

Se la Borsa non serve alle imprese - M.Mucchetti - Corriere Economia - 5-07-10

La Borsa e la Consob. Il mercato regolamentato dei titoli azionari e obbligazionari e l'Autorità indipendente che vigila sul rispetto delle regole e sorveglia, grazie a un'ampia base di informazioni, gli effetti del mercato finanziario sull'economia nazionale. La Borsa e la Consob si trovano davanti a un bivio, disegnato non solo dalla fine della presidenza di Lamberto Cardia, ma anche e soprattutto dalle conseguenze della crisi globale. Di tale bivio, nella sterminata relazione del presidente uscente (38 pagine, il doppio delle considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia) non vi è traccia. Eppure il bivio è evidente: una strada porta a insistere sulla Borsa come motore di sviluppo, ed è quella che Cardia lascia in eredità al suo successore, e un'altra strada porta a una diversa concezione del mercato finanziario in questo Paese che si chiama Italia.

La Borsa, si sa, assolve tre funzioni: a) fissa i prezzi dei titoli quotati attraverso l'incrocio di domanda e offerta; b) favorisce il mercato dei diritti di proprietà, e dunque i cambiamenti nel controllo delle società; c) fa affluire risorse, specialmente capitale di rischio, dal mondo degli investitori al mondo delle imprese. Pur essendo stato un magistrato della Corte dei conti, Cardia non si pone il problema di come i mercati finanziari non siano stati capaci di valutare il rischio implicito nell'assunzione smodata di debito da parte di imprese e famiglie. Eppure, i debiti si vedevano. L'allegato statistico dà conto della loro evoluzione e fa vedere, nei principali gruppi quotati non finanziari, una tendenza al rialzo più pronunciata rispetto a quella degli altri grandi Paesi europei. Sta alla Commissione entrare nelle cause del fenomeno e dare un giudizio che possa essere d'aiuto al legislatore.

Certo, il presidente constata la volatilità del mercato azionario italiano. Dal fallimento di Lehman Brothers ai giorni nostri, riferisce, l'indice Ftse Mib ha perso il 30% contro il 4% di Francoforte, il 7% di Londra, il 10% di New York e il 19% di Parigi. A inizio 2008 la capitalizzazione della Borsa di Milano era pari a 730 miliardi, adesso è sotto i 400. E le ragioni vanno ricondotte alla composizione del listino (oltre il 30% riferibile al settore bancario e assicurativo), alla minor flottante (60% delle azioni in circolazione, contro il 90% di Londra, il 75% di Francoforte e il 70% di Parigi) e, paradossalmente, all'efficienza degli scambi che, aumentandone la quantità, esalta il ciclo. Morale, le Borse hanno fallito nel compito primario di fare i prezzi, e l'italiana più delle altre.

Piazza degli Affari, del resto, non favorisce granché il mercato del controllo: 14 offerte pubbliche d'acquisto nel 2009, di piccola taglia e talvolta fatte dagli azionisti di controllo allo scopo di togliere dal listino società che avevano quotato a prezzi ben superiori. D'altra parte, poche sono le imprese quotate senza soci o sindacati azionari di comando e la contendibilità non è più considerata un valore in sé: i cacciatori non sempre puntano ad aziende da rilanciare, spesso cercano soltanto prede ricche da acquistare a debito e spolpare poi, tagliando gli investimenti per accelerare il ritorno sul capitale. La Borsa italiana, infine, non favorisce l'afflusso di capitali dai soci vecchi e nuovi alle imprese quotate, ma esattamente il contrario. E' questo un punto d'analisi non nuovo per i lettori del CorriereEconomia che vi ha dedicato proprie ricerche. L'allegato statistico della Consob ne offre puntuale conferma illustrando (vedi grafico), lungo l'arco di 15 anni, la divaricazione tra quanto entra nelle società attraverso l'emissione di nuove azioni e quanto ne esce attraverso dividendi, Opa e acquisti di azioni proprie. Gli analisti parlano di de-equitisation del mercato ovvero di de-patrimonializzazione: vuol dire è che i frati si arricchiscono sempre più prelevando i beni del convento. Nel 2009, le banche hanno fermato i dividendi e varato aumenti di capitale d'emergenza a dimostrazione di quanto poco fosse lungimirante la moda degli anni d'oro, eppure il saldo tra entrate e uscite resta, di poco, negativo. Cosa avverrà domani?

Nell'attesa delle cronache, non va dimenticato che questo fenomeno, rilevabile anche a Wall Street, veniva giustificato con l'idea che il mercato così riallocasse le risorse dalle aziende mature, a rendimenti stabili o decrescenti, agli azionisti che avrebbero reinvestito in aziende innovative, che promettono mirabilie. La storia si è incaricata di dimostrare quanto illusoria fosse una tale convinzione ideologica, e quanto diabolicamente perverso fossero gli incentivi, a cominciare dalle paghe dei top manager, che vi erano sottesi. Ma mentre la Securities Exchange Commission invoca e ottiene il diritto di far risputare certi indebiti compensi, la Consob nemmeno si pone il problema.

La Borsa come motore di sviluppo, retorico lascio di un'epoca, funziona poco e male. Oggi la scelta è tra revisionare il meccanismo, riproponendo le vecchie di ricette dello snellimento delle procedure e l'abbattimento dei costi, con i maggiori rischi di controparte che la cosa spesso implica, o cambiare motore modificando in radice la finanza d'impresa.