanto alle caratteristiche intrinseche delle imprese stesse quanto alle caratteristiche del nostro mercato finanziario. I due gruppi di fattori agiscono, in negativo, disgiuntamente, ma sono variamente correlati e interdipendenti.

Il problema va quindi affrontato, da un lato, creando organismi opportunamente dimensionati e finalizzati ad obiettivi locali e, dall'altro, rimuovendo gli ostacoli di ordine psicologico, culturale, fiscale, amministrativo e procedurale che impediscono alle imprese minori di utilizzare strumenti più innovati nella loro gestione finanziaria.