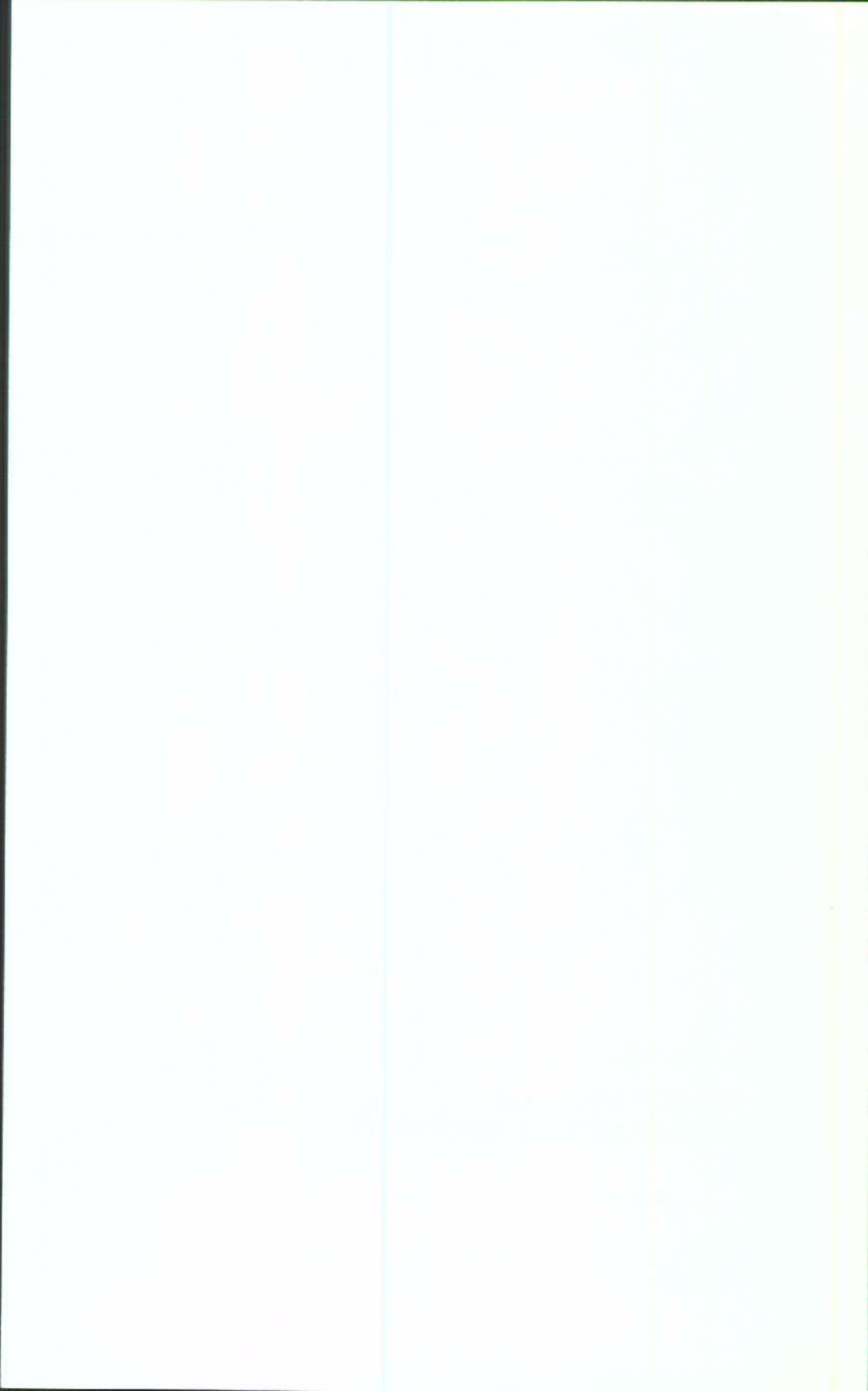


PARTE SECONDA

**I MERCATI MOBILIARI
DEI PAESI AFRICANI FRANCOFONI**



CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

I paesi africani, eccezione fatta per il Sud Africa, dotati di borse valori sono cinque: il Kenya, la Nigeria, la Tunisia, il Marocco e la Costa d'Avorio. Mentre i mercati mobiliari dei primi due paesi hanno costituito oggetto di diversi studi e per essi è disponibile una documentazione statistica sufficientemente ampia, quelli delle restanti nazioni fanno registrare una carenza assoluta di specifiche indagini e una limitata diffusione di dati e notizie.

Per quanto concerne i mercati mobiliari del Kenya e della Nigeria ci si limiterà pertanto a richiamare brevemente i loro tratti salienti e ad indicare in nota una breve bibliografia utile per eventuali approfondimenti. Il Kenya¹ è stato il primo paese africano ad istituire una borsa valori, sorta nel 1954, come *demand-induced market* e in particolare per iniziativa di alcuni stockbrokers che già da vari anni curavano le negoziazioni occasionali di valori mobiliari. Per alcuni periodi essa ha funzionato come borsa regionale ove venivano trattati anche i titoli di emittenti residenti in Uganda e in Tanzania. Tra le finalità assegnate al mercato mobiliare, oltre al finanziamento degli investimenti produttivi (in effetti perseguito in misura molto limi-

¹ Tra i lavori esistenti sulla borsa valori di Nairobi, si vedano: E.A. AROWOLO (1971), *op. cit.*; S. BORTOLANI, *Central Banking in Africa*, ed Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Milano 1978, pp. 180-182 (le letture del presente lavoro si suggerisce anche in riferimento alle borse valori degli altri paesi africani); H.L. ENGBERG [1976], *op. cit.*, J. IOXLEY [1969], *op. cit.*; PETER MARRIS e ANTONY SOMERSET, *African Businessmen*, ed. Routledge Kegan, London, 1971, cap. 8; H.T. MBOYA [1969], *op. cit.*, e U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*

tata) e del disavanzo pubblico, emergono quelle di indigenizzazione non coattiva dell'attività economica. Circa le performance di tale mercato, in genere si ritiene, nonostante sia uno più più ampi in Africa, che non costituisca una importante fonte di capitali per il settore privato, eccezione fatta per alcune società, e che la diffusione dei titoli tra il pubblico sia alquanto contenuta. Un mercato, dunque, piuttosto d'élite e che ha esercitato un impatto marginale sul sistema economico. Di positivo: sembra che esso abbia favorito un discreto sviluppo dell'informativa societaria e che il suo funzionamento comporti costi molto limitati.

In Nigeria, l'attivazione di un mercato mobiliare organizzato ha avuto luogo nel 1961 per iniziativa pubblica e nel dichiarato intento di perseguire obiettivi quali: il finanziamento dello Stato e degli investimenti produttivi; la diffusione della proprietà azionaria, in particolare tramite la retrocessione a privati di azioni industriali possedute dai pubblici poteri; nonché una migliore distribuzione della richiesta.

A partire dal 1971, il mercato presenta un discreto sviluppo che potrebbe tuttavia definirsi « forzato » in quanto la borsa valori è divenuta il principale strumento di attuazione di un processo coattivo di indigenizzazione dell'attività economica. Quest'ultimo infatti, attuato in due fasi (1972 e 1977), obbliga le società di maggiori dimensioni ad operare retrocessioni di titoli in borsa valori, riservate ai risparmiatori locali. Al fine di ottenere un'ampia distribuzione dei titoli sono fissati dei limiti proporzionati alle sottoscrizioni individuali e il prezzo di offerta al pubblico dei titoli sovente viene fissato dalla *Capital Issues Commission* a livelli artificiosamente bassi, che se da un lato favoriscono e stimolano gli investimenti mobiliari, dall'altro penalizzano le

² Sul mercato mobiliare nigeriano si considerino: E.A. AROWOLO [1971], *op. cit.*, C.V. BROWN, *The Nigerian Banking System*, ed. Allen e Unwin, London 1966; L. DALDRY, *Nigeria*, in W.F. Crick (ed.), « *Commonwealth Banking systems* », Clarendon Press Oxford 1965; D. GUSTAFSON [1965], *op. cit.*; *Nigeria*, in « *Financial Times* », Wednesday, August 30, 1978, e C.O. NWANKWO [1977], *op. cit.*

società. Sotto l'impulso dei provvedimenti in parola il comparto primario ha fatto registrare un'espansione di tutto rilievo, cui fa riscontro un mercato secondario con volumi pressoché irrilevanti di attività. Inoltre nel 1978 si è provveduto ad aprire altre due borse valori, rispettivamente a Caduna e a Port Harcourt, le quali si affiancano così a quella di Lagos. Circa l'effettiva portata dei risultati ottenuti, è difficile esprimere valutazioni sotto un profilo qualitativo, dato il carattere non spontaneo e in parte forzoso del fenomeno. Sta di fatto che molti problemi restano da risolvere³ e, una volta esauriti gli effetti del processo di indigenizzazione, il futuro andamento appare assai incerto.

Sempre nell'ambito dei paesi africani vanno poi segnalati l'Egitto e il Ghana. In Egitto la borsa valori, fondata nel 1889, prima del processo di nazionalizzazione sembrava avesse raggiunto dimensioni tali da risultare la quinta borsa più ampia del mondo. In Ghana, per contro, da tempo la Banca Centrale ha presentato un progetto di creazione di una borsa valori che è tutt'ora in attesa di approvazione da parte delle autorità governative. Al presente, la negoziazione dei titoli è curata da alcuni brokers; ma da quanto è dato di conoscere, si tratta di un mercato di dimensioni (anche potenziali) alquanto ridotte.

Le borse valori dei paesi africani francofoni rispetto a quelle testé richiamate, sono state istituite in tempi relativamente più recenti e in linea generale presentano un volume di attività più contenuto. Esse costituiscono oggetto specifico del presente lavoro e, pertanto, in questa sede ci si limita ad avanzare un duplice ordine di considerazioni.

In primo luogo va osservato che — eccezione fatta per la Costa d'Avorio che si presenta come un caso per certi versi a se stante e che non è possibile valutare compiutamente a cagione della brevità del lasso di tempo intercorso dalla creazione della borsa valori — i mercati mobiliari dei paesi in esame, pur nelle

³ Al riguardo si rinvia alle considerazioni espresse nell'articolo *Nigeria* in « Financial Times », Wednesday August 30, 1978.

loro diversità presentano tratti sostanziali in comune. Questi ultimi come, si evidenzierà di volta in volta, attengono sia i risultati e le finalità perseguite, sia le origini, sia soprattutto il carattere imitativo di strutture finanziarie tipiche di nazioni evolute (in particolare delle ex colonializzatrici) che di fatto tende a contraddistinguere le scelte di tali paesi in tema di processi finanziari esterni e diretti. In secondo luogo, va fatto rilevare che la mancanza, o più spesso la scarsità dei dati disponibili, ovvero il loro eccessivo livello di aggregazione e talvolta la scarsa attendibilità degli stessi, non hanno consentito di ricercare una verifica anche empirica degli aspetti sui quali ci si è soffermati nella prima parte. Tuttavia, a nostro avviso, sulla scorta delle informazioni disponibili, le considerazioni qualitative che emergono dall'analisi delle esperienze dei paesi in questione sembrano confermare in ampia misura i giudizi dianzi espressi in sede teorica.

1. IL MERCATO MOBILIARE E LA BORSA VALORI IN COSTA D'AVORIO

PREMESSA

La borsa valori di Abidjan è la più giovane borsa valori africana. Essa è stata creata nel 1976 per iniziativa delle autorità pubbliche dopo un periodo di preparazione e di sperimentazione, effettuata a partire dal 1969 attraverso l'emissione al pubblico di alcuni prestiti obbligazionari con garanzia di riacquisto al valore nominale e la contestuale istituzione, presso la banca centrale, di un embrione di mercato secondario accentrato, il cui funzionamento era assicurato da un sindacato di riacquisto.

A differenza di altri paesi africani, la Costa d'Avorio non ha vissuto in precedenza alcuna esperienza di mercati mobiliari organizzati, tipo le *Chambre de Compensation* o l'*Office de Cotation des Valeurs Mobilières*. Ciò, probabilmente, è dovuto al fatto che essa ha costituito per i francesi una « riserva coloniale » la cui messa a profitto, prima dell'ottenimento dell'indipendenza, non era ancora iniziata. Non si avvertiva, quindi, da parte della potenza colonizzatrice, l'esigenza di promuovere organismi volti a facilitare la circolazione dei valori mobiliari, come era avvenuto in Marocco e in Tunisia.

Prima di analizzare il processo di creazione della borsa valori è opportuno richiamare brevemente le principali caratteristiche del sistema economico-sociale della Costa d'Avorio e il funzionamento di alcune istituzioni la cui attività interessa direttamente o indirettamente il mercato mobiliare.

1. ASPETTI SALIENTI DEL SISTEMA ECONOMICO-SOCIALE DELLA COSTA D'AVORIO

La Costa d'Avorio, ex colonia francese divenuta indipendente nel 1960, è governata da un partito unico: *le Parti Démocratique de la Côte d'Ivoire*. Si estende su un territorio di 322.500 km² con una popolazione di 7,5 milioni di abitanti, la quale comprende un considerevole contingente di stranieri in massima parte di origine europea e libano-siriana, oltre che africana¹. Nonostante il saggio di crescita medio annuo della popolazione sia sensibilmente aumentato passando da 3,1 % nel 1955-1965 a 4,0 % del 1966-77, essa rimane tutt'ora una nazione poco popolata e caratterizzata da fenomeni di immigrazione. A ciò si aggiunga che la popolazione è di età media molto giovane (il 50 % ha meno di 20 anni) ed è al 70 % rurale, con una tendenza all'urbanizzazione assai rapida².

Passando al sistema economico, si nota, in primo luogo, che la Costa d'Avorio è un paese prevalentemente agricolo, ma in via di industrializzazione. L'agricoltura, in particolare, costituisce il principale supporto allo sviluppo economico, basato sulla trasformazione e sulla valorizzazione delle risorse agricole locali. Queste ultime, inoltre, rappresentano i due terzi delle esportazioni nazionali.

In secondo luogo va rilevato che la nazione in parola ha subito un processo di sviluppo economico assai sostenuto, soprattutto nel periodo 1960-1970³, durante il quale si registra un ele-

¹ Mentre i libano-siriani svolgono in genere attività commerciali, gli europei operano nel settore industriale e occupano nell'economia posti chiave a livello tecnico, amministrativo ed economico. Gli immigrati di origine africana sono invece occupati in lavori subalterni.

² Per maggiori dettagli si veda: UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT ORGANIZATION, *Summaire of Industrial Development Plans*, Vol. I, pag. 34 e seg.

³ Lo sviluppo economico della Costa d'Avorio in tale periodo appare tra i più brillanti conseguiti nel continente africano. Ciò è dovuto, tra l'altro, al fatto che tale nazione, come osservato in precedenza, era stata fino al 1960 « riserva coloniale » e la sua potenzialità di sviluppo era ancora integra.

vato saggio di crescita⁴ ed una discreta stabilità monetaria (saggio di inflazione medio del 3 %). Negli anni successivi al 1970 si assiste, per contro, sia ad un rallentamento del ritmo di sviluppo, il cui saggio si riduce a livelli oscillanti tra l'8,5 % e il 5,8 % (minimo del 1973), sia ad una considerevole lievitazione del livello generale dei prezzi, particolarmente ampia nel 1974 e dovuta a fattori connessi con l'aumento delle importazioni di beni finali di investimento e di consumo⁵ oltre che con l'aumento dei prezzi dei prodotti petroliferi.

Nel 1976, tuttavia, si verifica una sensibile ripresa: il prodotto interno lordo si accresce del 12,5 % (in volume), mentre l'inflazione permane elevata e pari al 18,9 %⁶.

Venendo alla struttura del sistema economico si osserva che il settore primario (agricoltura, foreste e sfruttamento del sottosuolo), nonostante sia in termini di valore aggiunto ancora il più importante e seguito in stretta misura dal settore terziario, ha progressivamente perduto la sua predominanza grazie al più elevato ritmo di espansione di quest'ultimo settore e, soprattutto, di quello secondario (industria). Ne è testimonianza la ripartizione della produzione lorda interna tra settore primario, secondario e terziario, la quale passa da percentuali rispettivamente del 46,8 %, 15,2 % e 38,0 % nel 1960, a percentuali del 30,7 %, 24,0 % e 45,3 % nel 1974-1976, in seguito a saggi di crescita medi annui rispettivamente del 7,6 %, 14,4 % e 12,2 % (in valore)⁷.

⁴ Secondo dichiarazioni ufficiali il tasso di crescita medio annuo (riferito al prodotto interno lordo) è stato dell'ordine dell'11 % (cfr. MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES ET DU PLAN, *La Côte d'Ivoire en chiffres*, 1978-1979, pag. 37).

⁵ Quest'ultimo risulta in ampia misura indotto dalle caratteristiche del processo di sviluppo economico perseguito. In proposito si considerino le attente osservazioni avanzate da SAMIR AMIN, *Le Développement du capitalisme en Côte d'Ivoire*, I.D.E.P. Dakar, janvier 1971.

⁶ Cfr. MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES ET DU PLAN, *op. cit.*, pag. 37.

⁷ Cfr. MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES ET DU PLAN, *op. cit.*, pag. 38.

L'economia della Costa d'Avorio risulta quindi caratterizzata da una tendenza all'industrializzazione e da un progressivo maggior peso del settore dei servizi.

Per quanto riguarda il processo di industrializzazione, esso può essere suddiviso in tre periodi:

1) *prima dell'indipendenza* il settore industriale appare pressoché inesistente, salvo qualche piccola impresa di trasformazione di prodotti locali, con un fatturato complessivo irrisorio.

2) *Nel periodo successivo all'indipendenza* — 1960-1970 — inizia il vero e proprio processo di industrializzazione con la creazione di industrie volte a produrre beni destinati a soddisfare i bisogni del mercato interno e protette da una politica di dazi doganali. La creazione di tali imprese, oltre che per iniziativa pubblica avviene in prevalenza con capitali, tecnologia e quadri esteri, il cui afflusso è favorito da una politica governativa di stampo liberale, vale a dire ispirata alla libera iniziativa nazionale ed estera⁸.

3) *Dopo il 1970* viene perseguita una strategia di diversificazione del sistema industriale attraverso l'installazione di alcune imprese di grandi dimensioni, destinate a valorizzare le materie prime locali e a produrre, con economie di scala, beni che incrementino le esportazioni. Anche in questo caso si tratta di imprese multinazionali o comunque a prevalente capitale estero. Insieme alla suddetta strategia il governo ha inoltre manifestato l'intenzione di attuare una politica di promozione di imprese minori, create e gestite da operatori locali⁹.

I tratti salienti del tessuto industriale che si è venuto così formando possono essere riassunti in: a) un grado di sviluppo

⁸ In questo quadro si inseriscono anche alcune disposizioni di carattere fiscale volte a favorire l'insediamento di nuove imprese (si veda il *Code des investissements privés*, istituito con *Loi du 3 septembre 1959*, nonché la *Loi n. 73-368 du 26 juillet 1973* e il *Décret n. n. 73-401 du 22 Août 1973*.

⁹ Cfr. MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES ET DU PLAN, *La Côte d'Ivoire en chiffres*, pagg. 36-38 e pagg. 149 e segg.

e di diversificazione abbastanza soddisfacente in relazione alle condizioni di partenza e all'ampiezza del periodo in cui è stato ottenuto, ma ancora molto limitato rispetto ad altre economie; *b*) una forte concentrazione dell'attività presso le imprese maggiori (il 74 % del fatturato complessivo proviene da 35 industrie su 388 esistenti al 1976); *c*) un'elevata dipendenza da capitali e quadri direttivi ed intermedi esteri.

In merito a quest'ultimo aspetto si osserva che la quota di partecipazione del capitale locale in molti settori è sensibilmente minoritaria¹⁰ e fa capo precipuamente allo Stato e in misura assai limitata ad operatori privati¹¹ i quali hanno iniziato ad assumere partecipazioni in alcune delle imprese più importanti (16 complessivamente) solo a partire dal 1968, attraverso la sottoscrizione di azioni emesse con offerta al pubblico.

La predominanza dell'estero non si limita, comunque, al solo fattore capitale, ma si estende ad altri fattori produttivi quali la tecnologia, l'organizzazione ed il lavoro nelle fasce specializzate e direttive. In altri termini, i centri di decisione e di controllo del settore in parola, come è stato esplicitamente affermato dalle stesse autorità centrali, risiedono al di fuori della nazione ed è verso di loro che affluisce la maggior parte dei profitti realizzati¹².

¹⁰ Fanno eccezione, con le seguenti percentuali di partecipazione: il settore dell'industria conserviera (51 %); dei tabacchi (59,9 %) del caoutchouc (52,4 %); il tipografico (67,5 %); dell'elettricità e dell'acqua (69,8 %) e il settore delle industrie diverse (70,1 %). Per il resto la percentuale dei capitali locali oscilla tra il 16,1 % e il 48 %, ed è nulla nel settore estrattivo e delle risorse minerarie (dati al 1° ottobre 1976). (Cfr. MINISTÈRE DE L'ECONOMIE ..., *cit.*, pagg. 162-191). Le società a prevalente o esclusiva partecipazione pubblica sono complessivamente 53 e il loro elenco è riportato nelle pagine 71-75 del documento sopra citato.

¹¹ La partecipazione degli operatori privati locali oscilla in media tra il 6 % e l'11 % e va da un minimo dell'1,2 % ad un massimo del 16 %. Queste percentuali sono leggermente aumentate nel 1978 (si veda il successivo par. 3.1.).

¹² Ciò è testimoniato anche dalla struttura della bilancia dei pagamenti, la quale registra costantemente deficit di importi assai elevati nelle voci servizi e trasferimenti unilaterali, dovuti, rispettivamente, a regolamenti da

Questi aspetti sono tutt'altro che irrilevanti circa l'effettiva portata del processo di sviluppo dianzi richiamato e le future prospettive. In effetti si può verosimilmente ritenere che la Costa d'Avorio ha goduto solo parzialmente del forte sviluppo registrato dall'economia nazionale (13).

Questa tesi può essere suffragata da almeno tre ordini di motivi. In primo luogo, l'ampia dipendenza anche a livello decisionale dal capitale estero, gli elevati saggi di remunerazione di cui esso gode e il fatto che un'alta percentuale dei profitti realizzati non venga reinvestita in loco, ma esportata e quindi sottratta allo sviluppo della nazione, fanno sì che questa benefici in misura molto limitata del processo di crescita, e che tale processo sia fortemente condizionato dall'esterno.

Analoghi effetti si rilevano, in secondo luogo, per la quota di redditi distribuita sotto forma di salari e retribuzioni. Una parte rilevante di essa affluisce, infatti, alla popolazione europea e non africana, la quale continua ad occupare posti chiave nel settore commerciale ed industriale, con il conseguente determinarsi sia di un'emarginazione relativa della popolazione africana dagli affari economici, sia di un limitato miglioramento¹⁴ delle sue condizioni economiche. Fenomeni questi, che inibi-

parte delle imprese per servizi prestati dall'estero e al rimpatrio di risparmi da parte dei lavoratori non nazionali. Per gli importi e l'andamento di tali voci, si veda: BANQUE CENTRALE DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Rapport 1976*, pag. 69.

¹³ Tali sono, ad esempio, le conclusioni cui è pervenuto SAMIR AMIN, *cit.* nel suo lavoro originario e nel successivo aggiornamento. Osserva tale autore: « L'expérience de l'évolution de la Côte d'Ivoire au cours des quinze dernières années est riche d'enseignements. Elle peut être caractérisée d'une seule expression: "croissance sans développement", c'est-à-dire croissance engendrée et entretenue de l'extérieur, sans que les structures socio-économiques mises en place permettent d'envisager un passage automatique à l'étape ultérieure, celle d'un dynamisme auto-centré, et auto-entretenu » (pag. 28). E, ancora, nella parte di aggiornamento: « Dans ces conditions la dépendance extérieure s'accroît et le moment du "décollage" s'éloigne au fur et à mesure qu'on pense s'en rapprocher. "Croissance sans développement" était notre conclusion. "Développement du sous-développement" dirions nous aujourd'hui, en empruntant à Frank son expression plus juste encore que n'était la nôtre » (pag. 36).

¹⁴ Anche rispetto al saggio di sviluppo del reddito nazionale.

scono, tra l'altro, l'affermarsi di capacità e potenzialità imprenditoriali tra gli operatori locali.

Occorre infine osservare che i cambiamenti verificatisi nel tessuto sociale durante il periodo in esame, oltre a confermare ed essere in parte riflesso di quanto appena esposto, non sembrano indicativi di un effettivo progresso. Anzi, essi presentano alcuni aspetti negativi che meritano un breve richiamo.

Accanto al già evidenziato fenomeno di immigrazione e al conseguente accrescimento della popolazione non africana, le classi sociali hanno subito profonde modificazioni sia nelle zone rurali che in quelle urbane. Per quanto concerne le prime, qui basterà ricordare che esiste un notevole dislivello economico tra le diverse zone geografiche del paese e che nelle più ricche (quelle delle piantagioni) si è venuta formando una ristretta élite di piantatori, la quale gode di redditi meno elevati e comunque tali da consentire loro il soddisfacimento di consumi anche di lusso, nonché l'effettuazione di eventuali investimenti speculativi in immobili e in alcune attività terziarie. Scarsa risulta invece l'inclinazione di questi soggetti verso gli investimenti produttivi, come pure la possibilità di mobilitare il loro risparmio a fini di sviluppo.

Per quanto riguarda la popolazione urbana si rileva, per contro, un processo più di estensione che di trasformazione, dovuto ad una maggiore stabilità dei rapporti di ripartizione dei flussi di reddito tra le diverse categorie sociali. Gli stranieri costituiscono, come osservato, la classe imprenditoriale o ricopro-no, in veste di prestatori d'opera, i ruoli più importanti nell'ambito del sistema economico e l'insieme dei loro redditi continua ad assorbire un'elevata aliquota del prodotto nazionale lordo. Gli avoriani, in opposto, sono percettori di redditi da lavoro dipendente e possono essere stratificati in tre grandi categorie sociali:

- 1) le «masse popolari», assai numerose e composte da operai, da impiegati subalterni, da artigiani e piccoli commercianti;

2) i « ceti medi », poco numerosi e costituiti da funzionari medi e da piccoli negozianti agiati;

3) una ristretta « borghesia », formata da alti funzionari, soprattutto della pubblica amministrazione, da operatori economici associati in affari con gli stranieri e da pochissimi autentici imprenditori operanti, in linea di massima, nel settore commerciale¹⁵.

Quest'ultima categoria, quantunque disponga di redditi di gran lunga superiori alle altre, è ancora numericamente limitata e incapace di effettuare un'accumulazione di capitali tale da potersi progressivamente sostituire agli europei. In essa, inoltre, sono scarse e poco sviluppate le capacità e lo spirito imprenditoriale, mentre spiccata è la preferenza per gli investimenti immobiliari o, comunque, a carattere speculativo.

In sintesi, la struttura sociale della Costa d'Avorio vede contrapporsi, con esigue possibilità di ricambio, una massa proletaria ed una ristretta borghesia locale, ad una classe europea relativamente dominante in termini di capitale, ruoli e redditi.

Volendo infine completare questa breve analisi delle caratteristiche del sistema economico avoriano, è opportuno accennare molto rapidamente alla formazione del risparmio. In proposito va innanzi tutto rilevato che esso si accresce con discreta continuità, eccezione fatta per il 1975. La sua formazione, tuttavia, è oggetto di rilevanti modificazioni individuabili in una sensibile riduzione, sia in termini assoluti che relativi, del risparmio delle imprese, e in un aumento di quello della pubblica amministrazione. Abbastanza stabile risulta invece la quota imputabile all'aggregato famiglie (si veda tab. 1). Nel complesso il risparmio interno permane inferiore al volume degli investimenti, alla cui copertura contribuiscono finanziamenti esteri

¹⁵ Questa stratificazione, proposta da SAMIR AMIN, *cit.*, pagg. 23-26, qualche anno fa, non sembra abbia subito modificazioni rilevanti e può essere considerata, in termini generali, tutt'ora valida.

per un importo medio pari, negli ultimi cinque anni, al 16 % del totale.

Sempre riguardo al risparmio interno non va poi dimenticato, nell'effettuare valutazioni circa la sua effettiva potenzialità, la sua probabile ripartizione all'interno di ciascun aggregato, nonché le possibili forme di impiego, quanto dianzi osservato in merito alla struttura del sistema economico-sociale e alla distribuzione dei redditi tra stranieri e locali. Ciò vale, naturalmente, per gli aggregati imprese e famiglie, all'interno dei quali la presenza di operatori esteri è in taluni casi notevole (imprese), ovvero elevata appare la concentrazione della ricchezza (famiglie).

Senza dilungarsi ulteriormente si può tentare di riassumere i principali aspetti dell'economia della Costa d'Avorio in: una forte dipendenza dall'estero; un limitato sviluppo del settore industriale, un'insufficienza di risparmio interno, sul quale grava inoltre, più o meno direttamente, la presenza di operatori esteri; una scarsa ripartizione della ricchezza tra la popolazione locale o, meglio, una sua concentrazione, da un lato, presso un'élite di piantatori poco incline ad investimenti produttivi, e dall'altro, presso una ristretta borghesia urbana con limitate capacità d'intrapresa¹⁶.

1.1. *Le istituzioni interne volte a promuovere lo sviluppo economico.*

La necessità di promuovere lo sviluppo economico attraverso la mobilitazione di capitali locali, e non di meno quella di favorire l'indigenizzazione del settore produttivo, hanno indotto le Autorità centrali della Costa d'Avorio ad istituire degli organismi *ad hoc* e a creare una borsa valori.

Di tali organismi, quelli la cui attività e funzionamento riguardano direttamente l'oggetto del presente lavoro sono: il

¹⁶ Per maggiori dettagli statistici sull'economia della Costa d'Avorio si veda, oltre ai testi citati: BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Rapport 1976*, pagg. 10 e segg.

Fonds National d'Investissement (Fni); la *Société Nationale de Financement* (Sonafi) e la *Caisse Autonome d'Amortissement* (C.A.A.)¹⁷.

Il *Fonds National d'Investissement*. Il Fni, creato nel 1962 e parzialmente riformato nel 1973, è un ente pubblico posto sotto la tutela del Ministro dell'Economia e delle Finanze. Oggetto della sua attività è la mobilitazione forzosa di risparmio al fine di promuovere gli investimenti diretti o, in alternativa, di finanziare organismi d'intervento nel sistema produttivo (per ora solo la Sonafi). In via collaterale esso persegue l'obiettivo di avvicinare e sensibilizzare gli operatori economici ai valori mobiliari.

Le suddette finalità sono facilmente ravvisabili nel suo meccanismo di funzionamento. Al riguardo si osserva che il Fni è alimentato da fondi derivanti da un prelievo annuo addizionale del 10 % su alcune imposte dirette¹⁸. A fronte di tale prelievo il Fondo rilascia a ciascun contribuente dei certificati nominativi, non trasferibili né negoziabili¹⁹, i quali possono essere utilizzati nei modi seguenti.

Innanzitutto, il titolare può ottenere il rimborso negli stessi qualora effettui degli investimenti secondo le modalità e gli im-

¹⁷ Si ricorda che in Costa d'Avorio operano anche altri istituti di credito a medio e lungo termine, tra cui: 1) La *Banque Ivoirienne de Développement Industriel* (finanzia il settore industriale e turistico); 2) La *Banque Nationale pour le Développement Agricole* (finanzia il settore agricolo); 3) La *Compagnie Financière de la Côte d'Ivoire* (finanzia il settore industriale); 4) Le *Crédit de la Côte d'Ivoire* (finanzia il settore immobiliare, commerciale, industriale e della pesca); 5) La *Banque Nationale pour l'Épargne e le Crédit* (finanzia l'acquisto della proprietà immobiliare).

¹⁸ In pratica, tale prelievo riguarda i proventi da attività industriali e commerciali e i redditi netti di immobili non adibiti ad abitazione diretta del proprietario. Onde evitare che esso gravi eccessivamente sui piccoli contribuenti, è inoltre previsto un abbattimento annuo di 80.000 franchi Cfa. (Cfr. Loi n. 72-866 del 31 décembre 1972).

¹⁹ I certificati Fni sono divisi in due serie: 1) di serie B emessi a fronte di versamenti relativi a redditi fondiari e 2) di serie A, emessi a fronte di versamenti relativi a tutte le altre categorie di redditi.

porti stabiliti da un apposito regolamento, e ai quali sia stato concesso parere favorevole da parte del *Comité d'Agrément du Fonds*. Egli può inoltre utilizzare i propri certificati per sottoscrivere, versando un terzo in contanti, obbligazioni della Sonafi non cedibili né negoziabili, di durata decennale e al tasso di interesse del 7 %²⁰; oppure può acquistare, senza alcuna integrazione, titoli emessi da società d'investimento autorizzate e godenti della garanzia dello Stato. Quest'ultima forma di impiego, tuttavia, alla fine del 1978 non era ancora attuabile.

I certificati non utilizzati entro due anni in uno dei precedenti modi, vengono convertiti d'ufficio in titoli di Stato quarantennali al saggio d'interesse del 2,50 % e i fondi corrispettivi sono girati alla Sonafi, la quale li reinveste nel settore produttivo, impegnandosi a rimborsarli progressivamente alla C. A. A. secondo le condizioni del prestito di Stato dal quale essi provengono. Le somme relative ai certificati non ritirati entro sette anni sono acquisite definitivamente dallo Stato²¹.

I risultati ottenuti con il sistema appena descritto sono resumibili dalla tab. 2. Nell'intero periodo di funzionamento del Fni (1963-1976) i prelievi complessivamente effettuati hanno dato luogo a rimborsi a seguito di investimenti per un 52,7 % e a sottoscrizioni di obbligazioni Sonafi e di titoli di Stato per un 8,5 % ed un 13,4 % rispettivamente; il restante 25,1 % dei certificati emessi non è stato ritirato.

Più in particolare, si nota che la quota utilizzata per finanziare investimenti diretti ha subito un continuo aumento, mentre si è progressivamente ridotta quella impiegata in obbligazioni Sonafi, in corrispondenza ad un andamento ciclico delle conversioni in titoli di Stato e di una forte diminuzione dei certificati non ritirati²², il cui ammontare risulta, tuttavia, elevato.

²⁰ Fino al 1972 il saggio d'interesse era pari al 6 %, inoltre prima del 1974 la quota da versare in contanti era del 50 %.

²¹ Si veda *Décret n. 73-127 du 14 mars 1973*, artt. 1-8.

²² Una dettagliata descrizione delle forme di utilizzo dei certificati Fni e dell'attività di quest'ultimo è contenuta in FONDS NATIONAL D'INVESTISSEMENT, *Rapport d'activité pour l'exercice 1976*.

Queste tendenze sono dovute ad un differente comportamento delle persone fisiche rispetto alle persone giuridiche. Le persone fisiche, avendo minori opportunità di effettuare investimenti diretti, in quanto poche di esse sono imprenditori, si trovano in genere nell'alternativa di scegliere tra la sottoscrizione di obbligazioni Sonafi e di titoli di Stato. Il fatto che, da un lato, le prime oltre a richiedere un versamento in contanti pari ad un terzo dell'ammontare sottoscritto, non sono negoziabili, e che, dall'altro lato, i secondi sono di durata molto lunga ed offrono un rendimento irrisorio, induce tali operatori a considerare, in linea generale, il prelievo in parola una vera e propria imposta e, quindi, a non ritirare i certificati Fni o ad acquistare con essi titoli di Stato non comportanti ulteriori esborsi.

Per quanto riguarda, invece, le persone giuridiche si rileva che esse utilizzano i certificati relativi ai versamenti effettuati soprattutto per ottenerne il rimborso a fronte di nuovi investimenti.

Sebbene negli ultimi periodi questa situazione sia migliorata, anche in virtù di una maggiore comprensione da parte dei contribuenti del meccanismo in esame, essa rimane caratterizzata dai comportamenti sopra descritti e risulta meno penalizzante per le persone giuridiche.

Si può quindi concludere che l'obiettivo di mobilitare risparmio viene conseguito pienamente grazie al carattere coercitivo dei prelievi, come pure lo è in misura rilevante quello di promuovere gli investimenti diretti, il cui ammontare è stato pari, nel 1971-1976, al 12,7 % della formazione lorda di capitale.

Non sembra, invece, si sia raggiunta la finalità di sensibilizzare o meglio di avvicinare gli operatori economici ai valori mobiliari. Ciò è dovuto, in larga misura, al basso rendimento e alla mancanza di liquidità dei titoli oggetto di possibili sottoscrizioni.

Ne consegue che una condizione necessaria, anche se non sufficiente, per favorire la diffusione, attraverso i certificati Fni, delle obbligazioni della Sonafi e dei titoli di Stato, potrebbe essere

quella di elevare i saggi di interesse, specie su quest'ultima categoria di valori mobiliari, e di consentire la loro piena e libera negoziabilità, magari ammettendoli alle quotazioni di borsa. Ma tali modificazioni, oltre a non apparire compatibili con obiettivi di finanziamento a basso costo, potrebbero avere ripercussioni assai negative sul mercato mobiliare secondario, non ancora maturo né sufficientemente consolidato per accogliere titoli con caratteristiche alquanto diverse da quelle dei valori già in circolazione. Essi, infatti, darebbero luogo quasi certamente a forti correnti di vendita con effetti facilmente intuibili. Un miglioramento potrà forse ottenersi allorché si renderanno disponibili i titoli emessi dalle società d'investimento autorizzate, sempre che le loro caratteristiche economico-tecniche risultino sufficientemente appetibili.

Certo è, che questo sistema nella sua attuale concezione non offre alcun valido contributo alla diffusione dei valori mobiliari, né può o potrebbe alimentare l'attività della borsa valori. Anzi, esso rischia addirittura di ingenerare negli operatori meno preparati in materia finanziaria un'avversione nei confronti dei titoli, attraverso un eventuale processo psicologico di generalizzazione delle esperienze che sono chiamati ad effettuare.

La Société Nationale de Financement. La Sonafi è una società di Stato dotata di personalità giuridica e di autonomia finanziaria. Essa è stata creata nel 1963 nell'intento di promuovere lo sviluppo economico e di favorire la progressiva indigenizzazione del sistema produttivo e la diffusione dei valori mobiliari ²³.

Sotto l'aspetto operativo l'organismo in parola può essere assimilato ad una banca d'affari e, al tempo stesso, di sviluppo ²⁴.

²³ Cfr. *Décret n. 63-93 du 4 mars 1963* e, per le successive modifiche e integrazioni, *Décret 69-205 du 22 mars 1969* e *Décret n. 70-591 du 7 octobre 1970*.

²⁴ Non a caso ad essa è riconosciuta la qualifica di membro dell'*Association Professionnelle des Banques*.

L'oggetto della sua attività consiste, infatti, sia nell'assunzione, di propria iniziativa o su sollecitazione dei pubblici poteri, di partecipazioni in differenti settori economici, sia nella concessione di prestiti a medio e lungo termine, anche a condizioni speciali.

Per meglio comprendere l'operare della Sonafi è opportuno richiamare rapidamente le fonti di finanziamento della stessa. Al riguardo si osserva che le risorse finanziarie di cui essa dispone possono essere distinte in: ordinarie e di dotazione.

Le prime sono costituite da fondi raccolti mediante:

a) l'emissione di proprie obbligazioni garantite dallo Stato e offerte in sottoscrizione al pubblico e agli investitori istituzionali;

b) l'emissione di obbligazioni legate al meccanismo dei certificati Fni;

c) il conferimento delle somme relative ai certificati Fni non utilizzati entro due anni e automaticamente convertiti in titoli del prestito di Stato.

Le disponibilità di dotazione si identificano, invece, con:

a) il capitale sociale conferito in dotazione dallo Stato, i relativi aumenti e gli utili conseguiti e accantonati a riserva;

b) un fondo speciale per le piccole e medie imprese, istituito nel 1970;

c) un fondo di dotazione destinato ad interventi, per conto dello Stato, in operazioni economiche particolari o a redditività differita.

A fronte di questi mezzi la Sonafi effettua, come si diceva, una serie di impieghi in accordo alla natura degli stessi. Le risorse ordinarie vengono impiegate nell'assunzione di partecipazioni secondo criteri ispirati al rendimento e alla sicurezza offerta dall'investimento. Tali partecipazioni possono essere minoritarie e addirittura simboliche, o di larga maggioranza, e possono riguardare società sia in via di costituzione che già esistenti.

Nel primo caso la Sonafi può associarsi direttamente con operatori nazionali o stranieri, ovvero può ricercare agli stessi dei partners disposti ad associarsi al progetto²⁵. Nel secondo caso, l'intervento della Sonafi, qualora abbia ad oggetto società a capitale estero, mentre ottiene indubbi effetti di indigenizzazione dell'attività produttiva, rischia di provocare un rallentamento dello sviluppo economico nella misura in cui le somme corrisposte per rilevare la partecipazione si traducono in un disinvestimento netto per l'economia nazionale. Onde evitare queste conseguenze, la Sonafi preferisce di solito assumere partecipazioni attraverso la sottoscrizione di aumenti di capitale. Se ciò non è possibile, essa si adopera per sollecitare le parti cedenti a reinvestire in nuove operazioni le somme corrisposte.

Passando agli impieghi delle risorse di dotazione, si rileva che essi consistono, anche in forma congiunta, in assunzioni di partecipazioni per iniziativa dei pubblici poteri e in prestiti o anticipazioni in conto corrente. Si tratta, in genere, di operazioni di importi rilevanti o a redditività differita e non tanto ispirate a criteri di economicità, come per gli investimenti delle risorse ordinarie, quanto rispondenti alla strategia di intervento dei pubblici poteri nel settore produttivo.

L'ultima categoria di impieghi è costituita da crediti a lungo termine concessi a piccole e medie imprese condotte da operatori locali²⁶, allo scopo di consentire lo sviluppo di tale settore²⁷.

Si deve infine ricordare che l'attività della Sonafi è anche finalizzata alla retrocessione di partecipazioni ad operatori economici nazionali, onde favorire l'indigenizzazione delle imprese

²⁵ Quest'ultima attività è svolta anche e soprattutto da altre istituzioni pubbliche quali il *Bureau de Développement Industriel* e l'*Office de Promotion de l'Entreprise Ivoirienne*.

²⁶ Per un'analisi delle partecipazioni assunte e dell'evoluzione dell'attività della Sonafi si veda: SONAFI, *Rapport d'activité*, numeri vari.

²⁷ Le somme utilizzate provengono dal *Fonds Spécial pour les Petites et Moyennes Entreprises* istituito nel 1970 e richiamato nel testo.

e la diffusione dei valori mobiliari. Essa inoltre, come si dirà più avanti, interviene direttamente in borsa sui titoli che ha in portafoglio al fine di equilibrare i flussi di domanda e di offerta degli stessi. Non ultimo può adoperarsi per promuovere la quotazione delle imprese partecipate²⁸.

La Caisse Autonome d'Amortissement. La C.A.A., creata nel 1959, è un organismo pubblico dotato di personalità giuridica e indipendente dal Tesoro dello Stato. Quest'ultima caratteristica è volta a garantire gli operatori economici presso i quali la C.A.A. raccoglie fondi e deriva da disposizioni di legge che, da un lato, le inibiscono la possibilità di intrattenere rapporti di conto corrente con il Tesoro o di concedere ad esso anticipazioni e, dall'altro attribuiscono alla generalità delle sue operazioni la garanzia dello Stato.

Per quanto concerne gli aspetti operativi, la C.A.A. svolge una duplice attività oggetto di gestioni separate. La prima (*gestion des dépôts*) consiste nella raccolta di fondi disponibili di organismi pubblici e di depositi cauzionali di varia natura, e nel successivo impiego, secondo modalità e limiti prestabiliti, in finanziamenti sia a breve che a protratta scadenza a favore del settore pubblico allargato e, in misura assai limitata, di imprese private²⁹. Destinatari di tali crediti sono altresì alcuni intermediari finanziari operanti nel lungo termine. Con queste operazioni, svolte a livello complementare al sistema bancario, la C.A.A. persegue finalità di sviluppo economico e, come tale, può essere in parte assimilata ad una banca di sviluppo.

Il secondo tipo di attività dell'organismo in parola riguarda più da vicino l'oggetto del presente lavoro e si identifica con la gestione del debito pubblico, comprendente tra l'altro l'emissione di prestiti obbligazionari, il relativo servizio di cassa e le opera-

²⁸ Fin qui la Sonafi non ha mai avuto la possibilità di effettuare questo tipo di operazioni.

²⁹ In merito alla raccolta ed alle modalità d'impiego dei fondi relativi alla *gestion des dépôts* si veda C.A.A., 1960-1965, pagg. 37 e segg.

zioni di conversione dei certificati Fni³⁰. In questa sfera di competenze la C.A.A. ha giocato un ruolo di primo piano nella fase di sperimentazione che ha preceduto la creazione della borsa valori.

2. LA GENESI DEL MERCATO MOBILIARE E LE ESPERIENZE PRECEDENTI E PREPARATORIE LA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI

Le origini del mercato mobiliare della Costa d'Avorio possono essere fatte risalire al 1969. Prima di tale data, i pochi prestiti obbligazionari, provenienti esclusivamente dallo Stato, trovano collocamento soprattutto all'estero e in prevalenza presso investitori istituzionali³¹. Le emissioni interne iniziano, in verità, nel 1963 con le obbligazioni della Sonafi e nel 1965 con i titoli del prestito di Stato quarantennale, destinati entrambi alla conversione dei certificati Fni. Ma, di fatto, la prima vera e propria emissione con offerta al pubblico e non legata a meccanismi coercitivi ha luogo nel 1969 ad opera della C.A.A. Con questa operazione la C.A.A. non intendeva perseguire soltanto obiettivi di mobilitazione del risparmio interno, bensì di saggiare le possibilità di creare un regolare mercato mobiliare sia primario che secondario, e in particolare, di avvicinare la generalità degli operatori economici ai valori mobiliari.

In accordo a tali finalità il prestito — emesso alla pari per un ammontare complessivo di 500 milioni di franchi cfa., ammortizzabile in 10 rate annue a quote capitale costanti e al saggio di interesse del 7 % — prevedeva la garanzia di riac-

³⁰ Circa l'evoluzione della *gestion de la dette publique* e le operazioni progressivamente affidate alla C.A.A. si veda C.A.A., *cit.*, pagg. 7-20.

³¹ In pratica, fino al 1965, esclusi i prestiti obbligazionari contratti tra il 1913 e il 1936 sul mercato francese dall'ex *Gouvernement Général de l'A.O.F.* si ha un unico prestito gestito dalla C.A.A. (*Emprunt C.A.A. 5 % 1961-1963*), la cui prima tranche è stata assunta a fermo da alcune compagnie di assicurazione francesi.

quisto al valore nominale, in qualsiasi momento, su richiesta dei sottoscrittori. Quest'ultima era fornita da un sindacato costituito dalla C.A.A., dalla Sonafi e dalla maggior parte del sistema bancario ³².

Per assicurare la negoziabilità dei titoli si procedeva inoltre alla creazione di un comitato di quotazione che si riuniva periodicamente ³³ presso la banca centrale, la quale fungeva da semplice osservatore senza intervenire nelle negoziazioni, in pratica effettuate dalle banche commerciali su ordine della clientela.

Si veniva così a formare un embrione di mercato secondario sostituito, nel marzo del 1976, dalla borsa valori.

Al prestito della C.A.A. hanno fatto poi seguito ogni anno, fino al 1972, emissioni di medesimo importo e identiche condizioni con risultati giudicati dalle autorità competenti abbastanza soddisfacenti. A partire da questa data la C.A.A. procede ad un'ulteriore verifica e riprova delle condizioni riscontrate, offrendo al pubblico anche titoli privi di garanzia di riacquisto e dotati di un saggio di interesse più elevato. L'obiettivo era, naturalmente, quello di saggiare il grado di preferenza per la liquidità rispetto al rendimento.

Nel 1973 e nel 1974 si assiste così alla contemporanea emissione di prestiti al 7 % con garanzia di riacquisto ³⁴ e di prestiti al 9 % (1973) e al 10 % (1974) senza impegno di riacquisto.

Dal raffronto del volume delle sottoscrizioni raccolte per ciascun prestito emerge una elevata preferenza per la liquidità. Si nota infatti che le sottoscrizioni di titoli garantiti sono state superiori, sia in valore assoluto che relativo, a quelle di titoli non

³² A titolo di esempio, il sindacato costituito per il prestito C.A.A. 7 % del 1976, risultava così formato: B.I.A.O. (25 %); B.I.C.I.-C.I. (15 %); S.I.B. (15 %); S.G.B.-C.I. (15 %); B.I.D.I. (5 %); B.N.D.A. (5 %); C.A.A. (20 %); C.C.I. (5 %); Sonafi (5 %). In parentesi sono indicate le quote di partecipazione.

³³ Due volte al mese.

³⁴ Questi ultimi saranno sospesi definitivamente dal 1974.

garantiti³⁵. Esse inoltre risultano, complessivamente, in forte riduzione, determinando un eccezionale intervento da parte del sindacato di collocamento, chiamato ad accollarsi il 29 % delle emissioni nel 1973 e il 40 % nel 1974, contro il 3,6 % del 1972, il 7,7 % del 1971 e l'1 % del 1969³⁶.

Questo fenomeno sembra dovuto ad una serie di motivi quali: l'elevato saggio di inflazione, il fatto di non accettare sottoscrizioni anonime³⁷, e, soprattutto, una certa saturazione del mercato mobiliare per la parte riguardante gli investitori individuali, i quali iniziavano ad essere attratti, tra l'altro, dalle prime offerte pubbliche di azioni.

Gli unici aspetti positivi rilevati dalla stessa C.A.A., consistevano in: *a*) una partecipazione numericamente crescente (ma in complesso molto limitata) dei piccoli risparmiatori; *b*) un tasso di partecipazione degli avoriani relativamente più elevato; *c*) una tendenza alla decentralizzazione dei classamenti verso l'interno del paese. Questi ultimi, tuttavia, restano fortemente concentrati nella zona di Abidjan, la quale raccoglie il 78 % delle sottoscrizioni³⁸.

Di fronte alla crisi di ricettività che si veniva manifestando, la C.A.A. decide di apportare alcune modifiche alle emissioni, senza peraltro rinunciare alla loro effettuazione. Nel 1975 lancia un nuovo prestito al 10 %, ammettendo alle sottoscrizioni anche gli investitori istituzionali, e nel 1976 differenzia le caratteristiche tecniche dei titoli suddividendoli in tre categorie:

- 1) biennali al saggio di interesse del 6,50 %;
- 2) quinquennali all'8 %;

³⁵ Si veda tab. 3, anni 1973 e 1974.

³⁶ Si noti che nel 1971 le sottoscrizioni sono state superiori al montante dei titoli emessi.

³⁷ La C.A.A., infatti, onde poter conoscere la stratificazione dei possessori dei propri titoli, aveva imposto dal 1973 la comunicazione dei nominativi e di alcune caratteristiche relative a ciascun sottoscrittore.

³⁸ Cfr. *Compte-rendu de l'émission des emprunts C.A.A. 7 % 1974 à lots et C.A.A. 10 % 1974 à lots*, pag. 15.

3) decennali al 10 % di cui una tranche riservata agli investitori istituzionali.

Le sottoscrizioni raccolte, grazie all'intervento di questi ultimi operatori sono molto vicine all'importo totale delle emissioni nel 1975 e lo superano di gran lunga nel 1976. La partecipazione delle persone fisiche rimane però bassa, nonostante il ventaglio di scelte offerto.

Sulla base dei risultati empirici ottenuti nel 1969-1976 con i prestiti qui richiamati e in seguito alle prime esperienze di emissioni pubbliche di azioni³⁹, le autorità centrali della Costa d'Avorio, confortate da uno studio *ad hoc* coordinato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze con il concorso di esperti francesi, decidono di creare e rendere operativa una borsa valori.

Ad avviso di chi scrive, tuttavia, le esperienze in parola e le condizioni del sistema economico dianzi esposte non sembrano confermare pienamente l'esistenza di validi pre-requisiti affinché una borsa valori potesse affermarsi ed operare con significatività all'interno delle istituzioni finanziarie⁴⁰.

Si deve, innanzi tutto, ricordare che il sistema industriale, oltre ad essere povero di imprese di ampie dimensioni e poco diversificato, risulta fortemente dipendente dal capitale estero. Ne discende che il numero delle società in grado di essere quotate è minimo, come pure il volume e la varietà settoriale delle azioni potenzialmente disponibili per le negoziazioni. Ma pur tralasciando questi fattori, forti dubbi si nutrono — dato il livello e la ripartizione del risparmio interno, il grado di concentrazione

³⁹ Si veda, *infra*, par. 3.1.

⁴⁰ In verità, alcune ipotesi di perplessità sono individuabili anche nei rendiconti dalla C.A.A. (si veda, ad esempio, *Compte-rendu de l'emission de l'emprunt C.A.A. 10 % 1975*, pag. 8). Ma ad esse le autorità centrali non sembra abbiano attribuito un'eccessiva rilevanza, giudicando più che soddisfacenti i risultati ottenuti. In proposito si consideri la prima parte del discorso pronunciato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze in occasione dell'inaugurazione della borsa valori (cfr. *Allocution de Monsieur Konan Bédie, Ministre de l'Economie et des Finances pour l'inauguration de la Bourse des Valeurs*, Abidjan le 2 avril 1978).

della ricchezza, nonché le preferenze d'investimento e le capacità imprenditoriali delle classi locali agiate — circa il volume dei capitali inclini ad investirsi in valori mobiliari.

Né si possono considerare, al riguardo, significative le risultanze delle emissioni azionarie effettuate negli anni successivi al 1968. Esse, infatti, oltre ad essere nel complesso limitate e quindi di facile assorbimento, sono pervenute, in taluni casi, da società partecipate dalla Sonafi, sulle quali non era e non è difficile per le autorità monetarie effettuare pressioni affinché mettano una parte dei loro titoli a disposizione del pubblico.

Altre perplessità sorgono poi dall'analisi dei consuntivi relativi ai prestiti obbligazionari della C.A.A. Da essi sembra emergere l'immagine di un potenziale mercato nel complesso esiguo e tendente a raggiungere rapidamente lo stato di saturazione. Si nota infatti che dopo le prime due emissioni una quota sempre più ampia dei successivi prestiti non trova collocamento. Una ripresa si verifica, di fatto, solo con l'intervento degli investitori istituzionali e, anche se le ultime emissioni aventi caratteristiche più appetibili ⁴¹ fanno registrare una maggiore partecipazione degli operatori non finanziari, questa è più apparente che effettiva in quanto nel contempo erano stati effettuati degli smobilizzi di titoli garantiti. Tant'è che i sindacati di riacquisto si trovavano, secondo i dati disponibili e relativi alle ultime sedute del comitato di quotazione, ad avere in portafoglio per ciascun prestito una quota pari al 34,47 %, al 71,43 %, al 56,28 %, all'80,56 %, al 53,41 % e al 5,62 % delle obbligazioni in circolazione (tab. 4 a/e) ⁴². Si aggiunga, che una percentuale non indifferente delle sottoscrizioni proveniva da operatori non avo-

⁴¹ Ci si riferisce ai prestiti di durata quinquennale all'8 % e biennale al 6,50 %.

⁴² Dati riferiti al 25 febbraio 1976, ultima riunione del comitato di quotazione prima dell'apertura della borsa valori. Dalle tavole richiamate si desumono anche le quote in portafoglio di ciascun sindacato a partire dal marzo del 1974 e il volume delle transazioni per ciascuna seduta, le quali mostrano una scarsa movimentazione del mercato secondario.

riani e che, a giudicare dalla frequenza delle sottoscrizioni, suddivise per *tranches* di importi nominali e per categorie professionali, la partecipazione dei piccoli risparmiatori, ancorché numericamente elevata, si presentava nel complesso molto limitata⁴³. Questo, probabilmente, è dovuto ed è indice dell'esiguità del risparmio interno e della sua concentrazione nei ceti medio-elevati, i quali risultano anche i più preparati in materia finanziaria.

Sembra quindi lecito concludere che la borsa valori di Abidjan non sia stata creata in seguito a necessità direttamente o indirettamente manifestate dai vari operatori economici, né tanto meno sulla base di un riscontro della completa esistenza dei pre-requisiti necessari. Essa appare piuttosto frutto della volontà delle autorità centrali le quali, come si vedrà, intendono perseguire in tal modo obiettivi di indigenizzazione del sistema economico.

Nel contesto attuale la borsa valori assume, dunque, le caratteristiche di uno strumento non coercitivo per promuovere la sostituzione dei capitali privati nazionali a quelli esteri nella gestione delle imprese, e in misura minore e parzialmente subordinata, per favorire il finanziamento delle società e dello Stato, nonché la liquidità della ricchezza mobiliare

3. LA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI E LE FUNZIONI AD ESSA ATTRIBUITE

Il processo ufficiale di creazione della borsa valori ha inizio nel 1974 con l'emanazione della legge n. 74-353 del 24 luglio e del decreto n. 74-717 del 27 novembre⁴⁴ disciplinanti, rispet-

⁴³ Si vedano le statistiche elaborate nel *Compte-rendu de l'émission des emprunts C.A.A. 7 % 1973 à lots* e *C.A.A. 9 % 1973 à lots*, *C.A.A. 7 % 1974 à lots* e *C.A.A. 10 % 1974 à lots*, *C.A.A. 10 % 1975* e *C.A.A. 6,50 %, 8 % e 10 % 1976*.

⁴⁴ Modificato dal *Décret n. 75-609 du septembre 1975*.

tivamente, la struttura del mercato finanziario e l'organizzazione generale della borsa⁴⁵. Ad essi fanno seguito, dopo circa un anno, l'omologazione del regolamento interno della nuova istituzione⁴⁶ e la sua apertura ufficiale, avvenuta il 7 aprile 1976, con la prima seduta di quotazione.

A partire da tale data, la borsa valori entra definitivamente a far parte del sistema finanziario della Costa d'Avorio e ad essa vengono attribuite dalla stessa legge istitutiva le seguenti funzioni:

- organizzare e dirigere il mercato dei valori mobiliari;
- assicurare la regolarità delle transazioni in condizioni di sicurezza;
- facilitare la raccolta di nuovi capitali da parte delle società⁴⁷.

A queste funzioni, che possono considerarsi tipiche e universali, e sul perseguimento delle quali gravano tutti i condizionamenti provenienti dai diversi fattori più volte richiamati, se ne aggiunge un'altra consistente nell'indigenizzazione del sistema economico. Essa costituisce, come può desumersi dalle stesse dichiarazioni dei pubblici poteri⁴⁸, la principale finalità assegnata

⁴⁵ Nel 1973 si era inoltre provveduto a regolamentare le operazioni di raccolta di risparmio con appello al pubblico (cfr. *Décret n. 73-26 du 17 janvier 1973*).

⁴⁶ Cfr. *Arrêté n. 0282-MEF-BV du 30 mars 1976*.

⁴⁷ Cfr. *Loi n. 74-353 du 24 juillet 1974, art. 5*.

⁴⁸ Significativo, in proposito, è quanto affermato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze in occasione dell'inaugurazione della borsa valori: « Notre dessein n'est pas de l'utiliser [la bourse] pour faire d'Abidjan une place financière internationale. Nous l'avon conçue essentiellement comme un instrument d'ivoirisation de notre économie, permettant d'opérer dans l'ordre et la sécurité le transfert d'une fraction croissante du capital des sociétés installées en Côte d'Ivoire aux mains des Ivoiriens. Le marché des obligations sera largement ouvert à tous, nationaux ou étrangers, car l'obligation n'est qu'un simple titre de créance qui ne met pas en cause le pouvoir au sein de l'entreprise. Par contre, le marché des actions c'est-à-dire des instruments de propriété des entreprises, sera avant tout réservé aux Ivoiriens ».

Au stade de l'appel public à l'épargne, seuls les Ivoiriens pourront acquérir des actions. Dans les transactions sur le marché, l'intervention des

alla borsa valori e trova fondamento nella normativa afferente il mercato mobiliare.

Al riguardo è infatti stabilito che tutte le operazioni di offerta al pubblico di valori mobiliari (apporti o aumenti di capitale, cessioni di pacchetti azionari e emissioni di obbligazioni) debbono essere preventivamente autorizzate dal Ministro della Economia e delle Finanze⁴⁹, al quale compete, altresì, la facoltà di fissare una percentuale massima di azioni che può essere acquistata, anche ulteriormente sul mercato, dagli operatori non avoriani⁵⁰.

L'effettiva applicazione in senso restrittivo di queste norme fa sì, in pratica, che in borsa valori venditori di titoli azionari possano essere tutti, mentre la posizione di acquirenti possa essere assunta solo da persone fisiche e giuridiche avoriane. Lo stesso dicasi per il mercato azionario primario.

Se ciò, da un lato, consente di ottenere una progressiva penetrazione o sostituzione dei capitali nazionali a quelli esteri, dall'altro si traduce in una limitazione dell'attività del mercato mobiliare e del suo potenziale sviluppo, che viene così a riposare quasi esclusivamente sulla quota di risparmio interno incline ad investirsi in titoli.

Questa breve puntualizzazione circa gli obiettivi prioritari posti a carico della borsa valori è indispensabile al fine, sia di individuare gli ulteriori limiti e condizionamenti che da essi discendono, sia di procedere ad una valutazione dei risultati ottenuti. Ma prima di affrontare tali argomenti, è opportuno accen-

opérateurs étrangers ne pourra être dans la plupart des cas que marginale, le législateur ayant stipulé que pour chaque secteur économique serait fixé un pourcentage maximum des titres qui pourront être achetés par des personnes n'ayant pas la nationalité ivoirienne. L'ouverture du marché doit donc avant tout faciliter les transactions entre Ivoiriens, tout en permettant, dans une certaine marge, l'intervention d'opérateurs étrangers, afin de mieux assurer, dans certains cas, l'équilibre technique du marché». (Cfr. *Allocution*, cit., pag. 8).

⁴⁹ Cfr. *Décret n. 73-26 du 17 janvier 1973*, art. 1 e *Loi n. 74-353 du 24 juillet 1974*, art. 1.

⁵⁰ Cfr. *Loi n. 74-353 du 24 juillet 1974*, art. 22.

nare all'organizzazione ed alle modalità di funzionamento dell'organismo in esame.

3.1. *La struttura e l'organizzazione della borsa valori.*

La borsa valori di Abidjan è un organismo pubblico a carattere commerciale, dotato di personalità civile e autonomia finanziaria, e sottoposto al controllo del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

Il suo funzionamento è assicurato da tre organi: il Consiglio di borsa, il Direttore generale e l'Agente contabile.

Il primo si compone di un presidente, proposto dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, di un vice presidente e di cinque membri rappresentanti, rispettivamente: la banca centrale, la C.A.A., l'associazione degli agenti di cambio, le *Chambres consulaires* e le banche di sviluppo. Ad esso compete l'amministrazione generale della borsa ed una serie di funzioni specifiche, tra cui l'ammissione anche d'ufficio dei valori alla quotazione ufficiale⁵¹. Per alcune decisioni è inoltre prevista la preventiva approvazione dell'organo di controllo.

Il Direttore generale ha, invece, compiti di carattere esecutivo e rappresenta la borsa nei confronti dei terzi. L'Agente contabile, infine, si occupa della contabilità e della tesoreria, effettuando tutte le operazioni di pagamento e riscossione con controllo dei relativi mandati.

Accanto a questi organi interni è delegato presso la borsa, in rappresentanza del Governo, un Commissario di Stato che assiste alle sedute di quotazione e alle riunioni del Consiglio al fine di vigilare sul regolare svolgimento delle negoziazioni e sul rispetto delle decisioni dell'autorità di controllo.

Passando a considerare gli intermediari di borsa si rileva una sostanziale uniformità con le esperienze del Marocco e della Tu-

⁵¹ Il consiglio di borsa ha, altresì funzioni consultive nei confronti del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

nisia. Anche in Costa d'Avorio, infatti — per i soliti motivi connessi sia con la mancanza di individui dotati di adeguate capacità professionali ed ampie possibilità operative, sia con la limitatezza delle remunerazioni che l'esercizio dell'attività di intermediazione consentirebbe loro⁵² — la categoria degli agenti di cambio è formata esclusivamente da banche. Ad esse in questa nazione la qualifica di intermediari di borsa è addirittura riconosciuta direttamente dalla legge, la quale limita tale categoria alle sole persone giuridiche, senza prevedere alcune possibilità di inserimento per le persone fisiche⁵³.

Per quanto riguarda i diritti e i doveri posti a carico degli agenti di cambio, si osserva innanzi tutto che essi operano in regime di monopolio e sono direttamente responsabili delle negoziazioni effettuate, per le quali debbono tenere regolare contabilità. Non possono procedere alla compensazione degli ordini ricevuti, mentre è consentito loro, entro i limiti stabiliti dal regolamento di borsa, di effettuare la contropartita allo scopo di equilibrare il mercato e non a fini speculativi.

Ogni agente di cambio è tenuto ad aderire all'omonima associazione (*Association des Agents de Change*) e può delegare l'esercizio delle proprie funzioni ad alcuni *Fondés de Pouvoir* che operano sotto sua responsabilità⁵⁴.

Diversamente dalle borse valori degli altri paesi africani francofoni, non è previsto il versamento, da parte degli agenti di cambio, di alcuna garanzia, né la costituzione di un apposito fondo comune.

⁵² Si vedano le considerazioni avanzate nei capitoli relativi al Marocco e alla Tunisia.

⁵³ Cfr. *Loi n. 74-353 du 24 juillet 1974*, art. 11.

⁵⁴ Attualmente gli agenti di cambio accreditati alla borsa di Abidjan sono: la *Banque Internationale pour l'Afrique Occidentale*, la *Banque Internationale pour le Commerce et l'Industrie de la Côte d'Ivoire*, la *Société Invoirienne de Banque*. Ognuno di essi è presente in borsa con due *Fondés de Pouvoirs*.

3.2. Il funzionamento della borsa valori.

Per legge, tutte le negoziazioni di titoli quotati debbono essere effettuate esclusivamente in borsa valori tramite gli intermediari autorizzati. La cessione diretta è ammessa soltanto per i valori non iscritti al listino e per alcune operazioni di tipo particolare⁵⁵. Questa regola, meno restrittiva e più realistica di quella applicata in Tunisia, tende ad ottenere la concentrazione delle negoziazioni nel mercato ufficiale e, soprattutto, a consentire un effettivo controllo del sottostante processo di indigenizzazione. Il conseguimento di tali obiettivi è inoltre rafforzato dalla norma che impone la nominatività obbligatoria delle azioni offerte al pubblico⁵⁶.

In accordo alle disposizioni inizialmente richiamate, il mercato mobiliare della Costa d'Avorio risulta articolato in:

- *mercato ufficiale*, relativo ai valori quotati, e
- *mercato parallelo o libero*, relativo a tutti gli altri titoli.

È, invero, prevista l'istituzione di un *marché hors-cote*, della cui organizzazione è incaricata la borsa valori. Ma, a fine 1978, esso non era stato ancora attivato e nell'arco di due anni si è avuta un'unica operazione *hors-cote* (il 17 luglio 1978), consistente nella cessione con offerta pubblica di un pacchetto azionario della società *Cacomiaf*, posseduto da un'azionista estero⁵⁷.

Per quanto riguarda le modalità di svolgimento delle negoziazioni di borsa, si osserva che esse vengono effettuate con il

⁵⁵ Tali sono:

« — les cessions entre sociétés mères et sociétés filiales. Pour l'application du présent article, est appelée " société mère " la société qui détient 35 % au moins du capital de la société filiale;

— les cessions entre sociétés d'assurances appartenant à un même groupe;

— les cessions qui, incluses dans une convention autre qu'une vente pure et simple, en constituent un élément indispensable ». (Cfr. *Loi n. 74-353 du 24 juillet 1974*, art. 7).

⁵⁶ Cfr. *Loi n. 74-353 du 24 juillet 1974*, art. 4).

⁵⁷ Cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Bulletin de la côte n. 28 du 12 juillet 1978*.

sistema delle grida e con sedute di frequenza settimanale⁵⁸. Sono consentite, per evitare fenomeni speculativi, solo operazioni a contanti ed è stabilito un limite massimo di oscillazione dei corsi da una seduta all'altra. Tali oscillazioni non possono superare il 3 % per i titoli a reddito fisso e il 5 % per i titoli azionari⁵⁹. Ferme restando queste disposizioni, il consiglio di borsa ha inoltre la facoltà di intervenire per eliminare eventuali sproporzioni tra il volume delle domande e delle offerte rivolte ad un singolo titolo⁶⁰.

Circa l'opportunità di porre a priori dei vincoli all'escursione dei corsi, senza nulla aggiungere a quanto osservato a proposito della borsa tunisina⁶¹, ci limita in questa sede a ribadire l'opportunità di utilizzare uno strumento più flessibile.

Un aspetto positivo della normativa afferente la borsa valori è ravvisabile nella procedura e nelle condizioni di ammissione alle quotazioni, trattate entrambe in modo organico ed unitariamente alla disciplina delle offerte pubbliche di valori mobiliari⁶². Quest'ultima sottopone le operazioni in parola alla preventiva autorizzazione del Ministro dell'Economia e delle Finanze⁶³ ed obbliga le società che se ne avvalgono a pubblicare

⁵⁸ Il giorno di riunione è il mercoledì o il successivo.

⁵⁹ È anche previste che nella stessa seduta lo scarto tra le variazioni di due corsi successivi relativi a ciascun titolo debba essere almeno pari a 5 franchi cfa. nel caso di corsi inferiori a 5000 franchi cfa. e a 10 franchi cfr. negli altri casi. (Cfr. *Reglément intérieur de la Bourse des Valeurs Mobilières d'Abidjan*, art. 9).

⁶⁰ Cfr. *Reglément intérieur*, cit., artt. 11, 12, 13 e 14.

⁶¹ Si veda il capitolo riguardante la Tunisia.

⁶² Onde evitare un'applicazione troppo restrittiva della disciplina regolante i collocamenti pubblici di valori mobiliari, il comitato di Borsa ha stabilito, per ora, di considerare tali solo le operazioni comportanti l'offerta di almeno un 5 % del capitale di una società a più di dieci risparmiatori. Al di sotto di questi limiti si rientra nel concetto di collocamenti privati, non sottoposti ad alcun controllo (cfr. *BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, Rapport 1976*, pag. 5).

⁶³ È interessante ricordare che il Ministro dell'Economia e delle Finanze predispose anche un calendario delle emissioni in accordo alle condizioni

un documento d'informazione concernente la loro organizzazione, la situazione economico-finanziaria e l'evoluzione dell'attività esercitata⁶⁴. Tale documento deve essere trasmesso al Consiglio di borsa che può richiedere qualsiasi delucidazione o giustificazione e può indicare le modificazioni e le integrazioni da apportarvi. Esso ha altresì il diritto, e di solito se ne avvale, di far sottoporre la società ad una revisione contabile.

Le stesse regole si applicano anche alle richieste di ammissione alle quotazioni che pervengono al consiglio di borsa⁶⁵. Al riguardo il legislatore ha provveduto ad indicare i requisiti che le società debbono presentare e i criteri sui quali quest'ultimo si deve basare nel formulare il suo parere. I requisiti prescritti sono i seguenti:

- 1) il patrimonio sociale non deve essere inferiore a 100 milioni di franchi cfa.;
- 2) la società deve documentare almeno tre anni di esistenza effettiva mediante la presentazione di tre bilanci contabili;
- 3) deve aver distribuito almeno un dividendo;
- 4) deve presentare buone prospettive di redditività; e, se trattasi di titoli azionari,
- 5) deve dimostrare di aver messo a disposizione del pubblico una percentuale non inferiore al 20 % del suo capitale, ovvero impegnarsi a farlo entro un anno dall'avvenuta quotazione.

del mercato finanziario. Si ha quindi un coordinamento delle operazioni di ricorso al mercato mobiliare e una sua più attiva ed unitaria direzione.

⁶⁴ Tali società sono poi tenute a pubblicare in un giornale di larga diffusione:

a) ogni sei mesi, le cifre d'affari al periodo precedente;

b) ogni anni, il bilancio, il conto economico e l'inventario dei titoli in portafoglio.

Anche queste notizie vengono preventivamente comunicate al Consiglio di borsa per gli eventuali controlli e verifiche.

⁶⁵ Fanno eccezione i titoli di Stato, ammessi su domanda del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

È appena il caso di ricordare che l'iscrizione al listino può essere promossa anche d'ufficio dal consiglio di borsa, il quale, tuttavia, non sembra abbia fatto mai ricorso a tale procedura. Sulle società quotate gravano, ovviamente, tutti gli obblighi di informativa appena richiamati.

4. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE IN SEGUITO ALLA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI

Avendo ben presenti gli elementi acquisiti nel corso dell'analisi svolta, specie per quel che riguarda gli obiettivi prioritariamente assegnati alla borsa valori, in questa parte si tenterà di effettuare una valutazione globale dell'attività di tale organismo.

È tuttavia opportuno, nonostante siano già stati anticipati alcuni giudizi, considerare prima le vicende del mercato mobiliare primario, onde avere una visione completa dell'intero fenomeno.

4.1. *Il mercato primario.*

La ricostruzione delle vicende del mercato primario può essere effettuata con estrema agilità in quanto la sua genesi è relativamente recente e coincide con la fine degli anni '60.

Per quanto concerne il settore obbligazionario, qui è sufficiente ricordare che le emissioni sono iniziate nel 1964-65 con le obbligazioni della Sonafi e con i titoli di Stato connessi al meccanismo dei certificati Fni, cui hanno fatto seguito, a partire dal 1969, i prestiti obbligazionari della C.A.A.

La composizione delle emissioni è rimasta tale anche negli anni successivi e, in pratica, se si escludono le sottoscrizioni coattive derivanti dalle conversioni dei certificati Fni, essa si restringe ai soli prestiti della C.A.A. e ad una parte delle obbli-

gazioni Sonafi di importo assai modesto⁶⁰. Sono del tutto assenti dal mercato le imprese private, le quali non hanno mai fatto ricorso allo strumento obbligazionario per soddisfare i propri fabbisogni finanziari. Si è quindi di fronte ad un'offerta di titoli assai contenuta e proveniente esclusivamente dall'operatore pubblico.

Questa situazione non sembra destinata a mutare nell'immediato futuro. Verosimilmente, per periodi non brevi, lo sviluppo delle emissioni potrà poggiare soltanto sui titoli della C. A.A. e in misura minore sulle obbligazioni della Sonafi o di qualche altro intermediario finanziario. Si ha infatti ragione di ritenere improbabile una significativa presenza delle imprese, in quanto quelle di maggiori dimensioni sono prevalentemente a capitale estero. Consentire loro di collocare obbligazioni sul mercato interno significherebbe mettere a disposizione degli imprenditori esteri una parte del già insufficiente risparmio nazionale e sottrarre lo stesso al processo in atto di indigenizzazione del sistema economico. Le imprese locali, dal canto loro, essendo in linea di massima di dimensioni modeste, non sono in grado di rivolgersi direttamente al mercato obbligazionario.

È pertanto facile intuire quali limiti si pongono alla diversificazione degli enti emittenti.

Per quanto concerne l'offerta di fondi, si è accennato in precedenza che dopo le prime emissioni essa ha mostrato sintomi di stagnazione e, in alcuni anni, addirittura di regresso. È però prematuro, dato il periodo relativamente breve delle esperienze effettuate, formulare giudizi definitivi. La rapida tendenza alla saturazione del mercato, dianzi osservata, potrebbe essere infatti imputabile anche alle caratteristiche economico-tecniche dei titoli. Queste ultime, se per un verso risultano apprezzabili perché semplici e di facile comprensione, per un altro appaiono ec-

⁶⁰ Per ricostruire la serie storica delle emissioni obbligazionarie si considerino le tabb. n. 3 per i titoli della C.A.A., n. 5 per le obbligazioni della Sonafi e la penultima colonna della tab. n. 2 per i titoli di Stato.

cessivamente indifferenziate nel tempo e a volte non rispondenti alle condizioni generali del mercato. Al riguardo basti ricordare che i saggi d'interesse corrisposti sono stati di gran lunga inferiori al tasso di svalutazione della moneta⁶⁷ e che la riduzione delle scadenze è stata attuata con sensibile ritardo. Ci si può inoltre chiedere se non sarebbe stato più opportuno, onde evitare richieste di rimborsi anticipati e al tempo stesso incoraggiare le sottoscrizioni, stabilire per le scadenze più lunghe premi di rimborso gradualmente crescenti e, per i prestiti a medio termine, formule di ammortamento progressivo⁶⁸.

Queste innovazioni appaiono comunque auspicabili per il futuro al fine di vivacizzare un mercato che, di fatto, tende ad appiattirsi.

Sempre in merito alle sottoscrizioni di titoli a reddito fisso, è interessante soffermarsi brevemente sulla loro composizione. I dati disponibili, pur riguardando l'iniziale collocamento dei vari prestiti C.C.A., possono considerarsi sufficientemente rappresentativi anche dello stato dei classamenti definitivi i quali, a giudicare dal basso volume degli scambi attuati nel mercato secondario, non dovrebbero subire sensibili scostamenti rispetto alla situazione iniziale.

Il primo rilievo da formulare riguarda la nazionalità dei sottoscrittori. Sotto questo aspetto la serie storica dei classamenti fa registrare un netto miglioramento degli acquisti provenienti da operatori economici avoriani. Questi ultimi passano da percentuali oscillanti intorno al 36 % delle emissioni, negli anni 1969-1973, a percentuali del 60,7 % nel 1974 e dell'84,7 % del 1976. Gli incrementi verificatisi dopo il 1974 sono però dovuti all'intervento degli investitori istituzionali che, in presenza

⁶⁷ Abbastanza adeguato appare invece il differenziale rispetto ai saggi d'interesse relativi ai depositi bancari. Questi ultimi sono fissati dalla banca centrale in relazione alla scadenza e all'ammontare del deposito. (Per le condizioni applicabili alle operazioni bancarie, compresi i livelli dei saggi sui depositi e buoni di cassa si veda: BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Instruction aux banques n. 57-2*, Abidjan le 30 juin 1975).

⁶⁸ Vale a dire, rimborsi graduali di una quota parte di ciascun titolo.

di una netta flessione degli acquisti operati dai risparmiatori privati hanno assorbito un'elevata aliquota dei titoli di nuova emissione⁶⁹. Per inciso, gli investitori istituzionali in Costa d'Avorio sono essenzialmente le compagnie di assicurazione. Questa categoria è costituita dai 31 istituti in massima parte esteri⁷⁰ i quali, pur non intervenendo attivamente e con continuità nel mercato mobiliare, acquistano un volume abbastanza elevato di titoli, soprattutto a reddito fisso (cfr. tab. 6), in ottemperanza alla disciplina regolante la copertura delle riserve tecniche⁷¹. Disciplina che è in procinto di essere modificata in quanto alcuni aspetti risultano ormai in contrasto con la normativa afferente la borsa valori. Il nuovo testo, anche in base ad accordi avviati con i centri di decisione delle compagnie estere, dovrebbe consentire a questi intermediari di svolgere un ruolo più attivo nei due comparti del mercato mobiliare.

Un ulteriore rilievo riguarda la ripartizione geografica e per categorie professionali delle sottoscrizioni. In merito al primo punto si nota una forte concentrazione dei collocamenti nella regione di Abidjan. Il fenomeno, inoltre, fatta eccezione per alcuni anni, tende ad accentuarsi e a fornire l'immagine di un mercato, pressoché circoscritto alla sola capitale e zone limitrofe⁷².

Per quanto concerne la ripartizione per categorie professionali, i dati disponibili⁷³ rivelano un'assoluta preminenza dei ceti medio-superiori. Le sottoscrizioni maggiori, anche se con discontinuità provengono, infatti, da funzionari, da commercianti e imprenditori, e in secondo luogo da liberi professionisti e da sa-

⁶⁹ 67,8 % nel 1975 e 96 % nel 1976.

⁷⁰ Nel 1965 operavano in Costa d'Avorio circa 68 compagnie di assicurazione. Negli anni successivi molte compagnie estere si sono spontaneamente ritirate dal mercato abbassando a 31 il numero delle imprese attualmente esistenti. Per queste, inoltre, è in fase di studio un progetto di indigenizzazione, comprendente la creazione di un istituto nazionale di riassicurazione.

⁷¹ Cfr. *Arrêté n. 1255 n. 1^{er} juin 1963*.

⁷² Più del 90 % dei titoli trova infatti classamento nella circoscrizione di Abidjan.

⁷³ Si vedano i già citati *Comptes-Rendus* dei prestiti C.A.A.

lariati del settore privato. Assai limitata è, invece, la partecipazione degli agricoltori e piantatori ⁷⁴.

Dagli aspetti appena richiamati si evince che il mercato obbligazionario primario della Costa d'Avorio, oltre ad avere dimensioni esigue ed essere largamente sostenuto dagli investitori istituzionali, rimane ancora limitato a poche categorie di operatori privati residenti nella zona di Abidjan.

In avvenire, fermo restando quanto rilevato in merito agli emittenti, le possibilità di sviluppo del settore in parola sembrano dipendere principalmente da un maggior decentramento dei clasamenti. A tal fine sarebbe opportuno far leva sulle banche affinché si impegnino sia ad effettuare una più attiva opera di sensibilizzazione nei confronti di talune categorie sociali (ad esempio i piantatori), sia ad accrescere, in occasione dei collocamenti, la diffusione dei titoli nelle varie zone del paese.

Altre misure potrebbero essere predisposte; è però indispensabile evitare il determinarsi di condizioni eccessivamente concorrenziali e sfavorevoli ai valori azionari, le quali rischierebbero di inficiare il perseguimento degli obiettivi di indigenizzazione più volte richiamati.

Ed è anche per questo motivo che appare auspicabile un allargamento della rosa dei sottoscrittori in guisa da consentire un continuo ricambio ed una sostituzione di quegli operatori che tendono a spostarsi verso gli impieghi in capitale di rischio ⁷⁵.

Passando al mercato azionario, si osserva che la prima offerta pubblica di azioni ha luogo nel 1968 ad opera di una società a prevalente partecipazione statale — *la Société de Distri-*

⁷⁴ Quest'ultima, nonostante abbia subito un certo incremento, non supera il 6 % delle emissioni (dati riferiti al 1976).

⁷⁵ Infatti, tutto fa ritenere che gli attuali sottoscrittori di titoli a reddito fisso siano in massima parte i più interessati agli investimenti azionari e che un loro passaggio a tali impieghi può lasciare un vuoto incolmabile se non dall'intervento degli investitori istituzionali. Una riprova potrebbe essere costituita dal calo delle sottoscrizioni obbligazionarie verificatosi in occasione delle prime offerte al pubblico di azioni (cfr. *Compte-rendu de l'émission des emprunts C.A.A. 7 % 1973 à lots e C.A.A. 9 % 1973 à lots*, pag. 16).

bution d'Eau de Côte d'Ivoire — attraverso un aumento di capitale di 70 milioni di franchi cfr., riservato ai risparmiatori avoriani.

Ad essa segue poi nel 1971 una retrocessione al pubblico di azioni della *Société Invoirienne des Tabacs* detenute dalla Sonafi. Con queste due operazioni prende il via un processo, che tra aumenti di capitale e cessioni in blocco di pacchetti azionari, consentirà al risparmio privato nazionale di intervenire vieppiù direttamente nella gestione delle principali imprese.

All'atto dell'apertura della borsa valori 12 società si erano già presentate sul mercato offrendo al pubblico avoriano una parte dei loro titoli per un importo pari a circa 3.574 milioni di franchi cfa.⁷⁶ Ad esse se ne sono aggiunte altre 4 nella seconda metà del 1976⁷⁷, 3 nel 1977⁷⁸ e 2 nei primi sei mesi del 1978⁷⁹.

⁷⁶ Cfr. *La Bourse des Valeurs d'Abidjan*, pag. 6. L'anno boom di queste operazioni è stato il 1975. Durante tale anno si è avuto un volume di sottoscrizioni pari a circa un miliardo e mezzo di franchi cfa. (*cit.*, pag. 6).

⁷⁷ L'elenco delle 16 società che nel periodo 1968-1976 hanno fatto appello al risparmio privato è reperibile in: « Bulletin de l'Afrique noire », n. 924 du 7 septembre 1977. In esso è dato di leggere:

II) *L'invoirisation de l'économie s'est accéléré depuis la création de la Bourse.*

1) *Le nombre de sociétés ayant fait appel public à l'épargne invoirienne depuis la 1ère opération en 1968 était de 16 parmi les plus importants à fin 1976.*

Ces 16 sociétés comprennent 4 banques, établissements financiers ou assurances: la BICICI (243 millions, sans la cession d'action par la SONAFI), la SAFCA (55 millions), la SGBI (647 millions pour 2 opérations) et la Compagnie nationale d'assurances (100 millions); 4 sociétés commerciales: ABILE GAL (116 millions en 2 opérations), BERNABE (375 millions), CFAO-CI (310 millions) et PEYRISSAC-CI (175 millions sans l'introduction-cession de 111 millions); 2 sociétés de transports et auxiliaires: la SOCOPAO-CI (465 millions en 2 opérations) et TRANSAFRIC (243 millions); 3 industries alimentaires: BLOHORN (322 millions sans l'introduction-cession de 310 millions), BRACODI (241 millions) et la SITAB (240 millions d'actions SONAFI); 1 autre industrie: GONFREVILLE (509 millions en 2 opérations) et 2 sociétés diverses: la SEBROKO (31 millions) et la SODECI (283 millions en 4 opérations) ».

2) *Les capitaux invoiriens investis en actions depuis 1968 représentaient 5.250 millions à fin 1976 dont 1.361 millions de 1968 à 1974, 1.332 millions en 1975 et 2.556 millions en 1976.*

Fatta eccezione di un caso⁸⁰ tutte le operazioni richiamate hanno incontrato un notevole successo, anche per merito dei pubblici poteri i quali hanno cercato, mediante lo strumento dell'autorizzazione preventiva, di selezionare le società che presentavano buone prospettive di redditività e garanzia di sicurezza, provvedendo inoltre a far sottoporre le stesse a revisioni contabili, onde verificare l'adeguatezza dei prezzi richiesti all'atto dell'introduzione nel mercato⁸¹.

En 1976, le montant des capitaux privés ivoiriens ayant contribué à l'ivoirisation de l'économie s'élevait à 2.210 millions dont 1.746 millions d'augmentations de capital, 421 millions d'introduction-cessions (PEYRISSAC, BLOHORN), 44,6 millions d'achats en bourse en dehors des introductions-cessions ou des cessions de blocs de titre (ainsi que 1,3 millions de cession d'actions des ivoiriens à des non ivoiriens). La principale différence des statistiques d'ivoirisation avec les statistiques d'appels publics à l'épargne provient de la cession de 389 millions d'actions BICICI par la SONAFI qui ne modifie pas l'ivoirisation ».

⁷⁸ Si tratta della SOAEM-CI della SOLIBRA e della SARI che hanno effettuato aumenti di capitale riservati ai soli avoriani per complessivi 886,1 milioni di franchi cfa. (Cfr. *Afrique Industrie*, Paris 15 octobre 1977 pag. 5 e *Marchés Tropicaux*, 25 août 1978, pag. 2251). Si sono inoltre avute due cessioni, sempre riservate agli avoriani, di azioni della S.G.B.-C.I. (24.000 azioni a 9.800 franchi cfa. cadauna) e della BLOHORN (50.000 azioni a 7.150 franchi cfa. cadauna). (Cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Bulletin de la côte*, n. 46 du 16 novembre 1977 e n. 34 du 24 août 1977).

⁷⁹ La BICI-CI e la CACOMIAF che hanno effettuato aumenti di capitale per un totale di 70,9 milioni di franchi cfa. (cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Bulletin de la côte*, n. 26 du 28 juin 1978 e n. 30 du 26 juillet 1978). Sempre nel 1978 si è avuta un'offerta pubblica di vendita, riservata agli avoriani, di azioni della società Transafric per 225,7 milioni di franchi cfa. (cfr. *Marché Tropicaux*, 21 avril 1978, pag. 1085).

⁸⁰ Si tratta della società Sebroko la cui attività, essendo iniziata di recente, non ha suscitato gli interessi dei sottoscrittori, i quali sono in genere orientati verso titoli di società note e consolidate, che offrono buone prospettive di rendimento immediato (cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Rapport* 1976, pag. 13).

⁸¹ Si ricorda che la determinazione di quest'ultimo avviene in seguito ad una libera discussione tra gli organi della borsa valori e la società interessata. Tale discussione parte dal valore matematico del titolo e sembra che non abbia mai suscitato problemi o difficoltà particolari (cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Rapport*, cit., pag. 9).

Di fatto, la reazione dei risparmiatori è stata positiva. Si calcola che il numero degli azionisti avoriani alla fine del 1977 abbia raggiunto le 6.000 unità e che l'ammontare dei titoli di capitale da loro posseduti si aggiri intorno agli 11,5 miliardi di franchi cfa. La spontanea adesione del risparmio privato al nuovo strumento finanziario ha consentito, peraltro, di accelerare il processo di indigenizzazione del sistema produttivo. Per questa via si è infatti verificato un trasferimento di 2,2, miliardi (di franchi cfa.) di capitali sociali da operatori esteri a privati avoriani⁸². In termini relativi, la partecipazione di questi ultimi al capitale delle 21 società che hanno fatto appello al pubblico si abbassa sensibilmente qualora si faccia riferimento al totale delle imprese⁸³.

Sempre in merito ai detentori di portafogli azionari, va segnalato che tale categoria è costituita in massima parte da individui appartenenti alle classi benestanti. Quantunque non esistano statistiche ufficiali, dalle informazioni raccolte presso le principali banche che si occupano del mercato mobiliare⁸⁴ è infatti emerso che il 10 % delle azioni in circolazione (escluse quelle in mano pubblica) appartiene a persone giuridiche, mentre il restante 90 % trova classamento, in modo abbastanza frazionato, presso le persone fisiche. Di queste il 60 % circa è rappresentato da funzionari e salariati del settore pubblico, il 20 % da commercianti e imprenditori, il 15 % da salariati del settore privato e il resto da altre categorie. Irrisorio è il volume di titoli posseduto da piantatori e agricoltori⁸⁵. Si riconferma inoltre il fe-

⁸² Cfr. *Marchés Tropicaux*, 26 août 1978, p. 2251 e *Quarterly Economic Review of Ivory Coast, Togo, Benin, Niger, Upper Volta*, 4th Quarter 1976, *The Economist Intelligence Unit Ltd.*

⁸³ Per maggiori ragguagli si rinvia alle osservazioni avanzate nel precedente paragrafo.

⁸⁴ Si tratta di informazioni ricevute dai responsabili del servizio titoli di alcune banche commerciali in occasione dell'apposita missione di studio effettuata dallo scrivente nell'agosto del 1978.

⁸⁵ Tutte le stime sopra indicate sono da considerarsi, com'è ovvio, molto approssimative.

nomeno della concentrazione dei valori mobiliari nella zona di Abidjan e l'incapacità di coinvolgere alcune classi sociali (quali i piantatori), che dispongono di redditi alquanto elevati.

Il bilancio non può, comunque, che essere positivo e premiare le aspettative nutrite dalle autorità centrali nei confronti del mercato mobiliare.

Sorgono però delle perplessità circa il possibile perdurare degli andamenti osservati. I dubbi maggiori riguardano l'effettiva potenzialità dell'offerta di titoli, in quanto, se si escludono le società che hanno già fatto ricorso al mercato, ne restano solo una decina di dimensioni simili alle suddette. Non a caso nel 1978 si è verificato un certo rallentamento dell'attività del mercato primario ⁸⁶.

Esiste, in vero, una moltitudine di imprese di piccole e medie dimensioni rispondenti, almeno in termini di capitali sociali, ai requisiti richiesti dalla legge per l'ammissione alle quotazioni ⁸⁷. Tuttavia, occorre appurare quante di esse presentano soddisfacenti prospettive di redditività e sicurezza d'investimento, e in quale misura sono inclini ad aprirsi al pubblico. Si aggiunga infine che i sottoscrittori hanno in genere mostrato riluttanza ad accogliere agilmente titoli di società giovani e poco note ⁸⁸. In altre parole si è propensi a ritenere molto probabile un rallentamento delle « immissioni » di nuovi titoli sul mercato.

Alcune riserve si nutrono poi circa le possibilità di mobilitare crescenti quote di risparmio. È pur vero che allo stato attuale si registra spesso un eccesso di domanda di valori azionari, ma ciò non può indurre, di per sé, a stimare elevata la capacità di assorbimento del mercato. Sicuramente, essa può essere ampliata, ad esempio con la creazione di società di investimento, per le quali esistono già: un'apposita normativa (forse da rivedere) e fa-

⁸⁶ Si includano in questo anche le cessioni pubbliche di pacchetti azionari

⁸⁷ Capitale sociale superiore a 100 milioni di franchi cfa.

⁸⁸ Ne è testimonianza il caso della Sebroko dinanzi richiamata.

vorevoli condizioni fiscali⁸⁹. Ma valgano anche qui le osservazioni più volte avanzate in merito al livello del risparmio nazionale, alla concentrazione della ricchezza e alle scelte d'investimento dei ceti medio elevati. Fattori questi, da cui discendono forti condizionamenti non rimovibili nel breve periodo.

Al presente, tuttavia, l'evoluzione subita dal mercato azionario non può che valutarsi positivamente specie se si pone mente alle condizioni di partenza e alla struttura del sistema economico sociale.

4.2. *Il mercato secondario.*

Nel paragrafo precedente è stato tracciato un quadro generale del mercato mobiliare primario e sono state avanzate alcune considerazioni anche in merito al secondario. Per il settore azionario, inoltre, non si è seguita la classica distinzione tra nuove emissioni e operazioni su titoli già in circolazione, in quanto le finalità ad esso assegnate e la particolare struttura del sistema economico avoriano inducono ad includere nel primario anche le cessioni con offerta pubblica di pacchetti azionari di società a capitale estero, effettuate prima della apertura della borsa valori. In questa parte non resta quindi che analizzare l'attività del mercato secondario negli aspetti fin qui non trattati.

La prima osservazione riguarda il numero dei titoli quotati in borsa e il volume delle negoziazioni. Da essi emerge una difforme evoluzione del comparto obbligazionario rispetto a quello azionario.

Mentre i titoli a reddito fisso iscritti al listino non subiscono alcun incremento e restano pari a 9 anche nei due anni successivi alla apertura della borsa⁹⁰, i valori azionari si accre-

⁸⁹ Si vedano rispettivamente: *Loi sur les sociétés du 24 juillet 1976* e successive modificazioni, e *Code general des impôts: nouvelle redaction du livre cinquieme introduite par l'annexe fiscale à la Loi n. 77-1003 du 30 decembre 1977*, art. 975.

⁹⁰ I titoli a reddito fisso quotati sono soltanto i prestiti della C.A.A. emessi dal 1969 al 1975, con esclusione di quelli a medio termine, non am-

scono sensibilmente grazie alla continua ammissione alle quotazioni di nuove società, il cui numero passa da 6 a 15⁹¹. Il fenomeno trova chiara evidenziazione nei dati relativi alla capitalizzazione di borsa di ciascun comparto. Come ben mostra il sottostante prospetto, il volume complessivo dei titoli azionari, in termini di valore, risulta al marzo del 1978 triplicato rispetto al livello iniziale⁹². In opposto, quello dei titoli a reddito fisso, non essendo intervenute nel contempo ulteriori introduzioni alle quotazioni, tende addirittura a contrarsi⁹³ e a costituire meno della ventesima parte del settore azionario.

Dati al:	Titoli (in milioni di FCA)			
	Obbligazioni		Azioni	
	N. prestiti	Capitalizzazione	N. società	Capitalizzazione
— 7 aprile 1976	9 (*)	1.694,8	6	12.420,4
— 8 marzo 1978	9 (*)	1.596,5	15	38.797,2
Volume di titoli trattati nel periodo 7 aprile 1976 - 8 marzo 1978	339,0		3.272,5	
Tasso di rotazione (volume dei titoli trattati/Capitalizzazione) (1)	20,6%		12,8%	

(*) Di cui 6 con garanzia di riacquisto.

(1) Rapporto tra il volume dei titoli scambiati nel periodo e la media aritmetica della capitalizzazione di borsa al 7.4.1976 e all'8.3.1978.

Fonte: *Fraternité Matin*, vendredi 10 mars 1978.

messi alle quotazioni per evitare il prodursi di eventuali effetti depressivi nei confronti dei titoli a lunga scadenza.

⁹¹ Si noti che il numero delle società quotate è inferiore a quello delle società che hanno fatto appello al risparmio privato. Ciò sembra sia dovuto, precipuamente, alla riluttanza di alcune società a richiedere l'iscrizione al listino (cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Rapport 1976*, cit., pagg. 14-15).

⁹² Vale a dire rispetto al 7 aprile 1976.

⁹³ Si noti che ogni anno continuano ad essere emessi prestiti obbligazionari della C.A.A., la cui quotazione inizia in genere dopo un certo lasso di tempo dalla chiusura delle sottoscrizioni. Ma anche l'introduzione al listino di questi nuovi prestiti non comporta significativi mutamenti delle tendenze in atto.

Il mercato mobiliare della Costa d'Avorio ha quindi rapidamente abbandonato l'iniziale caratteristica di obbligazionario per trasformarsi, in accordo ai desideri dei pubblici poteri, in un mercato prevalentemente azionario.

Ciò è desumibile anche dal volume delle negoziazioni. In valore assoluto gli scambi maggiori riguardano, infatti, i titoli a reddito variabile: 3.272,5 m.ni di franchi cfa. contro 339,0 m.ni (vedi prospetto). La situazione s'inverte qualora si faccia riferimento ai saggi di rotazione, pari a 12,8 % per le azioni e a 20,6 % per le obbligazioni. La maggiore vivacità di quest'ultimo settore è, tuttavia, più apparente che reale, in quanto dovuta da un lato al basso volume delle obbligazioni in circolazione e all'incondizionata negoziabilità dei prestiti assistiti da garanzia di riacquisto, dall'altro lato, alle diverse finalità ed alle minori limitazioni gravanti su di esso. È superfluo ricordare, al riguardo, che gli obiettivi di indigenizzazione perseguiti hanno indotto le autorità centrali a limitare ai soli operatori avoriani la possibilità di acquistare azioni in borsa.

A ciò si aggiunga che circa tre quarti delle negoziazioni di titoli a reddito fisso sono effettuate da investitori istituzionali. Nel mercato azionario, invece, gli scambi hanno luogo al 90 % tra investitori privati e tendono ad espandersi con discreta continuità⁹⁴. L'intervento degli investitori istituzionali è circoscritto alla sola Sonafi, la quale segue con un proprio osservatore alle grida l'evolversi dell'attività di borsa e interviene sui valori che ha in portafoglio al fine di equilibrarne i flussi di domanda e di offerta, ovvero di stabilizzarne, entro certi limiti, i corsi. Quest'ultimo ruolo sembra sia stato svolto, per alcuni periodi anche dalla C.A.A. sulle azioni *Cfao-Ci*, *Gonfreville*, *Blohorn* e *Peyrissac*⁹⁵.

Nessun sostegno diretto proviene dal sistema bancario. La banca centrale, similmente a quanto osservabile in Tunisia è in

⁹⁴ Cfr. *Marchés Tropicaux*, 21 avril 1978, pag. 1085.

⁹⁵ Gli interventi in parola attualmente sono sospesi, ma possono riprendere dietro autorizzazione del direttore generale.

Marocco, non effettua né interventi all'emissione, né operazioni sul mercato aperto. In verità, allo stato attuale la necessità di promuovere tali politiche è poco avvertita perché per la maggior parte dei titoli obbligazionari esse sono svolte dai sindacati di garanzia. Tuttavia, qualora dovesse verificarsi uno sviluppo delle emissioni non più assistite da garanzia di riacquisto, la banca centrale, data la scarsa potenzialità operativa degli investitori istituzionali, potrebbe opportunamente ricorrere a strumenti di intervento diretto volti a regolare l'attività del mercato e la formazione dei corsi.

Le banche commerciali, dal canto loro, limitano gli impieghi nell'ambito del breve termine e non operano significativi investimenti in titoli sia a reddito fisso che azionari. Per questa ultima categoria, pur prescindendo dalla volontà dei singoli istituti di credito, sorgono delle limitazioni derivanti dal fatto che quasi tutte le banche commerciali sono a prevalente capitale estero⁹⁶ e come tali non possono sottoscrivere, né acquistare in borsa azioni con offerta al pubblico riservata agli avoriani.

Sebbene il sistema bancario non sia intervenuto direttamente, esso ha però fornito un valido contributo allo sviluppo del mercato mobiliare. La banca centrale, oltre ad aver partecipato attivamente al processo di creazione della borsa valori⁹⁷, ha messo a punto nel 1976 un meccanismo di rifinanziamento delle operazioni di acquisto, da parte di operatori nazionali, di attivi di società estere installate nella zona dell'Unione monetaria dell'Africa dell'Ovest⁹⁸; meccanismo da cui dovrebbe provenire un ulteriore impulso al processo di indigenizzazione del sistema economico e all'ampliamento del mercato azionario, essendo previsti

⁹⁶ Solo la BICI-CI è a maggioranza avoriana (51 % del capitale, di cui il 26 % detenuto dalla Sonafi e il 25 % da privati avoriani).

⁹⁷ Si veda il precedente paragrafo.

⁹⁸ Cfr. BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Reglement portant définition du régime des interventions de la Banque Centrale pour les opérations d'acquisition d'actifs cédés par des non-nationaux de l'Union Monétaire Ouest Africaine*. Tale regolamento si applica a tutti i paesi della zona dell'U.M.O.A.

rifinanziamenti anche per le assunzioni di partecipazioni di minoranza in società di capitali ⁹⁹.

Il contributo fornito dalle banche commerciali è stato sicuramente maggiore. Esse si sono adoperate per favorire la diffusione dei valori mobiliari e la sensibilizzazione degli operatori economici, sia attraverso l'attivazione ed il potenziamento del servizio titoli, sia partecipando ai sindacati di collocamento e di garanzia, sia, infine, attraverso l'istituzione dei piani di risparmio-borsa. Quest'ultimo strumento tecnico, disponibile presso le 4 principali banche commerciali, si è rivelato assai utile per mobilitare e gestire il risparmio delle famiglie e per alimentare la borsa valori ¹⁰⁰.

Esso ha altresì consentito di influire sui tempi e sulle scelte d'investimento dei titolari di tali conti. Le banche, infatti, pur non subordinando a tale obiettivo gli interessi della clientela, si sono adoperate affinché il comportamento della stessa fosse stato il più possibile rispondente alla finalità di favorire un continuo e graduale incremento dei corsi ed un ordinato sviluppo del mercato. Sotto questo aspetto va ricordato che la condotta delle aziende di credito è stata in ampia misura sollecitata dai pubblici poteri e si è dimostrata assai responsabile.

Gli effetti, per un insieme di fattori, sono stati indubbiamente positivi. Fatta eccezione di alcuni titoli, che hanno incontrato temporanee difficoltà di accoglimento da parte degli investitori, tutti gli altri hanno suscitato un vivo interesse ¹⁰¹. Le negoziazioni, benché concentrate in occasione delle introduzioni alle quotazioni o delle cessioni in blocco di titoli presentano una

⁹⁹ Cfr. art. 6 del regolamento citato nella nota precedente.

¹⁰⁰ Gli importi relativi alle somme mobilitate con i conti in parola dalla B.I.A.O., dalla B.I.C.I.-C.I., dalla S.I.B. e dalla S.G.B. sono riportati nella successiva tab. 7.

¹⁰¹ Riguardo ai corsi occorre tuttavia osservare che il loro andamento non riflette pienamente il libero gioco della domanda e dell'offerta, in quanto le banche su sollecitazione dei pubblici poteri sono generalmente impegnate in un'opera di convincimento nei confronti degli investitori al fine di evitare che la loro azione provochi flessioni o aumenti non graduali delle quotazioni.

discreta continuità. I corsi sono caratterizzati da una generale tendenza al rialzo, con variazioni contenute entro limiti moderati e indicativi di un mercato non speculativo (cfr. tab. 8)¹⁰². I rendimenti, infine, risultano abbastanza attraenti¹⁰³.

Il mercato nel suo complesso, nonostante i sistematici eccessi di domanda dovuti alla scarsità di titoli in circolazione, si è sviluppato con sufficiente armonia.

5. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE FUTURE

Il breve lasso di tempo intercorso dalla creazione della borsa valori di Abidjan rende prematura qualsiasi valutazione dell'attività di tale organismo e dei relativi riflessi. I giudizi formulati sono pertanto da considerarsi, nella loro relatività, tutt'altro che definitivi.

Sulla base di questa premessa si può tentare di riassumere i punti essenziali dell'analisi svolta. Al riguardo si osserva che il mercato mobiliare della Costa d'Avorio, pur avendo iniziato la sua attività con titoli a reddito fisso, si è trasformato ben presto in un mercato prevalentemente azionario. Si tratta, in particolare, di un mercato soprattutto primario, vale a dire caratterizzato da un volume di emissioni e di cessioni in blocco di pacchetti azionari più elevato di quello delle negoziazioni di borsa¹⁰⁴. L'esiguità di queste ultime è desumibile dal tasso di rotazione dei titoli: nell'arco di un anno viene scambiato appena il 10 % dei valori iscritti al listino.

Siffatta articolazione appare tutt'altro che anomala se si pone mente alle finalità perseguite e al fatto che il fenomeno in esame

¹⁰² Cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Rapport 1976*, pag. 6 e scgg.

¹⁰³ Cfr. BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, cit., pagg. 17-18 e 26-27.

¹⁰⁴ È significativo ricordare, a tal proposito, che l'avorizzazione dei capitali sociali fin qui ottenuta ha avuto luogo in linea di massima attraverso il mercato primario. Il contributo delle negoziazioni di borsa è stato invece, assai limitato (e pari ad un quarantesimo degli acquisti di azioni effettuati da privati avoriani).

ha origini assai recenti. È infatti naturale che in questa fase iniziale il mercato mobiliare primario assuma una rilevanza maggiore del secondario, in quanto lo sviluppo delle negoziazioni ha luogo, in genere, allorché il volume dei titoli in circolazione raggiunge dimensioni sufficientemente ampie.

In Costa d'Avorio, tale processo richiederà, molto probabilmente, tempi più lunghi, sia perché i classamenti risultano caratterizzati da un'elevata stabilità, sia perché il perseguimento di obiettivi di indigenizzazione del sistema economico induce le autorità centrali a concentrare prioritariamente la loro attenzione sulle emissioni azionarie riservate agli avoriani e sulle cessioni in blocco di partecipazioni detenute da operatori esteri¹⁰⁵. In altri termini, un vero e proprio mercato mobiliare potrà formarsi, ferme restando le attuali finalità e regolamentazione¹⁰⁶, solo quando si sarà verificato un consistente trasferimento di valori azionari dagli operatori esteri a quelli avoriani. Al presente, esso costituisce piuttosto uno strumento non coattivo, volto a promuovere l'indigenizzazione dei capitali sociali delle imprese.

Valutati in questa ottica i risultati conseguiti appaiono abbastanza soddisfacenti. Il mercato mobiliare ha incontrato immediatamente i favori del pubblico e si è sviluppato, nonostante la mancanza di investitori istituzionali¹⁰⁷, con discreta continuità. Su di esso hanno influito positivamente:

a) il comportamento delle banche, le quali in rispondenza ai desideri dei pubblici poteri si sono adoperate attivamente per favorire la diffusione dei titoli;

b) l'impegno in tal senso profuso dalla C.A.A. e dalla Sonafi;

¹⁰⁵ Queste ultime, come rilevato nel precedente paragrafo, possono considerarsi operazioni di mercato primario.

¹⁰⁶ Ci si riferisce all'insieme di regole che di fatto tendono a limitare la partecipazione alle negoziazioni di borsa (e in alcuni casi agli aumenti di capitale) ai soli operatori avoriani.

¹⁰⁷ Tale mancanza si avverte in particolar modo nel settore azionario.

c) l'oculata attività svolta dalle autorità centrali nella fase di costituzione del mercato e nella successiva opera di controllo e di direzione dello stesso;

d) la validità, in termini di rendimento e di sicurezza di investimento, delle società quotate e di quelle che hanno offerto titoli al pubblico;

e) il favorevole trattamento fiscale riservato ai valori mobiliari ¹⁰⁸.

Gli unici aspetti negativi per ora rilevabili consistono:

a) nel non aver continuato a valorizzare adeguatamente il settore obbligazionario;

b) nella difficoltà di decentrare i collocamenti e di coinvolgere alcune categorie sociali le quali dispongono di cospicui redditi, come ad esempio i piantatori;

c) nell'elevata concorrenza spiegata dagli investimenti in immobili, in piantagioni e in attività commerciali;

d) nella limitatezza dei titoli potenzialmente disponibili;

e) nello scarso sviluppo di capacità imprenditoriali locali e nell'eccessivo frazionamento delle azioni possedute da privati avoriani.

Quest'ultimo aspetto, se risulta assai positivo in un normale mercato mobiliare, nella realtà economica della Costa d'Avorio rende più difficoltoso l'esercizio dei poteri di controllo a vantaggio della compagine azionaria estera, limitando in parte la effettiva portata del processo di indigenizzazione in atto.

Per quanto riguarda il futuro, sebbene risulti assai difficoltoso avanzare previsioni, si è propensi a ritenere probabile in un primo momento un rallentamento del ritmo di sviluppo del mercato, dovuto principalmente alla carenza di società in grado

¹⁰⁸ Cfr. *Code général des impôts: Nouvelle rédaction du livre cinquième introduite par l'annexe fiscale à la Loi n. 77-1003 du 30 décembre 1977 portant loi de finances pour la gestion 1978*, artt. 922-976.

di offrire titoli al pubblico. Ma pur tralasciando questo ostacolo, l'evoluzione del mercato mobiliare appare fortemente condizionata da fattori quali lo scarso sviluppo del settore industriale, l'esiguità del risparmio interno, le notevoli difficoltà di affrancarsi dal capitale estero, e da altri aspetti del sistema economico-sociale più volte richiamati.

Sarebbe erroneo credere di poter agire su tali fattori attraverso la borsa valori. È piuttosto plausibile ritenere che solo rimuovendo gli stessi, quest'ultima potrà affermarsi ed operare con significatività all'interno delle istituzioni finanziarie.

Sotto l'aspetto tecnico è tuttavia opportuno evidenziare la necessità di rivedere, in quanto obsoleti, alcuni aspetti della normativa sulle società di capitali ¹⁰⁹, di migliorare l'informativa e di promuovere la creazione di società d'investimento e di altri investitori istituzionali.

In ogni modo, l'esperienza della Costa d'Avorio risulta di indubbio interesse e merita di essere seguita con attenzione.

¹⁰⁹ Ci si riferisce, ad esempio, alle azioni a voto plurimo, alla disciplina sulle società investimento e ad altri aspetti della normativa richiamata. Dette norme sono contenute in: MINISTÈRE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES, Bureau d'Etudes et de la Coordination, *Etudes économiques et financières*, n. 12, décembre 1972.

TAB. N. 1

LA FORMAZIONE DEL RISPARMIO E GLI INVESTIMENTI IN COSTA D'AVORIO
(in milioni di franchi CFA)

Anni	1971	1972	1973	1974	1975	1976
<i>Risparmio interno</i>						
Famiglie	21.332	27,1%	22.977	27,4%	23.300	23,4%
Imprese	36.705	46,8%	35.847	42,9%	38.105	35,2%
di cui: Istituzioni finanziarie	(4.654)	(5.471)	(4.227)	(3.585)	(4.951)	(4.951)
Pubblica Amministrazione	20.560	26,1%	24.878	29,7%	44.853	41,4%
Totale	78.647	100,0%	83.602	100,0%	108.258	100,0%
Finanziamento estero	17.345	13,77%	21.465	3,37%	159.429	100,0%
Totale risparmio	96.002	97,37%	120.723	162.805	182.856	251.611
<i>Formazione lorda di capitale fisso</i>						
Totale F.B.C.F.	92.364	96,2%	94.250	96,8%	121.960	94,0%
Variazione delle scorte	3.638	3,8%	3.128	3,2%	7.763	6,0%
Totale investimenti fissi	96.002	100,0%	97.378	100,0%	129.723	100,0%
					162.805	100,0%
					187.393	100,0%
					251.611	100,0%

Fonle: Ministère de l'Economie, des Finances et du Plan, *La Côte d'Ivoire en chiffres*, 1978-79, p. 41.

TAB. N. 2

EMISSIONI E UTILIZZAZIONI ANNUALI E CUMULATIVE DEI CERTIFICATI F.N.I. NEL PERIODO 1963-1976
(in milioni di franchi CFA)

Anni	Emissioni		Rimborsi per investimenti		Sottoscrizioni di obbligazioni SONAFI		Sottoscrizioni di Titoli di Stato		Certificati non utilizzati o non ritirati	
	annuali	cumulative	annuali	cumulative	annuali	cumulative	annuali	cumulative	annuali	cumulative
1963 . .	1.370	1.370	—	—	352	352	—	—	1.018	1.018
%	100	100			25,7	25,7			74,3	74,3
1964 . .	833	2.203	249	249	50	402	—	—	534	1.554
%	100	100			18,2	18,2			76,5	76,5
1965 . .	813	3.016	271	520	132	534	440	440	—	1.522
%	100	100			17,2	17,2			30	30
1966 . .	2.241	5.257	381	901	118	652	370	810	1.372	2.894
%	100	100			12,4	12,4			55,1	55,1
1967 . .	1.568	6.825	377	1.278	75	727	259	1.069	837	3.731
%	100	100			10,6	10,6			55,0	55,0
1968 . .	672	7.497	642	1.920	—	727	470	1.539	—	440
%	100	100			23,6	23,6			48,1	48,1
1969 . .	845	8.342	729	2.649	157	884	441	1.980	—	2.859
%	100	100			31,7	31,7			34,0	34,0
1970 . .	2.034	10.373	1.080	3.729	90	974	320	2.300	541	3.370
%	100	100			9,4	9,4			32,5	32,5
1971 . .	587	10.960	1.467	5.196	—	974	153	2.453	—	2.337
%	100	100			8,9	8,9			21,3	21,3
1972 . .	1.696	12.656	1.126	6.322	163	1.137	113	2.566	294	2.631
%	100	100			9,0	9,0			20,8	20,8
1973 . .	3.398	16.054	1.653	7.975	—	1.137	355	2.921	1.390	4.021
%	100	100			7,1	7,1			25,0	25,0
1974 . .	3.239	19.293	2.095	10.070	421	1.558	472	3.393	251	4.272
%	100	100			8,1	8,1			22,1	22,1
1975 . .	4.317	23.610	2.638	12.708	356	1.914	262	3.655	1.061	5.333
%	100	100			8,1	8,1			22,6	22,6
1976 . .	4.884	28.494	2.311	15.019	524	2.438	176	3.831	1.873	7.206
%	100	100			8,5	8,5			25,3	25,3
Totali complessivi .	28.494		13.019		2.438		3.831		7.206	

Fonte: F.N.I., *Rapport d'Activité*, 1976, p. 25.

TAB. N. 3

EMISSIONI LORDE DEI PRESTITI OBBLIGAZIONARI C.A.A.
(in franchi CFA)

Sottoscrittori	Anni					1973			1974		
	1969	1970	1971	1972		C.A.A. 7%	C.A.A. 9%	Totale	C.A.A. 7%	C.A.A. 10%	Totale
Numero di sottoscrizioni . . .	9.140	1.227	1.148	855		374	232	606	351	168	519
Somme raccolte . . .	494.715.000	540.050.000	461.235.000	481.895.000		196.260.000	138.700.000	334.960.000	131.150.000	48.330.000	179.480.000
Intervento del consorzio di col- locamento . . .	5.285.000	—	38.765.000	18.105.000		3.740.000	141.300.000	145.040.000	68.850.000	51.670.000	120.520.000
Cessioni di titoli da parte del sindacato di garanzia . . .	—	40.050.000	—	—		—	—	—	—	—	—
Importi totali delle emissioni . .	500.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000		200.000.000	300.000.000	500.000.000	200.000.000	100.000.000	300.000.000 (1)

Sottoscrittori	Anni					1976			1977		
	1975					C.A.A. 10% INST	C.A.A. 10% PPM	Totale	C.A.A. 10% INST	C.A.A. 10% PPM	Totale
Numero di sottoscrizioni . . .	300	19	74	38	63			194	(*)	(*)	(*)
Somme raccolte . . .	404.000.000 (2)	1.527.270.000	46.130.000	12.630.000	9.640.000			1.595.670.000	(*)	(*)	(*)
Intervento del consorzio di collocamento . . .	36.000.000	—	—	—	—			—	(*)	(*)	(*)
Cessioni di titoli da parte del sindacato di garanzia . . .	—	—	—	—	—			—	—	—	—
Importi totali delle emissioni	500.000.000	400.000.000	100.000.000	500.000.000	500.000.000			500.000.000	400.000.000	100.000.000	500.000.000

(1) L'importo nominale previsto era stato di 500.000.000, ma l'emissione è stata emittata a 300.000.000.

(2) Di cui 315 milioni sottoscritti da 9 investitori istituzionali.

(*) Prestito non ancora chiuso alla data di redazione della presente tavola.

Fonti: *Compte-rendu de l'émission des emprunts C.A.A. 7% 1974 e C.A.A. 10% 1974 à lots*, pp. 4-5 (per gli anni 1969-1974), *Compte-rendu de l'emprunt C.A.A. 10% 1975* (per il 1975) e *C.A.A. 6,5% a 10% 1976* (per il 1976) e *Arrêté n. 2880 du 29 décembre 1977* (per il 1977).

TAB. N. 4

DATI RELATIVI ALLE OPERAZIONI EFFETTUATE DAL
COMITATO DI QUOTAZIONE DEI VALORI MOBILIARI

Seduta del:	Corso	Clientela		Sindacato di garanzia: titoli in portafoglio		
		Titoli venduti	Titoli acquistati	Prima della seduta	Dopo la seduta	
					Totale	in % dei titoli in circolazione
a) Prestito 7% 1969, nominale 5.000 franchi CFA						
27 - 3 - 1974	5.030	65	107	6.351	6.309	
26 - 6 - 1974	5.130	40	614	6.658	6.084	
25 - 9 - 1974	5.170	530	1.173	8.109	7.466	
26 - 3 - 1975	5.030	21	6	11.571	11.586	
25 - 6 - 1975	non quotato	—	—	12.484	12.484	
24 - 9 - 1975	5.130	2	2	12.533	12.533	
17 - 12 - 1975	5.260	2	—	12.386	12.388	
1976						
7 Gennaio	5.030	109	250	12.386	12.245	30,61
21 Febbraio	5.030	478	25	12.245	12.698	31,74
11 Febbraio	5.030	341	63	12.698	12.976	32,44
25 Febbraio (A)	5.040	16	3	12.976	12.989	32,47
b) Prestito 7% 1970, nominale 5.000 franchi CFA						
27 - 3 - 1974	5.000	116	—	6.351	23.542	
26 - 6 - 1974	5.070	127	600	23.828	23.355	
25 - 9 - 1974	5.040	70	450	25.674	25.294	
26 - 3 - 1975	5.030	130	—	36.045	36.175	
25 - 6 - 1975	non quotato	—	—	36.477	36.477	
24 - 9 - 1975	5.050	—	—	36.136	36.136	
17 - 12 - 1975	non quotato	—	—	35.454	35.454	
1976						
7 Gennaio	5.020	976	—	35.454	36.421	72,84
21 Gennaio	5.020	30	—	36.421	36.451	72,90
11 Febbraio	5.040	44	843	36.451	35.652	71,30
25 Febbraio (A)	5.040	899	833	35.652	35.718	71,43

(A) Ultima seduta prima dello scioglimento, in coincidenza con l'apertura della Borsa Valori avvenuta ufficialmente il 17 marzo 1976.

Fonte: Dati raccolti presso la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, Agence d'Abidjan, Service des études.

Segue: TAB. N. 4

Seduta del:	Corso	Clientela		Sindacato di garanzia: titoli in portafoglio		
		Titoli venduti	Titoli acquistati	Prima della seduta	Dopo la seduta	
					Totale	in % dei titoli in circolazione
c) Prestito 7% 1971, nominale 5.000 franchi CFA						
27 - 3 - 1974	5.000	434	13	26.334	26.755	
26 - 6 - 1974	5.070	266	600	26.453	26.119	
25 - 9 - 1974	5.040	320	—	29.204	29.524	
26 - 3 - 1975	5.000	2.575	1.100	30.674	32.149	
25 - 6 - 1975	5.040	326	—	32.330	32.656	
24 - 9 - 1975	5.050	11	13	33.710	33.708	
17 - 12 - 1975	non quotato	—	—	33.525	33.525	
1976						
7 Gennaio	5.020	277	2	33.525	33.800	56,33
21 Gennaio	5.020	60	—	33.800	33.860	56,43
11 Febbraio	5.040	735	980	33.860	33.615	56,02
25 Febbraio (A)	5.030	1.019	862	33.615	33.772	56,28
d) Prestito 7% 1972, nominale 5.000 franchi CFA						
27 - 3 - 1974	5.030	1.287	2.004	38.317	37.700	
26 - 6 - 1974	5.060	1.512	610	41.833	42.733	
25 - 9 - 1974	5.040	270	200	45.932	46.006	
26 - 3 - 1975	5.000	724	397	54.116	54.443	
25 - 6 - 1975	5.060	42	—	55.102	55.114	
24 - 9 - 1975	5.050	217	5	55.387	55.599	
17 - 12 - 1975	5.160	34	—	55.674	55.708	
1976						
7 Gennaio	5.020	203	—	55.674	35.877	79,82
21 Gennaio	5.020	348	—	55.877	56.225	80,32
11 Febbraio	5.040	135	803	56.225	55.557	79,36
25 Febbraio (A)	5.020	840	3	55.557	56.394	80,56

(A) Ultima seduta prima dello scioglimento, in coincidenza con l'apertura della Borsa Valori avvenuta ufficialmente il 17 marzo 1976.

Fonte: Dati raccolti presso la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest, Agence d'Abidjan, Service des études.

Segue: TAB. N. 4

Seduta del:	Corso	Clientela		Sindacato di garanzia: titoli in portafoglio		
		Titoli venduti	Titoli acquistati	Prima della seduta	Dopo la seduta	
					Totale	in % dei titoli in circolazione
e) Prestito 7% 1973, nominale 10.000 franchi CFA						
25 - 9 - 1974	10.080	35	1	—	34	
26 - 3 - 1975	10.030	208	—	6.582	6.790	
25 - 6 - 1975	10.060	74	—	7.015	7.089	
24 - 9 - 1975	10.060	37	—	7.198	7.235	
17 - 12 - 1975	10.500	—	6	6.762	6.756	
1976						
7 Gennaio	10.040	1.160	—	6.762	7.922	49.51
21 Gennaio	10.040	395	—	7.922	8.317	51.98
11 Febbraio	10.040	189	—	8.317	8.506	53.16
25 Febbraio (A)	10.040	40	—	8.506	8.546	53.41
f) Prestito 7% 1974, nominale 10.000 franchi CFA						
19 - 12 - 1975	—	—	—	3	3	
1976						
7 Gennaio	10.000	74	—	3	77	0.42
21 Gennaio	10.040	423	—	77	500	2.77
11 Febbraio	10.040	512	—	500	1.012	5.62
25 Febbraio (A)	non quotato	—	—	—	—	—

(A) Ultima seduta prima dello scioglimento, in coincidenza con l'apertura della Borsa Valori avvenuta ufficialmente il 17 marzo 1976.

Fonte: Dati raccolti presso la Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest, Agence d'Abidjan, Service des études.

TAB. N. 5

EMISSIONI LORDE E SOTTOSCRIZIONI DEI PRESTITI
OBBLIGAZIONARI DELLA SONAFI
(in franchi CFA)

Anno di emissione e tasso d'interesse	Sottoscrizioni totali	Sottoscrizioni in contanti		Sottoscrizioni con certificati F.N.I.	% delle emissioni sottoscritte con certifi- cati F.N.I. (escluse sottoscri- zioni C.N.P.S.)
		Di cui: C.N.P.S.	Altri		
1963 6%	871.695.000	100.000.000	419.222.985	352.472.015	45,7
1964 6%	161.525.000	0	111.391.500	50.133.500	31,4
1965 6%	320.085.000	55.670.000	132.129.294	132.285.706	50,0
1966 6%	463.750.000	200.000.000	145.956.361	117.793.639	44,7
1967 6%	453.110.000	300.000.000	78.206.153	74.903.847	48,9
1969 6%	644.050.000	300.000.000	186.914.960	157.135.040	45,7
1970 6%	191.535.000	0	101.322.865	90.212.135	47,1
1972 7%	1.485.360.000	1.000.000.000	322.174.463	163.185.537	33,6
1974 7%	706.850.000	0	285.793.502	421.056.498	96,5
1975 7%	585.480.000	50.000.000	179.424.703	356.055.297	66,5
1976 7%	1.346.500.000	500.000.000	320.715.172	525.784.828	62,1
Totale	7.229.940.000	2.505.670.000	2.283.251.958	2.441.018.042	51,7
% del totale		34,66	31,58	33,76	

Fonte: FNI, *Rapport d'activité 1976*, p. 22.

TAB. N. 6

PROSPETTO DEGLI INVESTIMENTI DELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE
(in milioni di franchi CFA)

Anni	I Categoria di impieghi (Titoli garantiti allo Stato Avoriano)						II Categoria di impieghi		III Categoria di impieghi		Liquidità detenuta in conformità alle norme di legge		
	Obbli- gazioni SONAFI	Obbli- gazioni CAA	Titoli di Stato	Azioni immo- biliari (Alpha 2000 s)	Prestito immo- biliare (Immob. * SCIAM*)	Parti e azioni di società immo- biliari	Immo- bili	Antici- pazioni su polizze vita	Valori mobiliari quotati in borse francesi o alla Borsa di Abidjan	Prestiti ipote- cari		Contanti in cassa e depositi bancari e postali	Premi da incassare entro 3 mesi
1970 . . .	473	1.260	402	—	—	406	711	8	705	—	1.127	489	1.616
1971 . . .	544	1.223	519	—	—	510	683	8	1.051	8	1.302	462	1.764
1972 . . .	784	1.224	396	—	—	790	895	8	648	8	1.454	944	2.398
1973 . . .	946	1.680	432	—	—	880	866	1	790	8	2.379	1.157	3.365
1974 . . .	933	1.509	244	—	—	1.176	978	1	1.793	9	2.662	2.018	4.129
1975 . . .	1.230	1.264	301	—	—	1.314	701	1	1.738	159	2.116	1.631	3.300
1976 . . .	1.641	1.876	543	153	219	1.160	1.486	1	2.700	10	3.174	2.775	5.098

Fonte: Ministero dell'Economia e delle Finanze, Direzione delle Assicurazioni.

TAB. N. 7

MOBILIZZAZIONE DEL RISPARMIO MEDIANTE I PIANI
DI *RISPARMIO-BORSA*

Periodi	Consistenze totali (1)	Periodi	Consistenze totali (1)
1977 Gennaio	114,2	1977 Ottobre	76,9
Febbraio	121,7	Novembre	68,2
Marzo	127,6	Dicembre	87,6
Aprile	110,1		
Maggio	111,6	1978 Gennaio	105,8
Giugno	100,5	Febbraio	109,7
Luglio	98,1	Marzo	84,9
Agosto	81,0	Aprile	98,6
Settembre	66,8		

(1) Consistenze dei *Comptes d'épargne bourse* accesi presso la B.I.A.O., la B.I.C.I.-C.I., la S.I.B., la S.G.B.-C.I.

Fonte: Banque Centrale des États de l'Afrique de l'Ouest, Agence d'Abidjan, *Service des études*.

TAB. N. 8
EVOLUZIONE DEI CORSI AZIONARI

Azioni	Ammissione alla quotazione		Corsi al 29-12-1976 (2)	Massimi e minimi dei corsi nel 1976		Variazioni relative		
	Data	Corso (1)		Minimo (3)	Massimo (4)	(2) %	(3) (1)	(4) (1)
BICICI	7-4-1976	16.800	17.400	16.800	17.750	+ 3,57	—	+ 5,65
SGBCI	7-4-1976	6.400	8.700	6.530	8.700	+ 35,93	+ 2,03	+ 35,93
SAFCA	7-4-1976	11.460	13.000	11.000	13.000	+ 11,68	—	+ 13,43
CFAO-CI	7-4-1976	5.000	5.000	4.990	5.180	—	—	+ 3,60
Peyrissac-CI	14-4-1976	7.400	7.820	7.400	7.820	+ 5,67	—	+ 5,67
Confreville	7-4-1976	3.000	3.010	2.600	3.010	+ 0,33	—	+ 0,33
SITAB	7-4-1976	10.000	11.620	10.000	11.750	+ 16,20	—	+ 17,50
Blohorn	18-8-1976	6.200	6.200 (*)	5.800 (*)	6.540	—	—	+ 5,48

(*) Ex-cedola 1976.

Fonte: Bourse des Valeurs d'Abidjan, *Rapport 1976*, p. 25.



2. IL MERCATO MOBILIARE E LA BORSA VALORI IN TUNISIA

1. LA GENESI DEL MERCATO MOBILIARE TUNISINO

La borsa valori di Tunisi venne istituita nel 1969 con la Legge 69-13 del 28 febbraio 1969¹, che tutt'ora ne regola l'attività ed il funzionamento.

Prima di tale data² l'organizzazione del mercato mobiliare secondario trovava espressione nella cosiddette *Chambres de Compensation* (1937-1945), sostituite poi dall'*Office Tunisien de Cotation des Valeurs Mobilières* (1945-1970).

L'analisi delle vicende relative alle suddette istituzioni ed ai periodi indicati in parentesi appare assai utile al fine di comprendere i motivi che hanno indotto le autorità tunisine alla creazione di una borsa valori, la normativa prescelta, le finalità ad essa attribuite, nonché le difficoltà che sono state e debbono ancora essere superate per giungere al decollo definitivo di tale istituzione. Esse, inoltre, possono considerarsi parzialmente rappresentative delle esperienze maturate in tema di mercato mobiliare secondario, da altri paesi africani quali il Marocco.

1.1. *Il prestito obbligazionario della Caisse Foncière e la nascita delle Chambres de Compensation (1937-1945).*

Da quanto è dato di conoscere³, la prima importante emissione di valori mobiliari effettuata da un ente privato tunisino

¹ J.O.R.T. n. 8 del 28-2/4-3 1969.

² In effetti, come si dirà in seguito, la borsa valori ha iniziato la sua attività solo a partire dal 19 maggio 1970, giorno in cui si è tenuta la prima riunione.

³ Si veda in proposito: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport quinquennal 1971-1975*, pagg. 4-5.

nel mercato interno risale al 1939 e si identifica con un prestito obbligazionario di dimensioni considerevoli lanciato dalla *Caisse Foncière*, organismo dedito al finanziamento del settore fondiario ed edilizio.

La rilevanza di tale operazione è duplice. Da un lato essa costituisce un'eccezione, anche se parziale e di modesto rilievo, alla prassi di ispirazione colonialista, secondo cui la quasi totalità dei valori mobiliari trovava classamento e circolava all'esterno del paese colonizzato. Nel caso della Tunisia, essendo la maggior parte delle attività economiche concentrata in mani francesi, i relativi titoli venivano detenuti e negoziati in Francia, con l'ovvia conseguenza di inibire la formazione di un mercato mobiliare locale o, quanto meno, di una tradizione finanziaria nel settore in parola⁴.

Dall'altro lato, ed è questa l'importanza preminente da attribuire al prestito della *Caisse Foncière*, si osserva che in seguito a tale emissione prende vita per la prima volta in Tunisia un embrione di mercato secondario con un minimo di organizzazione e di officiosità.

La *Caisse Foncière* infatti, onde rendere agevole la circolazione dei propri titoli, creò presso di sé una *Chambre de Compensation* destinata a costituire il punto di incontro delle domande di acquisto e delle offerte di vendita delle passività mobiliari da essa emesse.

L'assoluta mancanza di strutture alternative e la precarietà in cui versava il mercato mobiliare fecero sì che detta iniziativa riscuotesse un discreto successo, tanto da essere imitata, in breve tempo, da numerose altre società. E fu così che negli anni tra il 1937 e il 1945 si assistette alla nascita spontanea di una moltitudine di *Chambres de Compensation* in ciascuna delle quali venivano trattati esclusivamente i titoli dell'ente emittente, ovvero si procedeva alla loro compensazione.

⁴ Ciò vale, naturalmente, anche per alcuni altri paesi africani francofoni.

Questo fenomeno, mentre ha l'indubbio pregio di aver costituito la premessa per la creazione di un mercato ufficiale e di aver progressivamente stimolato le autorità competenti ad occuparsi di esso, presenta una serie di aspetti negativi, alcuni dei quali continueranno a sussistere anche successivamente.

In primo luogo, occorre rilevare che, essendo i valori mobiliari detenuti quasi esclusivamente dagli stranieri, le *Chambres de Compensation* hanno costituito un meccanismo volto a soddisfare le loro esigenze senza coinvolgimento degli operatori locali. Esse non hanno quindi spiegato alcun effetto di sensibilizzazione nei confronti della popolazione tunisina, né hanno contribuito alla formazione e allo sviluppo di una tradizione locale in materia finanziaria. Questo stato di cose, in effetti, permarrà, nonostante l'evoluzione delle strutture in esame, fino all'ottenimento dell'indipendenza.

In secondo luogo, va fatto notare che le *Chambres de Compensation* negavano al mercato mobiliare l'indispensabile requisito di unitarietà, frazionandolo in numerosi comparti scarsamente comunicanti tra loro. Ciò, del resto, era dovuto anche alla preminente finalità di controllo e di partecipazione degli impieghi mobiliari e alla assenza quasi totale di operazioni di investimento di portafoglio. Anche quest'ultimo aspetto continuerà a caratterizzare e condizionare la successiva evoluzione.

A quanto detto si aggiunga poi che le *Chambres de Compensation*, oltre a mancare di un qualsiasi requisito di ufficialità e di una regolamentazione uniforme, non erano in grado di assicurare la pubblicizzazione dei prezzi e dei volumi negoziati, né era possibile esplicitare su di esse regolari controlli. In altri termini, queste istituzioni non offrivano alcuna garanzia neppure sotto il profilo della difesa del risparmio.

1.2. *L'Office Tunisien de Cotation des Valeurs Mobilières e le sue vicende (1945-1970).*

La necessità di sopperire alle deficienze osservate e di conferire una maggiore organicità e unitarietà al mercato mobiliare

indusse le autorità tunisine a sopprimere, nel 1945, le *Chambres de Compensation* e ad istituire l'*Office Tunisien de Cotation des Valeurs Mobilières* (O.T.C.V.M.).

In verità questo organismo, presente anche in Marocco e in Algeria⁵, trova ispirazione negli avvenimenti francesi del periodo bellico. Durante tali anni, infatti, in Francia il governo di Vichy procedette ad una profonda revisione del regime di circolazione e di negoziazione dei valori mobiliari, allo scopo sia di sorvegliare e/o di contrastare la penetrazione germanica nel patrimonio commerciale ed industriale della nazione⁶, sia di combattere la speculazione interna. Qui basterà ricordare che in un primo momento (febbraio 1941) si obbligarono i proprietari o gli acquirenti di valori mobiliari a trasformare gli stessi in titoli nominativi e a depositarli presso un organismo autorizzato, vale a dire presso una banca o un agente di cambio. Successivamente (giugno 1941), fu creata la *Caisse Centrale des Dépôts ed Virement de Titres*, la quale aveva il compito di raccogliere in forma centralizzata i depositi di valori mobiliari. Questi ultimi, inoltre, in caso di negoziazione, da effettuarsi tramite intermediario, venivano trasferiti sotto forma di giroconto.

I risultati ottenuti attraverso i suddetti provvedimenti ne incoraggiarono l'estensione ai territori coloniali. Nel *Décret tunisien du 23 avril 1945* e nella creazione dell'O.T.C.V.M., avvenuta contemporaneamente, sono infatti ravvisabili alcune delle finalità perseguite dalle leggi francesi del 1941, nonché una parte del loro contenuto.

Per quanto riguarda le finalità perseguite, va subito detto che l'O.T.C.V.M. e la nuova normativa tendevano a soddisfare principalmente le esigenze dei colonialisti in tema di transazioni

⁵ Prima della creazione dell'*Office de Cotation*, anche questi paesi hanno vissuto l'esperienza delle *Chambres de Compensation*.

⁶ In vero, le misure prese interessavano — per motivi opposti — anche alle forze di occupazione germaniche. Esse infatti desideravano avere una sorta di censimento dei possessori di titoli, nell'intento di attuare eventuali operazioni di sequestro o di confisca.

mobiliari e di controllo sia dell'attività economica che delle possibili infiltrazioni di capitali stranieri⁷. Essi, tuttavia, segnarono innegabilmente un notevole passo in avanti rispetto alla precedente struttura ed organizzazione del mercato mobiliare secondario.

Sotto questo aspetto è opportuno richiamare brevemente i tratti salienti della riforma in questione e riguardanti:

- a) l'accentramento delle negoziazioni presso l'O.T.C.V.M.;
- b) l'organizzazione e il funzionamento dell'O.T.C.V.M.;
- c) l'articolazione del mercato secondario.

L'accertamento delle negoziazioni venne ottenuto obbligando gli operatori economici a negoziare presso l'O.T.C.V.M. i titoli quotati, ovvero, se trattavasi di cessioni dirette, a registrare le stesse presso l'*Office* tramite un intermediario autorizzato. Per i contravventori era prevista un'ammenda pari a cinque volte il valore dei titoli trattati.

L'O.T.C.V.M. assumeva la veste di istituzione privata, o meglio di associazione di intermediari riconosciuti dal *Département des Finances*⁸, e il suo funzionamento era regolato dallo statuto associativo. La direzione e l'amministrazione dell'*Office* era assicurata da un bureau di cinque membri, eletti dall'Assemblée Generale, ai quali si aggiungeva un commissario governativo. Le sedute si tenevano due volte alla settimana⁹, con contrattazioni alle grida, ed era stabilito, per limitare le manovre speculative, che i corsi non potessero oscillare più del 10 % da una riunione all'altra¹⁰. Inoltre, accanto al « mercato ufficiale »,

⁷ La proprietà dei titoli continuava, in pratica, ad esser concentrata nelle loro mani, ed essi, come si osserverà più avanti, resteranno a lungo i principali animatori del mercato.

⁸ Esclusa la *Société Financière et de Gestion*, gli altri intermediari (circa 9) erano soltanto istituti bancari.

⁹ Il martedì e il venerdì come avviene attualmente per la borsa valori.

¹⁰ Questa norma è stata conservata anche dopo la creazione della borsa valori con la riduzione del margine di oscillazione consentito dal 10 % al 5 %.

riservato ai titoli obbligazionari ammessi alla quotazione e alle azioni di società affermate¹¹ fu istituito un « *marché hors cote* » destinato ad accogliere i titoli delle imprese giovani e di minori dimensioni.

A partire dal 1945, dunque, il mercato mobiliare tunisino viene dotato di una regolamentazione ufficiale e assume una sua fisionomia con una triplice articolazione: 1) mercato ufficiale, 2) mercato *hors cote* e 3) mercato delle cessioni dirette. Si tratta però di aspetti formali in quanto non si registrano, anche nel lungo periodo, miglioramenti di rilievo rispetto alla situazione precedente: nessun effetto di attrazione sui risparmiatori, scarso coinvolgimento degli elementi locali, assai ridotto il numero dei titoli effettivamente quotati, insignificante il volume di attività dell'O.T.C.V.M.¹².

Quest'ultimo, in effetti, è destinato a fungere prevalentemente da ufficio di registrazione piuttosto che da centro di negoziazione. La componente predominante delle operazioni effettuate, come ben mostrano i dati della tavola 1, è costituita dalle cessioni dirette, le quali, fatta eccezione per alcuni anni, raggiungono valori intorno al 90 %. Dalla stessa tavola si desume, altresì, un'ulteriore caratteristica del mercato: l'elevata variabilità e discontinuità delle transazioni complessive.

Gli aspetti sopra richiamati tendono ad esasperarsi con l'ottenimento dell'indipendenza¹³ e con il conseguente ridursi degli interessi stranieri nell'economia tunisina, testimoniato, tra l'altro, da un deflusso considerevole di capitali¹⁴, una parte dei quali costituiva la linfa del mercato mobiliare.

¹¹ Per l'ammissione al mercato ufficiale era richiesta anche la pubblicazione di almeno due bilanci.

¹² Cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *op. cit.*, pag. 8.

¹³ Si ricorda che la Tunisia ottenne l'indipendenza nel 1956.

¹⁴ Per un'analisi dell'economia tunisina negli anni '50 e successivi si vedano, tra gli altri, R. BISTOLFI, *Structure économique et indépendance monétaire*, Parigi, 1967; M.A. BUISSON, *Chronique économique - Tunisie*, « Annuaire de l'Afrique du Nord », 1966, Paris, 1967; ECONOMIC COMMISSION FOR AFRICA, *Summaries of economic data: Tunisia*, February 1975; J.G. KLEVE, *The Finan-*

TAB. N. 1

QUADRO RIASSUNTIVO DELLE OPERAZIONI EFFETTUATE
DOPO LA CREAZIONE DELL'O.T.C.V.M. DAL 1945 AL 1969

Anni	« Cote et hors cote »		« Cessions directes »		Totale	
	N. di titoli	Importi (*)	N. di titoli	Importi (*)	N. di titoli	Importi (*)
1945 . .	—	—	—	—	—	—
1946 . .	15.785	25.402.000	—	—	15.785	25.420.000
1947 . .	41.877	47.654.000	1.000	557.000	42.877	48.211.000
1948 . .	56.864	102.895.000	19.215	15.088.000	76.079	117.893.000
1949 . .	38.849	81.191.000	11.179	19.629.000	50.068	100.820.000
1950 . .	40.480	59.937.000	3.152	5.834.000	43.632	65.771.000
1951 . .	52.358	107.611.000	19.039	58.074.000	71.397	165.686.000
1952 . .	75.295	113.210.000	10.303	35.513.000	85.598	148.734.000
1953 . .	65.784	136.935.000	608.673	1.270.174.000	674.457	1.407.109.000
1954 . .	59.974	224.965.000	128.465	393.258.000	188.439	618.221.000
1955 . .	53.809	185.102.000	59.097	136.988.000	112.906	322.000.000
1956 . .	41.820	287.054.000	101.875	198.723.000	143.695	485.777.000
1957 . .	23.569	136.883.000	179.504	448.919.000	203.109	585.802.000
1958 . .	55.940	172.408.000	120.902	347.531.000	176.842	519.939.000
1959 . .	14.500	44.088.000	207.018	805.128.000	221.518	849.216.000
1960 . .	10.121	19.852.000	803.828	1.142.266.405	813.949	1.441.800.000
1961 . .	12.893	60.537.000	252.501	966.445.000	265.394	1.026.982.000
1962 . .	10.698	96.283.000	231.343	1.153.787.000	242.041	1.250.070.000
1963 . .	20.871	69.101.615	132.749	1.142.266.405	153.620	1.211.368.020
1964 . .	5.583	23.445.765	212.876	586.571.364	218.459	610.017.129
1965 . .	3.880	21.143.730	45.705	422.671.643	49.685	443.815.373
1966 . .	17.747	24.708.760	191.492	906.405.801	109.339	931.114.561
1967 . .	91.741	225.957.240	244.824	1.579.740.547	336.565	1.805.697.787
1968 . .	79.693	307.651.805	542.893	3.265.429.100	622.586	3.573.080.905
1969 . .	104.616	963.697.225	191.343	1.159.010.108	295.959	2.122.707.333

(*) Importi in dinari.

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport quinquennal 1971-1975*, p. 7.

Dopo la prima metà degli anni '50 la Tunisia si trova, dunque, ad affrontare i gravi problemi dello sviluppo con un appa-

cing of Investments in Tunisia, 1961-1971, dattiloscritto, U.N.D.P., Tunis; P. MORTURA, *Il sistema bancario della Tunisia, 1956-1970*, Milano, 1972, pagg. 2-19; G.A. PARIENTE, *Emission monétaire, équilibre financier et développement économique*, in « Servir », n. 3, 1, 1968, pagg. 35-42 e J. PONCET, *L'économie tunisienne depuis l'indépendance*, in « Les Economies Maghrébienes », Paris, 1971.

rato economico-finanziario assai fragile e caratterizzato da una carenza strutturale di risparmio¹⁵. In questo contesto l'O.T.C.V.M. si dimostrava del tutto incapace di contribuire alla mobilitazione e all'accrescimento del risparmio finanziario; anzi, esso manifestava progressivamente la sua inutilità e la scarsa capacità di adattamento al sistema tunisino.

È pertanto facile comprendere come il processo di revisione delle strutture avrebbe interessato immancabilmente anche l'O.T.C.V.M. Al riguardo furono intrapresi alcuni studi con l'aiuto di esperti esteri (1963-64)¹⁶ e, in un secondo momento (1967), fu organizzato un seminario nazionale sul risparmio¹⁷. In essi furono messe a fuoco le caratteristiche del sistema economico-finanziario tunisino e venne avanzata una serie di proposte, tra cui la creazione di una borsa valori in sostituzione dell'O.T.C.V.M.

Per quanto attiene alle caratteristiche dell'economia tunisina è opportuno ricordare che:

a) il risparmio nazionale, benché in crescita, era di gran lunga inferiore al fabbisogno totale di capitali, il quale veniva coperto con ricorso all'indebitamento estero in misura mediamente superiore al risparmio interno.

b) Quest'ultimo faceva registrare un andamento assai irregolare nel tempo e la sua formazione per grandi aggregati economici risultava alquanto anomala (cfr. tab. 2). Mentre il risparmio proveniente dalla pubblica amministrazione (la quale restava comunque ampiamente deficitaria) era pari al 27 %, quello delle famiglie si manteneva, a motivo della esiguità dei salari e dell'elevata propensione al consumo, su livelli eccessivamente bas-

¹⁵ I tratti salienti dell'economia tunisina sono accuratamente descritti da P. MOTTURA, *op. cit.*, pagg. 2-19.

¹⁶ Per tutti si vedano ARN. J. D'AILLY, *Rapport sur le marché des capitaux et la bourse de valeurs*, dattiloscritto, Tunis, 1963 - mars 1964 e H. VIAUX, *Rapport sur l'organisation du marché financier en Tunisie*, Tunis, Juin 1963.

¹⁷ Cfr. *Séminaire national sur l'épargne*, Tunis, les 8, 9, 10 juin 1967, « Cahiers du Centre de Recherche et d'Etudes Administratives », n. 2, Publication de l'Ecole Nationale d'Administration, Tunis, 1969.

TAB. N. 2

RISPARMIO NAZIONALE SUDDIVISO PER SETTORI DI FORMAZIONE
(1960-1977) (in milioni di dinari)

Anni	Pubblica Ammini- strazione	Imprese	Banche	Famiglie	Totale
1960	12,4	7,6		4,1	24,1
1961	6,9	33,2		3,7	43,8
1962	6,6	18,6		3,1	28,3
1963	7,5	27,8		2,1	37,4
1964	16,5	24,8		8,1	49,4
1965	19,4	26,3	1,0	7,5	54,2
1966	15,2	37,0	2,5	7,5	62,2
1967	14,2	41,7	2,0	8,6	66,5
1968	3,8	61,9	3,9	10,4	80,0
1969	24,6	45,4	6,2	20,7	96,4
1970	26,5	40,0	5,6	29,7	101,8
1971	28,4	91,3	4,1	37,8	161,8
1972	38,6	117,6	3,1	54,2	213,5
1973	55,5	61,2		70,2	187,1
1974	110,8	151,7		87,2	349,7
1975	121,6	168,7		154,7	445,0
1976	124,8	167,3		132,9	425,0

Fonte: *Séminaire national sur l'épargne*, cit. (per gli anni 1960-1967); BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, *Rapport Annuel 1969* (per il 1968), *Rapport Annuel 1972* (per gli anni 1969-72) e *Rapport Annuel 1976* (per gli anni 1973-1976).

si (12 %), con una spiccata preferenza per la liquidità. Il risparmio delle imprese, nonostante rappresentasse un'aliquota elevata del risparmio totale, era insufficiente a soddisfare i bisogni del settore. Le imprese, inoltre, presentavano un tasso di autofinanziamento modesto e incostante.

c) Il tesoreggiamento continuava ad esercitare una notevole attrazione nei confronti del risparmio monetario di alcuni ceti sociali; lo stesso dicasi degli investimenti immobiliari e fondiari.

d) Il volume di titoli disponibili per impieghi finanziari risultava adeguato a vivacizzare il mercato soltanto sotto l'ipotesi, di non facile realizzazione, che le società private avessero ri-

dotto il loro carattere eccessivamente familiare e che lo Stato e gli enti pubblici avessero smobilizzato una parte del loro portafoglio¹⁸. Ma sotto questo aspetto le valutazioni degli esperti appaiono alquanto ottimistiche¹⁹.

e) Gli investimenti presentavano un tasso di espansione elevato e conforme agli obiettivi previsti nei vari piani economici. Il loro finanziamento, tuttavia, aveva generato forti e prolungate pressioni sul livello generale dei prezzi e sul rapporto di cambio.

f) Il clima psicologico dei risparmiatori risentiva pesantemente del ricorso, negli anni successivi all'indipendenza, a pratiche di risparmio forzoso per finanziare gli investimenti e la pubblica amministrazione (prelievi fiscali sui salari e addirittura sulla vendita di alcuni prodotti agricoli, quali i pomodori, in contropartita di titoli di stato ed anche di azioni di società nazionali)²⁰. Si tenga inoltre presente che le attese di coloro i quali avevano volontariamente sottoscritto titoli, in adesione ai programmi di sviluppo, risultavano spesso deluse dai non favorevoli andamenti economici delle imprese. In questo contesto si era generata nelle masse una sorta di disinteresse e di avversione nei confronti dei valori mobiliari e i meno preparati in materia finanziaria giungevano a vendere i titoli posseduti anche a prezzi di gran lunga inferiori al loro valore effettivo. Il mercato finiva così per cadere nel caos ed essere dominato da operazioni speculative di incetta di titoli.

Aggiungendo agli aspetti sopra richiamati i pesanti condizionamenti che provenivano dagli altri fenomeni economico-sociali — stato dell'occupazione, tasso di sviluppo del reddito, concentrazione della ricchezza, grado di industrializzazione e così

¹⁸ Cfr. *Séminaire National sur l'épargne*, cit., pagg. 69-71.

¹⁹ Si veda *infra*, nota 55.

²⁰ Si vedano in proposito: ARN. J. D'AILLY, *Rapport*, cit., pagg. 4-5; H. VIAUX, *Note sur l'organisation de la Bourse des valeurs de Tunis*, Tunis, Février 1970, pag. 3 e *Le marché financier dans un pays en développement*, datiloscritto, Tunis, 24 mars 1978.

via — emerge un quadro della situazione tunisina, negli anni 1957-67, tale da lasciare assai perplessi circa l'esistenza di un minimo di prerequisiti affinché l'istituenda borsa valori si potesse affermare e sviluppare.

Si è quindi indotti a supporre che le motivazioni alla creazione di una borsa valori siano state, inconsciamente, di ordine imitativo, o meglio, che si sia voluto in ogni modo dotare il sistema finanziario di una moderna istituzione capitalistica, nella speranza che essa si sarebbe dimostrata utile magari in un momento successivo. Quest'ultima ipotesi appare molto più accreditabile se si pone mente al fatto che gli investimenti, con l'applicazione dello strumento della pianificazione, mostravano, come visto, un elevato tasso di sviluppo e si imponeva, quindi, la necessità di predisporre le strutture per il loro finanziamento.

Non va infine dimenticato che occorre, in ogni modo, riportare ordine nel mercato mobiliare e riconsiderare un organismo già esistente — l'O.T.C.V.M. — e inadatto a soddisfare le esigenze dell'economia tunisina.

2. LA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI E LE FUNZIONI AD ESSA ATTRIBUITE

Confortate dai risultati degli studi prima menzionati e sulla scorta dei suggerimenti emersi dal seminario sul risparmio del 1967, le autorità tunisine emanarono nel febbraio del 1969 la legge istitutiva della borsa valori, assegnando a questa le seguenti finalità ²¹:

- 1) organizzare e dirigere il mercato mobiliare;
- 2) assicurare la liquidità dei titoli in condizioni di rapidità e di regolarità;
- 3) facilitare la raccolta di nuovi capitali da parte delle società;

²¹ Cfr. *Loi 69-13 du 28 février 1969*, art. 2.

4) promuovere ed incoraggiare la mobilitazione del risparmio e il suo investimento in valori mobiliari.

Mentre le ultime tre funzioni rientrano nelle tipiche finalità delle borse valori, la prima appare scarsamente conciliabile con la natura di tale istituto. Inoltre, la legge non ha attribuito ad essa, in merito, altro potere che quello di ricevere comunicazione, da parte degli enti emittenti, delle emissioni effettuate²². E, in effetti, dopo sette anni di funzionamento si nota che l'attività della borsa in questo campo è stata nulla.

Pertanto, il compito di dirigere e organizzare il mercato mobiliare, soprattutto il primario, dovrebbe più propriamente essere affidato alle autorità monetarie le quali possono svolgerlo con maggior facilità e, soprattutto, possono assicurare la necessaria unitarietà di gestione al mercato finanziario.

Per quanto concerne, invece, la funzione di garantire la negoziabilità dei titoli in condizioni di regolarità e di rapidità, il legislatore si è preoccupato di porre la borsa valori nelle condizioni di poter assolvere ad essa. In tal senso egli ha stabilito che le transazioni di valori mobiliari debbono essere effettuate in borsa valori²³ per l'esclusivo tramite degli agenti di cam-

²² Cfr. *Loi 69-13 du 28 février 1969*, art. 4.

²³ Per i dettagli e le eccezioni previste si riporta qui di seguito l'intero art. 3 della *Loi 69-13 du 28 février 1969*:

« Toutes les transactions effectuées sur l'ensemble du territoire de la République et portant sur des valeurs mobilières sont obligatoirement soumises à la Bourse des Valeurs pour homologation.

En cas de refus d'homologation, la décision du Comité de la Bourse doit être motivée en raison de l'irrégularité de l'opération ou de son caractère spéculatif.

Les transactions sur des valeurs mobilières ayant la forme nominative, doivent être réalisées par l'intermédiaire des agents de change agréés et désignés dans les conditions fixées à l'article 12 ci-dessous.

Les transactions de valeurs mobilières nominatives cotées doivent nécessairement avoir lieu à la Bourse.

La cession directe de titres nominatifs est interdite sauf lorsque cette cession concerne un portefeuille apporté par une société à une autre à l'occasion

bio²⁴. Questa norma, oltre allo scopo di ottenere l'accentramento delle negoziazioni così da dar vigore alla borsa, era volta a risanare il mercato secondario nel quale, come visto, proliferavano operazioni speculative a danno degli operatori meno avveduti. Essa, tuttavia, non risulta facilmente applicabile in quanto non è possibile verificare che sia rispettata, né sono previste sanzioni in caso di inosservanza²⁵.

Infine occorre rilevare che, diversamente da altri paesi africani, alla borsa valori non viene attribuito alcun obiettivo di tunisizzazione dell'attività economica, né a tal fine sono state predisposte apposite disposizioni di legge.

2.1. *La struttura e l'organizzazione della borsa valori.*

La borsa valori tunisina nasce come organismo pubblico dotato di personalità civile ed autonomia finanziaria.

Essa è posta sotto la tutela e il controllo del *Secrétaire d'Etat au Plan et à l'Economie Nationale*, al quale compete la nomina (e/o la proposta di nomina) di alcuni membri del *Comité de la Bourse* e l'approvazione delle decisioni di quest'ultimo in merito al budget di funzionamento, alle tariffe di mediazione e allo statuto e remunerazione del personale. È altresì di sua competenza la designazione di un *Commissaire du Gouvernement*, il quale partecipa alle riunioni del Comitato, assiste alle sedute di borsa ed ha il compito di vigilare sul regolare andamento delle

d'opération de fusion ou d'absorption et à l'exception de sociétés mères et filiales ».

La norma appena citata appare in alcune parti poco chiara e contraddittoria, tanto da aver suscitato più volte dubbi interpretativi. La necessità di una sua revisione è stata manifestata ripetutamente e si impone con urgenza (in proposito si veda: *BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, Rapport Quinquennal*, cit., pagg. 111-113).

²⁴ La posizione di monopolio è riconosciuta, agli agenti di cambio, dall'art. 12.

²⁵ In effetti le cessioni dirette, per quanto vietate, ricorrono frequentemente soprattutto per i titoli delle imprese minori (cfr. *Le marché boursier tunisien*, « La Presse », Tunis, 12 novembre 1975).

negoziazioni e sull'applicazione delle decisioni delle autorità di controllo.

L'amministrazione e la direzione della borsa valori spettano, rispettivamente, al *Comité de la Bourse*²⁶ e al *President du Comité*. Il primo ha anche funzioni consultive e decide, dopo aver provveduto all'esame delle relative domande, sull'ammissione dei titoli alle quotazioni.

Completano la struttura organizzativa della borsa valori gli agenti di cambio. Essi sono gli unici intermediari autorizzati a negoziare in borsa, possono operare solo per conto terzi ed agiscono in regime di monopolio. Nell'esercizio della loro attività sono solidalmente responsabili della regolarità e del buon fine delle operazioni eseguite, non possono effettuare la compensazione degli ordini ricevuti e sono tenuti sia a fornire idonee garanzie finanziarie che ad assicurarsi presso una compagnia di assicurazione contro tutti i rischi connessi con la propria professione. È inoltre imposto loro di tenere regolare contabilità e di costituire o aderire all'*Association des Agents de Change*²⁷.

Sebbene la legge preveda che gli agenti di cambio possano essere anche persone fisiche, questa categoria attualmente è costituita solo da persone giuridiche e, più in particolare, da istituti di credito e da una società finanziaria²⁸. Detta situazione, peraltro

²⁶ Il Comitato si compone di 6 membri: un rappresentante del Secrétaire d'Etat au Plan et à l'Economie Nationale, un rappresentante della Banque Centrale de Tunisie, due rappresentanti dell'Associazione professionale delle banche, un rappresentante dell'Associazione degli agenti di cambio, un rappresentante del Conseil Economique et Social.

²⁷ Per la regolamentazione dell'attività degli agenti di cambio si veda l'*Arrêté du 24 juillet 1970*.

²⁸ Attualmente gli agenti di cambio della borsa di Tunisi sono: la Banque de Développement Economique de Tunisie, la Banque Franco-Tunisienne, la Banque Internationale Arabe de Tunisie, la Banque Nationale de Tunisie, la Banque du Sud, la Banque de Tunisie, il Crédit Foncier et Commercial de Tunisie, la Société Financière et de Gestion, la Société Tunisienne de Banque, l'Union Bancaire pour le Commerce et l'Industrie, l'Union Internationale de Banques.

riscontrabile anche in Marocco e in Costa d'Avorio, è dovuta ad un duplice ordine di motivi: la carenza di individui dotati di adeguate capacità professionali e la scarsa (se non nulla) remunerazione che l'esercizio di tale attività consentirebbe loro, a causa del basso volume degli affari di borsa.

In queste circostanze non può disconoscersi che le banche, grazie alla solidità finanziaria e alle strutture operative di cui dispongono, sono sicuramente le più adatte a svolgere il ruolo di agenti di cambio.

Ciò tuttavia non deve far dimenticare che esse, a volte, potrebbero trovarsi in posizione di conflittualità tra l'attività di intermediazione, segnatamente di raccolta di depositi, e quella di negoziazione di titoli, a discapito di quest'ultima. Inoltre, le aziende di credito, operando anche in proprio potrebbero essere indotte a perseguire i propri interessi a danno degli operatori di borsa. Appare quindi opportuno promuovere quanto prima l'inserimento di agenti di cambio persone fisiche i quali, oltretutto, dovendo confidare, secondo la legge, esclusivamente sui proventi delle negoziazioni di borsa effettuate, vivacizzerebbero il mercato introducendo un ulteriore elemento di concorrenzialità. È inutile precisare che tale inserimento è condizionato dal verificarsi di un sostanziale sviluppo delle negoziazioni, ovvero dal fatto di concedere agli agenti di cambio la possibilità di esercitare altre attività non direttamente concorrenziali con la professione di intermediari di borsa.

2.2. *Il funzionamento della borsa valori.*

Similmente all'O.T.C.V.M., le sedute borsistiche si tengono due volte alla settimana (il martedì e il venerdì) e la trattazione dei valori mobiliari avviene con il sistema delle grida. Sono ammesse soltanto le operazioni a contanti ed è stabilito che i corsi dei titoli quotati possano oscillare, da una seduta all'altra, al

massimo di un 5 %²⁹. Lo scopo di quest'ultima norma è naturalmente quello di frenare la speculazione e di consentire un ordinato sviluppo dei corsi.

Essa tuttavia può avere effetti limitativi sul volume delle negoziazioni e sulla liquidabilità dei titoli, poiché in caso di modificazioni (superiori al 5 %) del valore effettivo di un titolo, determinante ad esempio da variazioni dei tassi di interesse, o da cattive previsioni circa la redditività dell'impresa emittente, gli operatori non potrebbero ottenere dalla vendita (acquisto) il prezzo desiderato, con l'ovvia conseguenza di dover rinviare l'operazione o di ricevere (corrispondere) un importo minore (maggiore) rispetto al nuovo valore. Ne risulterebbe anche una perdita di rappresentatività dei corsi, i quali rifletterebero solo con ritardo la variazione intervenuta.

Un'ulteriore particolarità della borsa valori di Tunisi risiede nella struttura del mercato secondario. A differenza delle altre nazioni, in Tunisia, essendo vietate le cessioni dirette³⁰, il mercato mobiliare secondario è esclusivamente ufficiale e si articola in:

1) *marché permanent*, riservato ai titoli ammessi alla quotazione secondo i criteri di cui si dirà in seguito;

2) *marché occasionnel*, destinato ad accogliere le negoziazioni di titoli non quotati e oggetto di scambi occasionali.

Nel *marché permanent* sono quotati: *a*) i titoli di Stato (ammessi di diritto), *b*) alcuni prestiti obbligazionari, e *c*) le azioni, nonché i relativi *d*) diritti d'opzione delle società per cui è intervenuta delibera di ammissione da parte del *Comité de la Bourse*.

I requisiti che le società debbono presentare per ottenere la quotazione dei propri titoli sono:

²⁹ Il limite di oscillazione del 5 % è previsto solo per i titoli trattati sul *marché permanent*, cioè per i titoli quotati. Sul *marché occasionnel* non si ha alcuna limitazione.

³⁰ Salvo naturalmente le poche eccezioni previste dal citato art. 3.

- a) capitale nominale non inferiore a 50.000 dinari;
- b) presentazione dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi;
- c) distribuzione di almeno un dividendo.

Per facilitare l'accesso alla quotazione da parte delle nuove imprese è ritenuto sufficiente, in mancanza dei suddetti requisiti, che una banca o lo Stato garantisca il dividendo dei titoli³¹.

Una volta iscritte alla quotazione, le società sono tenute a pubblicare annualmente il bilancio di esercizio e a fornire alla borsa una serie di informazioni e di documenti relativi alla loro gestione. Per quanto concerne le società non quotate, ma i cui titoli sono trattati nel *marché occasionnel*, sebbene la legge non preveda alcun obbligo di informativa, gli organi della borsa valori esigono la presentazione dello statuto e degli ultimi tre bilanci di esercizio³². Essi, tuttavia, incontrano in questo campo notevoli difficoltà per la riluttanza di molte imprese a fornire le informazioni richieste.

3. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE SUCCESSIVAMENTE ALLA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI

Dopo aver descritto le origini storiche, l'organizzazione ed il funzionamento della borsa valori tunisina, possiamo a considerare l'attività di tale istituto negli anni successivi alla sua creazione.

In questa parte ci occuperemo altresì della struttura e dell'evoluzione del mercato primario in modo da avere una visione unitaria e completa dell'intero mercato mobiliare.

³¹ Cfr. art. 9 *Loi 69-13 du 28 février 1969*.

³² Le società di cui la borsa valori possiede un dossier di informazioni sono indicate in: *BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, Index alphabétique des valeurs tunisiennes*, Tunis, 1978.

3.1. *Il mercato primario.*

Sotto l'aspetto qualitativo il mercato delle nuove emissioni risulta caratterizzato da:

- a) mancanza di una legge organica che ne regoli il funzionamento e inesistenza di un'autorità dotata di un effettivo potere di coordinamento e di controllo;
- b) carenza di informazioni;
- c) assenza di organismi che si occupino attivamente del classamento dei titoli tra il pubblico;
- d) ampia istituzionalizzazione dell'offerta e della domanda di titoli a reddito fisso;
- e) esiguità di emissioni azionarie con offerta al pubblico;
- f) elevata concentrazione territoriale delle emissioni;
- g) inadeguatezza e indifferenziazione delle caratteristiche economico-tecniche dei valori mobiliari.

Per quanto concerne l'organizzazione e il controllo del mercato primario, non sembra esistano, nell'ordinamento giuridico tunisino, altre disposizioni che quella di dover comunicare tutte le nuove emissioni alla borsa valori, cui viene riconosciuto, come visto, il generico compito di organizzare e dirigere l'intero mercato³³. Tali norme risultano alquanto vaghe e prive di un contenuto attivo. Esse non attribuiscono specifici poteri, né prevedono strumenti di intervento volti a controllare ed armonizzare i flussi di fondi passanti per il mercato mobiliare. Non si fa infatti uso, ad esempio, dello strumento dell'autorizzazione pre-

³³ Soltanto la legge sulle obbligazioni convertibili in azioni stabilisce l'obbligo della preventiva approvazione delle condizioni di emissione, da parte del *Secrétaire d'Etat aux Finances et au Commerce* e del *Secrétaire d'Etat chargé de la tutelle*, esclusivamente nel caso di società a partecipazione statale (cfr. *Loi n. 59-54 du 29 mai 1959*, art. 2). Nessuna disposizione è invece ravvisabile sia nelle norme relative alle società anonime (cfr. *Code de Commerce, mis à jour et annoté par MAHMOUD BEN CHEIKH*, Tunis, 1975, pagg. 17-49) sia nelle leggi istitutive della Banque Centrale de Tunisie e del Conseil National du Crédit (cfr. *Loi n. 58-90 du 19 septembre 1958* e *Loi n. 67-50 du 7 décembre 1967*).

ventiva e del calendario delle emissioni, i quali consentono sia di disciplinare il ricorso al mercato dei vari operatori, sia di verificare ed influire sulle caratteristiche economico-tecniche dei valori mobiliari (prezzi di emissione, saggi di rendimento, scadenze, valori nominali ed altri).

Il mercato primario risulta dunque sprovvisto di un minimo di regolamentazione e di una attiva direzione, la quale, si ripete, dovrebbe essere affidata alle autorità monetarie e non alla borsa valori.

Le deficienze appena riscontrate non mancano di riflettersi negativamente sul problema dell'informativa e della tutela dei risparmiatori, rendendo lo stesso assai grave e di difficile soluzione ³⁴.

A condizionare lo sviluppo delle emissioni contribuisce poi la carenza di moderni meccanismi di collocamento. Al riguardo si nota che, in genere, gli emittenti preferiscono curare direttamente l'offerta al pubblico dei propri titoli. È questo il caso di quasi tutte le società e trova spiegazione nel fatto che le azioni di nuova emissione sono destinate, dato lo spiccato carattere familiare delle imprese, in larga misura alla preesistente compagine sociale.

Solo pochi emittenti, interessati a raccogliere capitali entro una più vasta cerchia di risparmiatori, si avvalgono dell'intermediazione bancaria. L'intervento degli istituti di credito, inoltre, avviene di solito in forma singola e si limita alla fornitura del servizio finanziario richiesto. Raramente si assiste alla costituzione di consorzi di collocamento e alla stipula di accordi che coinvolgano un'attività di consulenza e/o un intervento a sostegno dei corsi nelle fasi immediatamente successive al primo collocamento ³⁵.

³⁴ Sullo stato dell'informativa si veda: *La presse, les entreprises et l'information*, Séminaire organisé par la Bourse des Valeurs Mobilières & l'Agence Tunis-Afrique-Presse, Tunis 29 et 30 juillet 1974 (dattiloscritto).

³⁵ Quest'ultimo sembra addirittura che non sia stato mai effettuato.

Questo stato di cose — dovuto sia alla riluttanza degli emittenti a ricorrere a terzi per classare i propri titoli, che alla mancata promozione di tali servizi da parte delle banche — non consente di ottenere una capillare diffusione dei valori mobiliari e di sfruttare al massimo la capacità di assorbimento del mercato. Ciò appare ancor più grave se si considera che un'alta percentuale delle emissioni risulta concentrata nella regione di *Tunis-Nord* e difficilmente, quindi, coinvolge le altre zone del paese³⁶.

TAB. N. 3

EVOLUZIONE DEL VOLUME GLOBALE DELLE EMISSIONI

Anni	Volume globale (in dinari)	Evoluzione annuale in %	Emissioni a pagamento: importi	Emissioni a pagamento Totale emissioni 0/0
1970	30.398.490	—	28.281.665	93,03
1971	36.558.235	20,26	33.156.465	90,69
1972	40.322.479	10,29	37.472.009	92,93
1973	48.894.250	21,25	46.817.332	95,75
1974	39.696.015	(- 18,82)	39.055.869	98,38
1975	63.786.228	60,68	59.977.488	94,02
1976	112.012.475	75,62	107.554.120	96,01

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport d'Activité 1976*, tab. 1, p. 19.

Un ulteriore aspetto negativo del mercato mobiliare primario risiede nella struttura della domanda e dell'offerta di fondi. Riferendosi al settore obbligazionario si osserva che le emissioni provengono esclusivamente dallo Stato, da due imprese pubbliche e da tre intermediari finanziari a prevalente partecipazione

³⁶ Riferendosi alle sole emissioni azionarie si osserva che nel periodo 1970-76 l'87 % di esse sono state effettuate nella sola regione di Tunis-Nord (cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport Quinquennal 1971-75*, op. cit., tab. 19, pag. 40 e *Rapport d'activité 1976*, tab. 9 e 6).

statale (una banca di deposito, una società finanziaria d'investimento e una banca d'investimento)³⁷. Sono completamente assenti dal mercato le imprese industriali e le società private, le quali mostrano una spiccata preferenza per i finanziamenti bancari e per l'indebitamento indiretto a medio e lungo termine.

La situazione è ben evidenziata alla tab. 4: le emissioni si accrescono con elevata discontinuità e sono costituite per un buon 90 % da *Bons d'Equipement*. Togliendo questa componente, in alcuni casi il mercato obbligazionario primario risulterebbe addirittura assolutamente inattivo.

TAB. N. 4

EVOLUZIONE DELLE EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE
(in dinari)

Anni	Bons d'Equipement	Prestiti obbligazionari	Totale sottoscrizioni	Emissioni obbligazionarie Totale emissioni %
1970	13.338.050	100.195	13.438.245	44,21
1971	10.612.750	—	10.612.750	29,03
1972	19.552.550	—	19.552.550	48,50
1973	27.852.070	3.000.000	30.852.070	63,10
1974	15.489.880	1.000.000	16.489.880	41,55
1975	24.799.640	7.000.000	31.799.640	49,86
1976	48.228.320	1.500.000	49.728.320	44,40

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport d'Activité 1976*, tab. 6, p. 28.

³⁷ Si elencano qui di seguito le emissioni di titoli a reddito fisso effettuate nel periodo 1964-1978:

a) due prestiti nazionali (5 % 1974 e 5 % 1967);

b) undici tranches di *Bons d'Equipement* (una ogni anno dal 1968 al 1978);

c) dieci prestiti obbligazionari di cui tre emessi dalla Banque pour le Développement Economique de la Tunisie (nel 1973, 1974 e 1975), quattro dalle Société Tunisienne de Banque (nel 1965, 1967 e 1975), due dalla Compagnie Financière e Touristique (nel 1975 e 1976), uno dalla Société Tunisienne d'Electricité et Gaz (nel 1975).

Non migliore è lo stato in cui versa l'offerta di fondi. I dati disponibili sulle sottoscrizioni per categorie di investitori nel periodo 1970-77 riguardano soltanto tre tranches su dieci di *Bons d'Equipement* e cinque prestiti obbligazionari su otto emessi. Benché non forniscano un'indicazione delle tendenze in atto, tali dati rivelano con sufficiente grado di rappresentatività, che la partecipazione dei risparmiatori privati alle sottoscrizioni di titoli a reddito fisso è del tutto marginale e non supera il 6 % delle emissioni complessive (cfr. Tab. 5). Queste ultime trovano classamento in prevalenza presso investitori istituzionali di tipo classico; vale a dire le compagnie di assicurazione e le banche, le quali sono tenute ad investire in titoli in ottemperanza alle disposizioni relative alla copertura delle riserve tecniche³⁸ e al « ratio global de financement du développement »³⁹.

³⁸ La disciplina delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione (cfr. *Arrête du 9 Août 1959*) stabilisce che la loro copertura può essere effettuata:

« 1) *Sans limitation*:

a) En valeurs du Gouvernement Tunisien ou jouissant de sa garantie,

b) En titres d'emprunt ou obligations émis par les communes de Tunisie, par la Société Tunisienne de Banque ou par la Banque Nationale Agricole.

2) *Dans la proportion de 30 % au plus*:

En immeubles urbains bâtis situés dans les villes de Tunisie dont la liste sera dressée par le Secrétaire d'Etat aux Finances et au Commerce sous réserve que ces immeubles ne soient pas gravés de droits réels représentant plus de 20 % de leur valeur.

En prêt en première hypothèque sur la propriété urbaine bâtie en Tunisie et avec l'autorisation du Secrétaire d'Etat aux Finances et au Commerce sur tous les immeubles des hypothèque inscrite au premier rang sur un même immeuble puisse excéder 40 % de sa valeur estimative.

En actions ou obligations des sociétés immobilières agréées par le Secrétaire d'Etat aux Finances et au Commerce pour la gestion d'immeubles à usage principal d'habitation.

En valeurs inscrites à la cote officielle de l'Office Tunisien de Cotation des valeurs immobilières »

³⁹ Si ricorda che le banche tunisine sono tenute ad investire il 43 % delle loro risorse in: *Bons d'Equipement* (20 %), in titoli emessi dalla CNEL (5 %) e in effetti privati a medio termine (18 %).

TAB. N. 5

CAMPIONE RAPPRESENTATIVO DELLA STRUTTURA DELLE SOTTOSCRIZIONI

A) *Prestiti obbligazionari*

Categorie di sottoscrittori	Numero di sottoscrittori	Emissioni	
		Importi	%
Compagnie di assicurazione .	39	2.771.340	46,20
Società e enti pubblici . . .	14	1.590.000	26,50
Società private	73	1.278.470	21,30
Persone fisiche	152	360.190	6,00
Totale	278	6.000.000	100,00

Si tratta dei prestiti *B.D.E.T.* 1973-1974-1975; *S.T.B.* 1975 e *Cofitur* 1975.

B) *Bons d'Equipement (9^a, 10^a e 11^a tranche)*

Categorie di sottoscrittori	Importi	%
Banche	21.054.030	30,90
Assicurazioni	9.767.894	14,34
SMGPS (Société Mutualiste de Prevoyance sociale)	8.022.000	11,78
CNSS (Caisse Nationale de Sécurité sociale)	9.000.000	13,20
CNR (Caisse Nationale de Retraite)	6.000.000	8,80
Diversi	1.928.030	2,82
(Conversioni di buoni del tesoro)	12.369.000	18,16
Totale	68.140.954	100,00

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport quinquennal 1971-1975*, tab. 17 e 18, pp. 137 e 138.

Il disinteresse dei risparmiatori privati per i titoli a reddito fisso è dovuto sia ad una scarsa sensibilizzazione in materia finanziaria, sia, soprattutto, alle non sempre attraenti caratteristiche economico-tecniche dei valori mobiliari.

In proposito va fatto notare che gli emittenti, potendo confidare su formule di collocamento a fermo (presso alcuni intermediari finanziari) delle loro passività finanziarie, non sono incentivati ad offrire condizioni più allettanti o a differenziare le caratteristiche dei titoli. Basti pensare che i saggi di interesse effettivi riconosciuti ai sottoscrittori sono rimasti sostanzialmente invariati nel tempo e spesso non sono risultati affatto competitivi con

quelli di impieghi similari⁴⁰. A ciò si aggiunga che le possibilità di scelta risultano in pratica inesistenti poiché vengono effettuate mediamente soltanto una o due emissioni ogni anno.

Diversi, ma non meno gravi, sono i problemi del mercato azionario. I maggiori condizionamenti provengono dalla struttura del sistema economico tunisino, caratterizzata da una prevalenza di imprese di medie e piccole dimensioni, di tipo familiare⁴¹, le quali soddisfano il fabbisogno di mezzi propri soprattutto con l'autofinanziamento e, quando necessario, con apporti di capitale da parte dei vecchi soci. Difficilmente esse estendono l'offerta di nuove azioni ad una più ampia cerchia di risparmiatori. Anzi, per tutelarsi dal rischio connesso con l'ingresso di nuovi azionisti, la stragrande maggioranza delle società sottopone la cessione dei propri titoli all'assenso del consiglio di amministrazione (*clause d'agrément*) o si riserva un diritto di priorità nell'acquisto (*clause de préemption*).

L'eccessivo frazionamento della compagine sociale viene altresì evitato attraverso l'emissione di azioni di elevato valore nominale⁴².

È inoltre tipico di molte imprese, e connesso alle scelte sopra rilevate, seguire una politica di dividendi volta alla riten-

⁴⁰ Si confrontino, a titolo di esempio, i tassi di rendimento dei titoli di Stato nel 1975 e nel 1976 (cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport quinquennal 1971-75*, cit. tav. 47, pag. 76 e *Rapport d'activité 1976*, tab. 21, pag. 76) con i saggi di interesse corrisposti dalle banche nello stesso periodo sui conti a termine e sui buoni di cassa (cfr. BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, *Statistiques financières*, mai 1978, n. 48, tab. VII-6, pag. 52).

⁴¹ Da un'indagine effettuata in tempi recenti dal Servizio studi della borsa valori (cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport d'activité 1976*, cit., pagg. 95-107) risulta che, su un campione di 160 società anonime rappresentative dei vari settori economici, il 60 % delle società tunisine ha meno di 20 azionisti (il 40 % ne ha meno di 10) e solo il 18 % ha un capitale ripartito tra più di 100 soci (cfr. tab. 7a e 7b).

⁴² Si noti che la legge sulle società anonime prevede che il valore nominale minimo delle azioni sia pari a 5 dinari (art. 49 c.c.). Nulla stabilisce in merito al valore massimo, né, più grave, pone un limite minimo di capitale sociale per la costituzione di una società anonima, consentendo così l'esistenza di molte società di dimensioni irrisorie.

zione dei profitti piuttosto che alla loro distribuzione. Ciò, peraltro, è incoraggiato da alcune disposizioni fiscali che favoriscono gli aumenti di capitale per incorporazione di riserve. Ne deriva che in generale i dividendi corrisposti risultano esigui ed incostanti, e la remunerazione degli azionisti assume, per lo più, la forma di assegnazioni gratuite di azioni e di guadagni in conto capitale⁴³. Questo, naturalmente, contribuisce a tener lontani dal mercato tutti quei piccoli e medi risparmiatori che mirano ad ottenere un rendimento immediato e liquido piuttosto che la rivalutazione del capitale investito. Analoghi effetti sono spiegati dall'elevato valore nominale unitario di molte azioni, dalla mancanza di trasparenza nei rapporti tra azionista e società e dal regime fiscale che, nonostante le richieste e le proposte di modifica avanzate già in sede di studi preparatori la creazione della borsa valori, continua a condizionare fortemente gli investimenti azionari rispetto alle altre attività finanziarie⁴⁴.

A limitare l'afflusso di risparmio al mercato azionario intervengono poi altri fattori di natura esterna, quali: il basso livello dei redditi medi pro capite e il risparmio delle famiglie⁴⁵; l'ele-

⁴³ Ciò è confermato anche dai rendimenti delle azioni quotate nel *marché permanent*. Essi, nel periodo 1970-75, risultano in media costituiti per un 36 % da dividendi distribuiti e per il restante 64 % da guadagni in conto capitale (cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport quinquennal 1971-75*, tav. 48 e 49, pagg. 78 e 79).

⁴⁴ Si ricorda che i rendimenti azionari sono assoggettati ad una triplice tassazione: 1) *l'impôt sur les bénéfices des sociétés*; 2) *l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières* e 3) *la contribution personnelle d'Etat*.

Sono previsti, invero, alcuni sgravi fiscali quali: « *l'exonération de 50 % de la contribution personnelle d'Etat dans le limite de 30 % de revenu pour le particuliers investissant dans les valeurs fixées par arrêté du Ministre des Finances* » (cfr. *Loi n. 68-41 du 31 décembre 1968*), ma la loro concessione è sottoposta all'osservanza di condizioni eccessivamente limitative: blocco obbligatorio dei titoli acquistati per un periodo di 5 anni.

⁴⁵ Si noti: il 50 % della popolazione tunisina ha un reddito annuo inferiore a 100 dinari e il 32 % compreso tra 100 e 200 dinari. Soltanto il 17 % dispone di un reddito superiore a 200 dinari (dati riferiti al 1975) ed è quindi in grado di contribuire in misura significativa alla formazione del risparmio,

vata propensione dei ceti medio-superiori al consumo di beni di lusso e agli investimenti in attività immobiliari e commerciali; l'assenza di investitori istituzionali specializzati nella gestione fiduciaria di patrimoni mobiliari ⁴⁶.

Nessun ausilio allo sviluppo delle sottoscrizioni proviene dalle banche commerciali, le quali, pur potendo assumere partecipazioni nei limiti del 10 % dei fondi propri e per un massimo del 30 % del capitale della società partecipata, non sembra effettuino acquisti azionari di importi rilevanti ⁴⁷.

Per riassumere, il mercato primario dei titoli a reddito variabile appare poco sviluppato e scarsamente efficiente. Le emissioni si evolvono con elevata discontinuità, provengono in larga misura da imprese di dimensioni non elevate (cfr. tav. n. 6 *b*) e sono costituite per un 30 % da operazioni di costituzione di nuove società e per un 10 % da aumenti gratuiti di capitale (cfr. tav. n. 6 *a*, colonne 4, 5 e 6).

Come ben può comprendersi, un'alta aliquota dei titoli emessi finisce per classarsi stabilmente tra i gruppi di controllo e solo una piccola parte di essi resta disponibile per investimenti di portafoglio e per alimentare il mercato secondario.

mentre le prime due categorie non possono, probabilmente, sottrarre al consumo che una quota del tutto marginale delle loro disponibilità.

Complessivamente il risparmio delle famiglie non supera il 6 % dei redditi di tale aggregato (cfr. COMMISSION OD HOC BOURSE, *Note sur l'information et la sensibilisation du public à l'épargne valeurs*, Tunis, 27 juin 1976, pagg. 4-5 e 7).

⁴⁶ Gli unici organismi attualmente esistenti sono la *Société Financière et de Gestion* (SO.FI.GES), l'*Union Fiduciaire* e la *Tunisie Placement*. Le ultime due, tuttavia, al settembre del 1978 erano ancora in fase di costituzione e non operanti.

⁴⁷ Un ruolo maggiore è svolto invece dalla Banca Centrale la quale, nel 1976-77, ha accresciuto sensibilmente il proprio portafoglio titoli (pari a 16.188.000 dinari nel 1977) soprattutto attraverso l'assunzione di partecipazioni in alcune imprese pubbliche o a partecipazioni pubblica. In merito si veda: BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, *Rapport Annuel 1977*, pagg. 184-185 e pagg. 212-213.

TAB. N. 6a
EVOLUZIONE DELLE EMISSIONI DI AZIONI
(in dinari)

Anni	Costituzioni di società (A)	Aumenti di capitale			Totale emissioni di azioni (A + B)	Emissioni azionate Totale emissioni %
		Incorporazione di riserve	Compensazione di crediti	Apporti in danaro e in natura		
1970	2.353.200	(1.603.285)	(72.140)	(12.931.620)	16.960.245	55,79
1971	4.438.615	(1.901.670)	(15.280)	(19.589.920)	25.945.485	70,97
1972	3.849.889	(2.645.520)	(605.400)	(13.669.120)	20.769.929	51,50
1973	7.986.715	(1.786.918)	(237.610)	(8.030.937)	18.042.180	36,90
1974	6.805.860	(498.150)	(1.002.600)	(14.899.525)	23.206.135	58,45
1975	11.228.910	(2.711.200)	(130.000)	(17.916.025)	31.986.588	50,14
1976	22.580.470	(3.445.635)	(580.000)	(35.687.050)	62.293.155	55,60

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport d'Activité 1976*, tab. 3, 4 e 5, pp. 23, 25 e 28.

TAB. N. 5b

 RIPARTIZIONE DELLE EMISSIONI AZIONARIE
 PER CLASSI DI CAPITALI SOCIALI: 1970-1976

Classi di capitali sociali (in dinari)	Costituzioni di società		Aumenti di capitale		Totale delle emissioni	
	Numero	%	Numero	%	Numero	%
Fino a 5.000	42	7,3	13	2,3	55	4,9
da 5.001 a 50.000 . . .	275	48,1	208	37,6	483	42,9
da 50.001 a 100.000 . .	146	53,1	129	46,9	275	24,4
da 100.001 a 500.000 . .	93	16,3	152	27,4	245	21,7
da 500.001 a 1.000.000 .	12	2,1	29	5,2	41	3,6
da 1.000.001 a 2.000.000	3	0,5	15	2,7	18	1,6
Oltre 2.000.000	1	0,2	9	1,6	10	0,9
Totale	572	100,0	555	100,0	1.127	100,0

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport quinquennal 1971-75* (per gli anni 1970-75) e *Rapport d'activité 1976* (per il 1976).

Per quanto riguarda l'offerta di fondi, pur non disponendo di informazioni dirette, è possibile ricostruire la tipologia dei sottoscrittori dai risultati di alcune indagini sull'azionariato condotte dalla borsa valori⁴⁸ e da una società di gestione di portafoglio⁴⁹. Basandosi sulla struttura dei capitali sociali delle imprese censite in tali indagini, si può ragionevolmente ritenere che le sottoscrizioni abbiano una spiccata finalità di controllo e siano effettuate in prevalenza da persone giuridiche e in misura assai limitata da operatori individuali.

Dalle indagini sopra richiamate risulta infatti che l'86 % dei capitali sociali, di un campione abbastanza rappresentativo di società tunisine, è detenuto da persone giuridiche e il 14 % da persone fisiche. Di essi, inoltre, il 31 % appartiene a stranieri e solo il 12 % a privati tunisini (cfr. tab. 7 a)⁵⁰.

⁴⁸ Cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport d'activité 1976*, cit., pagg. 95-103.

⁴⁹ Cfr. COMMISSION OD HOC BOURSE, *Note sur l'information et la sensibilisation du public à l'épargne valeurs*, cit., pagg. 4-9.

⁵⁰ Dalla stessa tavola (seconda parte) emerge, altresì, che l'azionariato è assai concentrato: il 10 % degli azionisti possiede l'86 % dei capitali sociali,

TAB. N. 7a

STRUTTURA DEL CAPITALE DI UN CAMPIONE DI 267 SOCIETÀ ANONIME

Categoria di azionisti	Capitale		Azionisti	
	Importi	%	Effettivi	%
Persone giuridiche	114.803.643	86	1.458	10,0
— Pubbliche	34.800.170	26	87	0,7
— Para pubbliche	28.469.228	21,4	267	1,8
— Private tunisine	12.803.954	9,6	885	6,0
— Estere	38.730.341	29	219	1,5
Persone fisiche	18.493.696	14	13.053	90,0
— Tunisine	15.865.852	12	11.860	81,7
— Estere	2.627.844	2	1.193	8,3
Totale	133.297.389	100	14.512	100,0

TAB. N. 7b

STRUTTURA DELL'AZIONARIATO DI UN CAMPIONE DI 160 SOCIETÀ ANONIME

Numero di azionisti	Numero di società	In %
Fino a 10	62	40
da 11 a 20	38	23
da 21 a 50	19	12
da 51 a 100	12	7
da 101 a 500	21	13
da 501 e oltre	8	5
Totale	160	100

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport d'Activité 1976*, cit., tab. 3 e 4, p. 101.

In merito a quest'ultimo gruppo si nota che esso è costituito da individui di media età (44 anni), aventi un buon livello culturale e appartenenti a categorie socio-professionali medio-elevate⁵¹. Essi sono in grado di gestire attivamente un portafoglio titoli e sono interessati al fattore liquidità e al fattore ren-

⁵¹ Cfr. COMMISSION AD HOC BOURSE, *Note* ..., cit., pagg. 5-9. L'analisi citata evidenzia che il 67 % dei possessori di titoli azionari intervistati sono farmacisti, medici, commercianti ed industriali, il 15 % salariati e il 3 % agricoltori (pag. 9).

dimento in forma di guadagni in conto capitale e, secondariamente, di attribuzione di dividendi. Purtroppo questi operatori rappresentano un'esigua minoranza dei potenziali investitori, la maggior parte dei quali — per mancanza di informazioni e di conoscenze, ovvero per scelte rivolte ad altre attività finanziarie o reali — non effettua impieghi in valori azionari e mobiliari in genere.

In conclusione, il mercato mobiliare primario appare scarsamente organizzato, di dimensioni limitate, alimentato in prevalenza da risparmio istituzionale e carente sia di enti emittenti che di organismi specializzati nell'attività di collocamento titoli e di gestione fiduciaria. La sua capacità di mobilitare il risparmio delle famiglie è del tutto irrilevante e costituisce un obiettivo ampiamente inatteso. Altrettanto, anche se con aspetti di minore gravità, deve dirsi del suo contributo al finanziamento degli investimenti. Al riguardo si è ritenuto opportuno riportare il volume delle emissioni annue a quello degli investimenti, sia al fine di avere una stima quantitativa del fenomeno, sia di procedere ad eventuali raffronti con le altre nazioni africane dotate di una borsa valori⁵².

Dai dati così ottenuti, si desume che il rapporto tra gli investimenti e le emissioni complessive di valori mobiliari, oltre ad essere ben lontano dai valori riscontrabili nei paesi ad economia sviluppata, è abbastanza discontinuo e non presenta alcun accrescimento nel periodo successivo alla creazione della borsa valori (cfr. tab. 10). Anzi, in termini di emissioni azionarie, tale rapporto, dopo la crescita dall'11,0 % del 1970 al 14,3 % del 1971, subisce una continua flessione toccando la punta minima del 7,0 % nel 1974, per portarsi poi al 10,7 % nel 1976⁵³. In

⁵² Va subito precisato che detti raffronti hanno una validità assai limitata, se non del tutto nulla, per la scarsa attendibilità dei dati di cui si dispone e per le differenti caratteristiche strutturali delle economie di tali nazioni. Essi possono tuttavia fornire indicazioni che, per quanto limitate e poco significative, non potrebbero in altro modo ottenersi.

⁵³ È interessante notare — senza alcuna pretesa di raffronti scarsamente significativi per i motivi espressi nella nota precedente — che il rapporto tra

termini di emissioni obbligazionarie esso appare sempre più limitato e assai variabile (cfr. tab. 10). È questa una ulteriore riprova dell'esiguità e della discontinuità del mercato dei valori mobiliari in Tunisia.

3.2. *Il mercato secondario.*

Avendo già ampiamente illustrato nel paragrafo precedente i connotati del mercato mobiliare tunisino, in questa parte ci si limiterà ad apportare le necessarie integrazioni e a descrivere la evoluzione del mercato secondario.

Il primo rilievo riguarda la struttura del mercato permanente. All'atto dell'apertura della borsa valori i titoli ammessi alla quotazione erano complessivamente 24: 12 a reddito fisso e 12 a reddito variabile⁵⁴. A distanza di otto anni, grazie alla introduzione di nuove società e al passaggio dei *Bons d'Equipe-ment* dal mercato occasionale a quello permanente, essi sono saliti a 58, di cui 25 a reddito fisso e 33 a reddito variabile (cfr. tab. 8)⁵⁵.

le emissioni azionarie e gli investimenti risulta in Tunisia più elevato di quello riscontrabile in Italia: 9,1 % per la Tunisia e 6,8 % per l'Italia nel periodo 1971-75 (per le statistiche e le caratteristiche del mercato mobiliare italiano si veda: A. CALAMANTI, *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Ed. F. Angeli, Milano, 1978, in particolare tab. 5, pag. 28). Tale rapporto appare inoltre più alto di quello delle altre nazioni industrializzate, le quali si collocano, in una graduatoria di questo genere, al di sotto dei livelli riscontrabili in Italia (tra gli studi condotti sugli aspetti funzionali e dimensionali dei mercati mobiliari europei e anglosassoni, si ricordano: G. CARLI, *Intervento alla seduta della VI Commissione Finanze e Tesoro del Senato nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul funzionamento della borsa valori in Italia*, Roma, 20 febbraio 1975 e A. LAMFALUSSY, *Les marchés financiers en Europe*, Presses Universitaire de France, 1968).

⁵⁴ Durante il 1970 furono ammesse alle quotazioni altre 5 società.

⁵⁵ Da notare, in proposito, che le stime effettuate in sede di elaborazione degli studi preparatori la creazione della borsa valori, avevano riconosciuto, forse con eccessivo ottimismo, i requisiti di quotabilità a ben 63 società, mentre di fatto solo 12 di esse inaugurarono le negoziazioni (cfr. *Seminaire National sur l'épargne*, cit. pagg. 69-71 e annexes VIII, IX e X, pag. 96-101).

TAB. N. 8

STRUTTURA DEL MERCATO PERMANENTE

Anni	Titoli a reddito fisso			Titoli a reddito variabile		Totale
	Titoli di Stato	Bons d'Equipe-ment	Prestiti obbligazionari	Azioni	Diritti d'opzione	
1970	6	—	6	17	4	33
1978	4	9	12	33	9	67

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Bulletin Officiel*, numeri vari.

Nonostante questo aumento, il listino ufficiale rimane ancora esiguo e poco rappresentativo anche da un punto di vista settoriale⁵⁶. La possibilità di promuoverne un ampliamento risultano assai limitate per la carenza di imprese di ampie dimensioni e per la scarsa inclinazione del « management » a far abbandonare alle società il carattere di aziende familiari.

Tutto ciò, insieme a quanto osservato in merito ai condizionamenti provenienti dal mercato primario, si riflette in senso limitativo sul volume delle negoziazioni di borsa. Queste ultime, come può desumersi dalla tab. 9, si evolvono a livello aggregato, con estrema irregolarità, raggiungendo nel 1977 un valore quintuplo rispetto a quello del 1971. Di esse, tuttavia, una percentuale oscillante tra il 50 e il 75 % è costituita da operazioni di tipo particolare (ossia di importo unitario superiore a 50.000 dinari)⁵⁷ le quali rappresentano in linea di massima cessioni di portafogli o di pacchetti di maggioranza. Togliendo questa componente, chiaramente indicativa di una forte concentrazione dei valori mobiliari e di un assoluto prevalere di finalità di con-

⁵⁶ Il settore più rappresentativo è quello bancario: sono quotate 7 banche su 12 esistenti.

⁵⁷ BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS - Department Etudes et Analyses, *Brochure Statistique*, Mars 1978: le suddette percentuali sono state ricavate dal confronto tra il volume annuo delle « operations particulieres » di importo superiore a 50.000 dinari (pagg. 6-10) e il volume annuo delle transazioni complessive (pagg. 41-42).

TAB. N. 9
EVOLUZIONE DEL VOLUME ANNUALE DELLE TRANSAZIONI DI VALORI MOBILIARI
(in dinari)

	1971		1972		1973		1974		1975		1976		1977	
	Capitali	%	Capitali	%	Capitali	%	Capitali	%	Capitali	%	Capitali	%	Capitali	%
1) Volume delle transazioni														
Insiegnato del mercato														
Mercato Permanente	991.940	34,1	1.252.611	37,7	1.184.143	22,4	1.095.617	9,8	1.582.891	31,9	3.480.941	23,2	4.887.399	45,5
Mercato Occasionale	1.920.360	65,9	2.073.445	62,3	4.093.471	77,6	9.320.288	90,2	5.636.634	78,1	10.320.954	76,8	6.620.782	57,5
Totale	2.912.300	100,0	3.326.056	100,0	5.277.614	100,0	10.325.905	100,0	7.219.515	100,0	13.701.895	100,0	11.508.181	100,0
2) Ripartizione secondo la natura dei titoli														
2.1. * Marché Permanent *														
A reddito fisso	728.127	78,4	784.826	62,6	889.792	49,6	373.399	37,2	423.211	26,7	371.783	11,7	2.171.406	41,4
A reddito variabile	213.663	21,6	467.793	37,4	596.351	50,4	625.227	62,8	1.159.680	73,3	2.800.158	88,3	2.715.993	51,6
Totale	991.940	100,0	1.252.611	100,0	1.486.143	100,0	1.005.617	100,0	1.582.891	100,0	3.180.941	100,0	4.887.399	100,0
2.2. * Marché Occasionnel *														
A reddito fisso	35.813	1,8	79.060	3,8	179.926	4,4	2.356.716	25,3	234.956	4,1	281.732	2,7	184.912	1,8
A reddito variabile	1.884.547	98,2	1.994.385	96,2	3.913.545	95,6	6.963.572	74,7	5.403.668	95,9	10.320.222	97,5	6.435.850	97,2
Totale	1.920.360	100,0	2.073.445	100,0	4.093.471	100,0	9.320.288	100,0	5.816.624	100,0	10.320.954	100,0	6.620.782	100,0
3) Ripartizione secondo la nazionalità degli emittenti														
Tunisini	1.867.039	97,2	2.061.735	97,3	4.061.781	99,2	9.219.460	98,9	5.435.466	96,4	10.460.094	99,7	6.611.014	99,8
Stranieri	53.321	2,8	55.690	2,7	31.690	0,8	100.228	1,1	201.158	3,6	31.860	0,3	9.768	0,2
Totale	1.920.360	100,0	2.073.445	100,0	4.093.471	100,0	9.320.288	100,0	5.636.624	100,0	10.320.954	100,0	6.620.782	100,0
4) Ripartizione secondo la natura giuridica dei titoli														
A reddito fisso	814.150	28,0	863.876	26,0	767.718	14,0	2.730.106	26,0	656.167	9,0	653.515	5,0	2.356.338	20,0
A reddito variabile	2.098.150	72,0	2.462.180	74,0	4.509.896	86,0	7.595.799	74,0	6.563.348	91,0	13.048.380	95,0	9.151.843	80,0
Totale	2.912.300	100,0	3.326.056	100,0	5.277.614	100,0	10.325.905	100,0	7.219.515	100,0	13.701.895	100,0	11.508.181	100,0

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES - Département Etudes et Analyses, *Brochure Statistique* (Parts 4 - nostra elaborazione).

TAB. N. 10
CONTRIBUTO DEL MERCATO MOBILIARE PRIMARIO AL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI

Anni	Importi			Totale degli investimenti netti	Rapporti		
	Delle emissioni globali	Delle emissioni azionarie	Delle emissioni obbligazionarie		Emissioni complesive		Emissioni obbligazionarie
					Investimenti %	Investimenti %	
1970	30.398.490	16.960.245	13.438.245	154.300.000	19,7	11,0	8,7
1971	36.558.235	25.954.485	10.612.750	181.500.000	20,1	14,3	5,8
1972	40.322.479	20.769.929	19.552.550	228.600.000	17,6	9,1	8,5
1973	48.894.250	18.042.180	30.852.070	233.300.000	20,9	7,7	13,5
1974	39.696.015	23.206.135	16.489.880	332.000.000	11,9	7,0	4,9
1975	63.786.228	31.986.588	31.799.640	453.000.000	14,1	7,1	7,0
1976	112.021.475	62.293.155	49.728.320	580.000.000	19,3	10,7	8,6

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport d'Activité*, nostra elaborazione dati tabb. 2, 3, 6 di pp. 21, 23 e 28.

trollo, l'attività del mercato secondario si riduce a livelli pressoché insignificanti.

Ciò è confermato anche dal fatto che più del 10 % (medie 1971-77) delle operazioni di borsa ha come oggetto titoli non quotati e trattati solo occasionalmente (mercato occasionale). Le transazioni riguardanti il mercato permanente non superano il rimanente 30 %⁵⁸ e sono caratterizzate da un'elevata discontinuità e da un basso tasso di rigiro. Alcuni titoli non risultano affatto trattati per lunghi periodi⁵⁹ e, in media, su 100 titoli esistenti solo uno o due vengono scambiati nell'arco di un anno⁶⁰.

Inoltre il numero annuo delle transazioni per ciascun titolo permane, per la maggior parte dei settori, costantemente al di sotto di 18-20 unità e non supera nei migliori dei casi le 103 unità⁶¹.

⁵⁸ Si veda tab. 9, sezione 2.

⁵⁹ Ad esempio la *Morel et Livet* e la *Mine Usine* nel 1975 e nel 1976 non hanno fatto registrare alcuna transazione, così pure l'*Esso Standard Tunisie* e la *CTN* nel 1975 e alcune società del settore bancario che è il più vivace (l'*Union Bancaire pour le Commerce et l'Industrie* nel 1974).

⁶⁰ Si riportano qui di seguito i tassi di rigido medi annui (titoli negoziati/titoli esistenti) relativi alle azioni quotate nel mercato ufficiale:

TAB. N. 11

TASSO MEDIO DI ROTAZIONE DEI TITOLI A REDDITO VARIABILE

Anni	1971	1972	1973	1974	1975	1976
Tasso medio di rotazione . .	1%	1,9%	1,7%	2,2%	1,1%	1,6%

Fonte: BOURSE DES VALEURS MOBILIERES, *Rapport quinquennal 1971-75*, p. 59 e *Rapport d'Activité 1976*, p. 65.

Per i tassi di rotazione dei valori a reddito fisso, altrettanto bassi, si veda BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport quinquennal 1971-75*, cit., tab. 33, par. 61 e *Rapport d'Activité 1976*, tab. 14, pag. 66.

⁶¹ È questo il caso della *Banque pour le Développement Economique de la Tunisie* e similmente di altri titoli del settore bancario.

Per i valori a reddito fisso il numero delle transazioni si eleva ad un massimo di 380 (cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport*

In queste circostanze risulta assai difficile, se non impossibile, reperire una contropartita per effettuare un acquisto o una vendita ed i tempi di attesa sono, comunque, eccessivi. La discontinuità degli scambi fa sì, inoltre, che i corsi siano il più delle volte scarsamente rappresentativi. Il corso di un titolo trattato appena 20 volte su 104 sedute borsistiche non può infatti essere considerato in alcun modo significativo. Non sembra quindi azzardato ritenere che la borsa valori non riesce ancora ad assicurare la liquidità della ricchezza mobiliare e la formazione di quantità economiche segnaletiche.

Un'ultima osservazione va fatta in merito alla ripartizione delle negoziazioni secondo la natura giuridica dei titoli. Al riguardo si nota una netta prevalenza delle operazioni in titoli a reddito variabile (72 % nel 1971; 95 % nel 1976)⁶². Le esperienze dei due mercati sono però difformi.

Mentre nel « mercato occasionale » il comparto azionario accentra presso di sé circa il 97 % delle negoziazioni, in quello « permanente » l'obbligazionario occupa uno spazio molto più ampio; anzi, agli inizi, esso è risultato addirittura il settore più attivo (78 % nel 1971; 62 % nel 1972 e 50 % nel 1973)⁶³. Il fenomeno trova spiegazione nel fatto che quasi tutti i valori a reddito fisso sono quotati; ma è anche un'ulteriore riprova della esiguità del mercato azionario « permanente ».

Si deve segnalare infine che né la Banca centrale né gli emittenti o altri operatori intervengono sul mercato per sostenere i corsi o per vivacizzare le negoziazioni⁶⁴.

quinquennal 1971-75, tav. 34-35, pagg. 62-63 e *Rapport 1976*, tav. 14-15, pagg. 66-67).

⁶² Cfr. Tab. n. 9, sezione quarta.

⁶³ Cfr. Tab. n. 9, sezione seconda e terza.

⁶⁴ Da quanto è dato di conoscere, in genere, gli emittenti non attuano pratiche di stabilizzazione dei corsi dei loro titoli.

Fa eccezione una banca, la quale interviene a sostegno delle proprie azioni in modo informale. Essa, cioè, acquista sul mercato le proprie azioni per conto del personale, al quale applica un prezzo inferiore e pari al valore nominale del titolo, con la condizione che le azioni debbono essere detenute per un

In conclusione, la borsa valori di Tunisi risulta poco animata, caratterizzata da una scarsa mobilità dei capitali e da un ridotto volume di attività. Quest'ultima ha subito, nel periodo 1971-77, uno sviluppo abbastanza limitato e condizionato da fattori che appaiono difficilmente rimovibili nel breve-medio periodo. Ci si riferisce, segnatamente, alla esiguità del risparmio familiare, alla scarsa inclinazione degli operatori economici verso gli impieghi mobiliari, alla limitata disponibilità di titoli, all'indifferenziazione delle loro caratteristiche economico-tecniche, nonché alle modeste dimensioni di moltissime imprese e al loro carattere chiuso.

4. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE FUTURE

Nella prima parte di questo capitolo sono state analizzate le esperienze tunisine in tema di organizzazione e funzionamento del mercato mobiliare secondario. Ciò ha consentito, tra l'altro, di individuare i motivi che hanno indotto le autorità tunisine a creare di propria iniziativa, senza cioè essere sollecitate dagli operatori economici, una borsa valori. Tali motivi coincidono, probabilmente, con la necessità di moralizzare un mercato caduto nel caos, con il desiderio di liberarsi di strutture di origine colonialista e inadeguate all'economia tunisina, nonché con la volontà di dotare il sistema finanziario di una moderna istituzione volta a favorire il reperimento e la mobilità di capitali a prorata scadenza.

Non sembra, tuttavia, che esistessero le condizioni affinché la borsa valori potesse affermarsi e svilupparsi. Da un lato, il risparmio nazionale risultava eccessivamente basso e l'aggregato famiglie contribuiva alla sua formazione in misura molto modesta. Si poneva quindi un problema di promozione del risparmio e non tanto della sua trasformazione. Dall'altro lato, il si-

periodo non inferiore a 3 o 5 anni. Trascorso questo periodo il personale è libero di negoziare i titoli e di lucrare la differenza tra il valore nominale (prezzo corrisposto all'atto dell'acquisto) e il valore realizzato con la vendita.

stema economico-industriale non appariva dotato di imprese o di organismi in grado di mettere a disposizione del pubblico un ampio volume di titoli sufficientemente diversificati. Senza considerare poi altri aspetti negativi quali: l'elevata preferenza per la liquidità, la forte tesorerizzazione, la disaffezione per i valori mobiliari, la carenza di imprenditorialità ed altri.

A distanza di otto anni dalla creazione della borsa valori si può tentare di effettuare una valutazione dell'evoluzione intervenuta e dei risultati conseguiti.

Per quanto concerne il mercato primario si è osservato che, nonostante l'incremento, in verità modesto, delle emissioni, esso rimane circoscritto a pochi emittenti e alimentato da risparmio istituzionale, l'obbligazionario, e da capitali provenienti da ristretti gruppi di controllo, l'azionario. La sua organizzazione è precaria, nel senso che manca di organismi specializzati nella diffusione tra il pubblico dei valori mobiliari e, soprattutto, di una autorità dotata di un effettivo potere di coordinamento e di intervento. In breve, il contributo del mercato mobiliare primario alla mobilitazione del risparmio e al finanziamento degli investimenti è ancora modesto e incapace di favorire un ampliamento dell'attività della borsa valori.

Quest'ultima, grazie al divieto di effettuare cessioni dirette, fa registrare un volume complessivo di transazioni crescenti, ma incostanti. Si tratta però, in prevalenza, di operazioni « particolari », di importo unitario relativamente elevato e che contribuiscono ad accentuare la già ampia discontinuità delle negoziazioni. Si è quindi di fronte ad un mercato secondario povero di titoli e di operatori, scarsamente idoneo ad assicurare la liquidità dei capitali investiti e ad attrarre i piccoli e medi risparmiatori. Nonostante gli sforzi iniziali delle autorità tunisine e il successivo impegno degli organi di borsa, lo sviluppo del mercato mobiliare è stato, dunque, molto limitato e non ha consentito di raggiungere le finalità desiderate.

In un'ottica futura, appare opportuno suggerire una serie di misure capaci di migliorare l'attuale situazione.

In primo luogo si impone una revisione della normativa regolante la borsa valori, volta sia a migliorare la composizione e la funzionalità degli organi di borsa, sia a dotare gli stessi di poteri ben definiti, sia a chiarire il contenuto di alcune disposizioni, quali ad esempio il divieto di effettuare cessioni dirette (art. 3). Tra l'altro, si dovrebbe considerare l'eventualità di eliminare il limite (del 5 %) di variabilità dei corsi, attribuendo in alternativa alle autorità borsistiche la facoltà di sospendere le negoziazioni dei titoli per i quali si verificano oscillazioni nei prezzi dovute a fenomeni speculativi.

In secondo luogo, è indispensabile disciplinare in modo organico l'attività del mercato primario, affidando alle autorità monetarie la direzione ed il controllo dello stesso, da attuarsi mediante un attivo intervento anche in forma diretta ed esteso al mercato secondario.

Sempre in tema di normativa, è altresì necessario completare la legislazione sulle società anonime con una serie di disposizioni che regolino l'emissione di nuovi valori mobiliari⁶⁵, l'informativa degli azionisti e del pubblico in generale, i limiti minimi di capitale, i criteri di valutazione patrimoniale ed altri. Ovviamente si dovrà, nel contempo, stimolare le imprese a soddisfare una parte delle loro esigenze finanziarie con ricorso al mercato mobiliare piuttosto che con l'indebitamento bancario, ed indurre le stesse ad emettere titoli diversificati e rispondenti alle esigenze dei risparmiatori⁶⁶.

In terzo luogo occorre agire sul piano istituzionale promuovendo, anche con un iniziale sostegno da parte dello Stato, la formazione di organismi specializzati nell'attività di classamento titoli e nella gestione collettiva di patrimoni mobiliari⁶⁷.

⁶⁵ Attualmente la legge disciplina soltanto l'emissione di obbligazioni convertibili. Si pensi che le emissioni di obbligazioni ordinarie non sono affatto regolamentate.

⁶⁶ A tal fine si potrebbe utilizzare anche lo strumento fiscale, senza però creare o accentuare le distorsioni già in essere.

⁶⁷ Per questi ultimi si ricorda che esiste già una normativa sulle so-

In quarto luogo è auspicabile una progressiva sostituzione di agenti di cambio persone fisiche alle banche, affidando ad esse il ruolo di commissionari di borsa e di animatrici del mercato. Ruolo questo che potrebbe essere svolto (nel mercato obbligazionario) anche dalla Banca Centrale al fine di assicurare sia un ordinato sviluppo del mercato mobiliare, sia un controllo dei saggi di interesse finanziari.

Infine, è necessario risolvere in ogni modo il problema dell'informativa e modificare il regime fiscale gravante sui valori azionari in guisa da ottenere un trattamento maggiormente uniforme delle varie attività finanziarie.

Occorre tuttavia avvertire che le misure sopra proposte non non possono ottenere, di per sé, che effetti molto limitati ed apportare solo miglioramenti formali. Se, infatti, non si rimuovono gli ostacoli di fondo, il mercato mobiliare tunisino difficilmente potrà svincolarsi dalla situazione attuale.

In altri termini, se non si verifica, da un lato, un sostanziale aumento del risparmio privato unito ad una maggiore democratizzazione della ricchezza, e, dall'altro lato, uno sviluppo del sistema industriale che porti all'affermazione di imprese di ampie dimensioni ed aperte al pubblico⁶⁸, la domanda e l'offerta di titoli, sia azionari che obbligazionari, continueranno a rimanere su livelli molto bassi e incapaci di dar vita ad un attivo ed efficiente mercato mobiliare.

Come può ben comprendersi, si tratta di condizioni raggiungibili soltanto attraverso un equilibrato processo di sviluppo economico che consenta un ampliamento del sistema industriale e un incremento della ricchezza delle famiglie. Un processo sul quale si può influire con le proposte sopra avanzate, in misura molto limitata, specie in un paese in via di sviluppo.

cietà d'investimento e sulle SICAV (cfr. *Loi 59-29 du 28 février 1959; Décret n. 59-64 du 28 février 1959 e Loi n. 68-11 du 7 mai 1968*). La loro creazione è stata però sempre rinviata anche per le scarse possibilità di affermazione che esse avrebbero in un mercato mobiliare così esiguo.

⁶⁸ E, ovviamente, all'affermarsi di un nuovo stile di *management*.

3. IL MERCATO MOBILIARE E LA BORSA VALORI IN MAROCCO

1. LA GENESI DEL MERCATO MOBILIARE MAROCCHINO

Il Marocco è stato il primo paese africano francofono a dotarsi di una borsa valori, la cui creazione risale alla fine del 1967. Sebbene la genesi del mercato mobiliare marocchino sia simile a quella riscontrabile per la Tunisia, essa, oltre a risultare di più antica data, evidenzia l'esistenza di un fenomeno di maggiori dimensioni e di più elevata continuità.

Al fine di cogliere le possibili differenze intercorse tra le esperienze di detti paesi in merito all'organizzazione e al funzionamento del mercato mobiliare durante il regime coloniale, nonché di individuare gli eventuali riflessi sull'attività delle rispettive borse valori, è opportuno analizzare anche per il Marocco il periodo che ha preceduto la creazione di tale organismo.

Questo periodo può essere suddiviso in due fasi: 1929-1947 e 1948-1967.

1.1. *La costituzione e l'attività dell'Office de Compensation des Valeurs Mobilières (1929-1947).*

Prima dell'ottenimento dell'indipendenza la popolazione marocchina, come del resto quella degli altri paesi africani sottoposti a protettorato, risultava completamente emarginata dalle principali attività economiche e finanziarie, quasi tutte in mano agli stranieri. Identico fenomeno si verificava per i valori mobiliari rappresentativi di affari locali. Essi erano classati e circo-

lavano in prevalenza sul mercato francese, ove venivano altresì effettuate, salvo alcune eccezioni, le relative negoziazioni.

Solo a partire dal 1929, fermi restando gli aspetti di fondo brevemente richiamati, si assiste allla promozione di un embrione di mercato mobiliare secondario all'interno del Marocco. In tale anno, infatti, per iniziativa delle principali banche aventi sede a Casablanca venne creato l'*Office de Compensation des Valeurs Mobilières*¹.

A differenza delle *Chambres de Compensation* tunisine — le quali erano istituite presso le principali società emittenti ed accoglievano, ciascuna, le operazioni concernenti i propri titoli, con una conseguente segmentazione del mercato² — l'*Office de compensation* riguardava l'insieme dei titoli di società marocchine non quotate in una borsa valori estera. Esso assicurava pertanto una maggiore unitarietà al fenomeno in parola.

Quest'ultimo, tuttavia, si presentava come mera appendice di un mercato esterno con dimensioni alquanto ridotte. Gli scambi venivano effettuati una volta alla settimana per via di compensazione e, data l'assenza di un qualsiasi requisito di ufficialità, i corsi risultavano fissati in modo arbitrario dai portatori dei titoli.

Tratto comune alle due istituzioni restava comunque il fatto che esse soddisfacevano esclusivamente gli interessi degli stranieri, gli unici, o quasi, a detenere e negoziare valori mobiliari.

Si può quindi affermare fin d'ora che, nonostante la più antica origine, la più razionale ed unitaria organizzazione, l'*Office le Compensation* al pari delle *Chambres de Compensation* tunisine non abbia apportato alcun significativo contributo all'affermarsi di una tradizione borsistica in Marocco a causa della completa estraneità da esso della popolazione locale. Tale organismo

¹ Cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE CASABLANCA, *Bourse des Valeurs de Casablanca* 1967-1977, pag. 3.

² Cfr., cap. 2, parte seconda, par. 1.1.

ha costituito, piuttosto, un'eredità dell'epoca coloniale da riadattare alle nuove e diverse esigenze.

Ciò premesso, non resta che completare gli aspetti evolutivi della istituzione in esame senza dilungarsi in considerazioni già avanzate in proposito delle esperienze tunisine³ e che appaiono estensibili anche al Marocco.

Tornando all'*Office de Compensation* si osserva che la sua attività tende ad accrescersi progressivamente soprattutto durante il secondo conflitto mondiale. In tale periodo si verificò, infatti, un notevole afflusso di capitali europei in cerca di rifugio e un naturale sviluppo del sistema economico interno il quale si stava trasformando da artigianale in capitalistico. Da questi fenomeni derivò una forte crescita dei titoli in circolazione e un notevole impulso allo svilupparsi delle loro negoziazioni⁴.

La conseguente maggiore importanza assunta dall'*Office de Compensation* indusse le autorità centrali dell'epoca ad occuparsi di esso e a provvedere alla sua regolamentazione. In tal senso venne emanato nell'agosto del 1942 un primo decreto del Direttore delle Finanze, seguito da altri due decreti nell'aprile del 1943, con i quali si procedette alla sua ufficializzazione⁵. Questo atto costituì un ulteriore incentivo all'espansione dell'attività dell'*Office* e segnò l'inizio di un processo di riforma volto a migliorarne gli aspetti funzionali ed organizzativi, così da renderlo più coerente all'immagine di un mercato borsistico.

³ Si veda la parte riguardante la borsa valori di Tunisi.

⁴ Al riguardo non si dispone, purtroppo, di complete informazioni statistiche. Basterà, tuttavia, ricordare, come dato significativo, che il volume dei titoli scambiati passò da 10.0000 unità del 1939 a 2 milioni di unità nel 1948. (Cfr. BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Bulletin mensuel d'information* n. 1, pag. 3).

⁵ Cfr. PAUL DECROUX, *Les Sociétés en droit marocain*, Ed. La Porte, Rabat, 1978, pag. 313.

1.2. *La trasformazione dell'Office de Compensation in Office de Cotation des Valeurs Mobilières e le sue vicende (1948-1964).*

Il processo di riforma dianzi richiamato investì, in un primo momento, le strutture dell'organismo in parola e si concluse poi con la sua trasformazione in *Office de Cotation des Valeurs Mobilières* (Decreti del 13 giugno e dell'8 settembre 1948) e con l'attribuzione ad esso di personalità giuridica.

L'O.C.V.M. di Casablanca, del tutto simile ad una borsa valori, intratteneva sedute di quotazione tre volte alla settimana e a partire dal 1951 addirittura giornalmente, grazie al progressivo intensificarsi delle negoziazioni. Inoltre, nel 1949 vennero istituiti un *marché à la criée* per i titoli oggetto di continui scambi e un *marché hors cote* per gli altri; destinati entrambi a sostituire la prassi, fin lì seguita, delle transazioni per cessione diretta.

L'O.C.V.M. rivestì subito un'importanza notevole anche in virtù dell'esistenza di uno stretto collegamento con la borsa di Parigi, realizzato attraverso operazioni di arbitraggio⁶. La sua attività, come ben mostrano i dati parziali di cui si dispone (cfr. tab. I), si accrebbe incessantemente e fece registrare un volume vieppiù elevato di negoziazioni. Nessuna modificazione di rilievo si ebbe invece negli aspetti di fondo del fenomeno: il mercato era curato dalle banche, i principali attori continuavano ad essere gli stranieri, mentre la partecipazione dei locali permaneva su livelli del tutto irrisori.

Date queste caratteristiche è facile comprendere come le sorti di detta istituzione fossero sostanzialmente connesse agli interessi degli operatori esteri. Di fatto, allorché il Marocco ottenne l'indipendenza, l'esodo degli stranieri e dei relativi capitali ebbe riflessi immediati sul mercato dei valori mobiliari. L'attività dell'O.C.V.M. di Casablanca subì un crollo pressoché assoluto e al paese di esso non rimase che un'istituzione vuota e inadatta

⁶ Cfr. *Bourse des Valeurs de Casablanca 1967-1977*, cit., pag. 3.

tanto a risolvere gli imponenti problemi di ordine finanziario che si andavano manifestando, quanto a soddisfare le altre esigenze del sistema economico.

TAB. N. I

VOLUME DELLE NEGOZIAZIONI ANNUE DELL'O.C.V.M.

Anni	Importi (in migliaia di vecchi franchi)
1941	29.506
1942	124.456
1943	452.792
1944	755.000
1946	3.416.000
1955	5.800.000
1956	4.200.000
1957	2.400.000
1958	1.500.000

Fonte: BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Bulletin mensuel d'information*, n. 1, pp. 4 e 5.

L'*Office*, infatti, oltre ad essere ampiamente sottratto, in quanto gestito da banche, al controllo e all'influenza dei pubblici poteri, non offriva un contributo rilevante alla mobilitazione del risparmio sia perché si trattava di un mercato esclusivamente secondario, sia perché esso non esercitava alcuna attrazione sulla massa dei risparmiatori, a motivo della sua scarsa diffusione tra la popolazione marocchina.

2. LA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI DI CASABLANCA

Il problema che si poneva alle autorità centrali era dunque quello di riformare l'O.C.V.M. così da adattarlo alle nuove condizioni del paese. In pratica si trattava di attivare una vera e propria borsa valori. Ma prima di affrontare tale problema, occor-

reva risolvere il non facile quesito: se il contesto marocchino era in grado di accogliere e di permettere l'affermazione di siffatta istituzione e se i risultati ottenibili avrebbero compensato l'impegno necessario.

Poiché dagli operatori economici locali non proveniva alcuna sollecitazione in merito, le decisioni prese si basarono prevalentemente sulla constatazione che il risparmio appariva crescente in tutti i settori, che i capitali esteri, recuperata la fiducia nella nazione, tendevano a riaffluire verso di essa al manifestarsi della ripresa economica, e, infine, che occorreva attivare un mercato finanziario idoneo a consentire il soddisfacimento dell'elevato fabbisogno di capitali espresso dai centri d'investimento. Fu inoltre determinante al riguardo il convincimento, a quei tempi abbastanza radicato, che il sistema marocchino, cui si iniziava ad applicare lo strumento della programmazione economica, avesse dovuto dotarsi di talune istituzioni presenti in quei paesi dai quali si tentava di mutare esperienze e strategie di sviluppo.

Si giunge così all'emanazione, in data 14 ottobre 1967, di una legge con la quale venivano abrogate le norme relative all'O.C.V.M. e veniva istituita la borsa valori di Casablanca⁷. A completare il quadro giuridico intervennero poi un decreto disciplinante l'organizzazione ed il funzionamento della borsa⁸, nonché l'approvazione del suo regolamento interno⁹.

Alla nuova istituzione non vennero affidati formalmente altri compiti che quello implicito di assicurare la liquidità dei titoli nelle migliori condizioni di efficienza e di regolarità¹⁰. Molto

⁷ Cfr. *Décret royal n. 494-67 du 14 novembre 1967 portant loi relatif à la Bourse des Valeurs*.

⁸ Cfr. *Décret royal n. 495-67 du 15 novembre 1967 relatif à l'organisation et au fonctionnement de la Bourse des Valeurs*.

⁹ Cfr. *Arrêté du Ministre des Finances n. 555-68 du 19 septembre 1968 portant approbation du règlement intérieur de la Bourse des Valeurs*.

¹⁰ Non mancano, invero, dichiarazioni nelle quali si riconoscono alla borsa valori obiettivi ben più ampi (si veda ad esempio *BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, Note sur l'évolution de la bourse, 1973-1977*, pag. 1). Si tratta però di attribuzioni non previste da alcuna norma di legge o disposizione amministrativa.

realisticamente si è rifuggito dall'assegnare alla borsa funzioni che in genere non le competono o che difficilmente potrebbe esplicare, come è invece avvenuto in Tunisia¹¹ e in parte, ma con maggiore coordinamento, in Costa d'Avorio¹², dove di fatto ad essa fanno capo le più ampie attribuzioni in tema d'intero mercato mobiliare.

Anche in Marocco, in verità, ruolo precipuo della borsa valori è quello di favorire la raccolta di capitali da parte delle imprese. Si tratta però di un ruolo tipicamente demandato al mercato primario e al cui espletamento la borsa può contribuire in modo rilevante, in quanto struttura destinata ad accogliere e facilitare la circolazione dei valori di nuova emissione.

Al riguardo è opportuno rilevare che sia la normativa legale, sia le strutture organizzative del mercato primario non sembra siano state opportunamente enfatizzate. Quest'ultimo, infatti, come si dirà più avanti, risulta carente di organismi volti a favorire la diffusione e il collocamento dei nuovi titoli. La sua disciplina, inoltre, appare alquanto frammentaria e parziale. Le relative norme risalgono al periodo coloniale e, mentre per le emissioni obbligazionarie prevedono l'obbligo di una dichiarazione preventiva al Ministro delle Finanze, il quale viene così posto nelle condizioni di influire sulla data del collegamento e sul saggio di interesse riconosciuto ai sottoscrittori¹³, per quanto riguarda le emissioni pubbliche di azioni esse si limitano a stabilire l'obbligo della pubblicazione nel *bulletin officiel* di un avviso redatto secondo determinate modalità¹⁴. Il settore in parola appare quindi parzialmente svincolato da un controllo e da un coordinamento unitario, nonché da una possibile influenza del-

¹¹ Si considerino le osservazioni avanzate nel par. 2 del capitolo precedente.

¹² Cfr. parr. 2 e 3 del capitolo 1 parte II.

¹³ Cfr. *Dahir du 30 août 1946*. Si noti che le emissioni obbligazionarie degli istituti di credito debbono essere sottoposte alla preventiva autorizzazione ministeriale. Tutte le emissioni, inoltre, sono soggette all'obbligo della pubblicazione sul « Bulletin Officiel » (cfr. *Dahir du 11 août 1922*).

¹⁴ Cfr. *Dahir du 11 août 1922*.

le autorità monetarie. In altri termini, si nota tanto per il Marocco, quanto per le altre nazioni esaminate¹⁵, la mancanza di dovuta considerazione per il mercato primario, eccessivamente trascurato rispetto al secondario. Deficienze queste che andrebbero sollecitamente colmate.

È infine interessante rilevare che a differenza della Costa d'Avorio, alla istituenda borsa valori non si attribuisce alcun obiettivo di marocchinizzazione dell'attività economica, anche se di regola all'atto della introduzione di nuove società alla quotazione, le sottoscrizioni vengono riservate esclusivamente a persone fisiche marocchine. Le suddette finalità sono state perseguite con apposite norme di legge, emanate nel 1973, le quali fissavano come scadenza massima per la realizzazione di tale processo il 31 maggio 1974 per alcune attività e il 31 maggio 1975 per altre¹⁶. È probabile quindi che siano stati i provvedimenti del 1973 ad avere eventuali riflessi sull'attività della borsa valori, e non questa a fungere da strumento per promuovere la marocchinizzazione dell'attività economica.

2.1. *La struttura e l'organizzazione della borsa valori.*

La trasformazione dell'O.C.V.M. in borsa valori ha comportato sia una riorganizzazione funzionale e strutturale del nuovo istituto, sia l'attribuzione ad esso della qualifica di istituto pubblico dotato di personalità civile e di autonomia finanziaria.

Come tale, la borsa valori è sottoposta alla vigilanza del Ministro delle finanze il quale delega presso di essa un Commissario governativo incaricato di controllare la regolarità delle negoziazioni e l'applicazione dei regolamenti e dei provvedimenti emanati dalle autorità competenti. Il Commissario ha altresì fun-

¹⁵ Si vedano i due capitoli precedenti.

¹⁶ Cfr. *Dahir portant loi n. 1-73-210 du 2 mars 1973 relatif à l'exercice de certaines activités*; *Dahir portant loi n. 1-73-339 du 7 mai 1973 modifiant le Dahir portant loi n. 1-73-210 du 2 mars 1973* e *Décret n. 2-73-220 du 8 mai 1973 pris pour l'application du Dahir portant loi n. 1-73-210 du 2 mars 1973*.

zioni consultive, ha diritto di veto sulle decisioni relative alla ammissione (o radiazione) dei titoli alla quotazione e assiste alle riunioni degli organi collegiali di borsa¹⁷, assicurando per tale via l'esplicazione di un'effettiva vigilanza e controllo.

I restanti organi sui quali riposa l'organizzazione dell'istituzione in esame sono:

- 1) il Consiglio di amministrazione;
- 2) il Comitato tecnico;
- 3) il Direttore.

Il *Consiglio di amministrazione* si compone di dieci membri¹⁸, è presieduto da un rappresentante del Ministro delle finanze e si occupa dell'amministrazione della borsa valori. Tipicamente, ha attribuzioni relative all'approvazione del bilancio, all'elaborazione dello statuto del personale e all'acquisto o all'alienazione di beni immobili e di funzionamento di valore non irilevante.

Il *Comitato tecnico* ha i più ampi poteri in merito all'organizzazione e al funzionamento del mercato mobiliare, controlla e vigila sull'attività degli intermediari, sulla regolarità delle operazioni, sull'applicazione e sul rispetto delle norme e dei regolamenti di borsa. Esso ha inoltre limitate funzioni consultive nei confronti del Ministro delle finanze e decide circa l'ammissione e la sospensione dei titoli alle quotazioni ufficiali.

Riguardo al Comitato tecnico s'impone un rilievo critico circa la sua composizione, la quale non appare pienamente rappresentativa delle parti potenzialmente interessate all'attività

¹⁷ Per quanto concerne i poteri e i compiti del Commissario governativo si vedano: *Décret royal n. 494-67*, cit., art. 11; *Décret royal n. 496-67*, cit., art. 5 e *Arrêté du Ministre des Finances n. 555-68*, cit., artt. 3 e 5.

¹⁸ Tali membri rappresentano, rispettivamente, la banca centrale, la *Caisse de dépôt et de gestion*, la *Banque nationale pour le développement économique*, la *Société nationale d'investissement*, l'Associazione professionale delle banche, la Federazione delle compagnie di assicurazione, gli intermediari di borsa, la Federazione delle camere di commercio.

borsistica. Da tale organo — composto di un rappresentante della banca centrale, della S.N.I. (*Société Nationale d'Investissement*), dell'associazione professionale degli intermediari di borsa, della federazione marocchina delle compagnie di assicurazione e dell'associazione professionale delle banche — sono infatti esclusi i rappresentanti sia degli enti emittenti che degli enti investitori, cui, invece, si dovrebbe opportunamente consentire la partecipazione.

Passando, infine, al Direttore, si osserva che esso è incaricato della effettiva gestione della borsa valori, istruisce le pratiche relative alle richieste di ammissione alla quotazione e può svolgere su delega alcune funzioni proprie del Consiglio di amministrazione.

Un cenno particolare meritano gli intermediari di borsa, cui la legge riconosce un diritto di esclusiva su tutte le negoziazioni riguardanti i valori quotati o trattati in borsa e sulla registrazione (resa obbligatoria) delle cessioni dirette. Essi sono nominati con decreto del Ministro delle finanze su parere del Comitato tecnico od operano in regime di monopolio. Sono direttamente responsabili della regolarità delle operazioni che effettuano, non possono porsi come contropartita e, oltre alla regolare redazione dei libri contabili, debbono versare al Tesoro una cauzione in danaro o in titoli, la quale ha funzione di garanzia per tutti gli impegni da essi assunti.

Ciascun intermediario di borsa è tenuto ad aderire alla omonima associazione professionale e ad alimentare un fondo comune di garanzia, sussidiaria rispetto alla cauzione individuale.

In Marocco, la categoria in questione può essere formata sia da persone fisiche che da società. Le prime debbono presentare i seguenti requisiti: età superiore ai trent'anni, nazionalità marocchina e pieno godimento dei diritti civili. Le seconde si identificano esclusivamente con le banche e le società di *courtage*. Per queste ultime è stabilito che debbono: *a*) assumere la forma di società a responsabilità limitata o in accomandita semplice; *b*) avere un capitale sociale non inferiore ad un determinato am-

montare¹⁹ e c) svolgere soltanto attività di intermediazione in titoli nel mercato ufficiale²⁰.

Attualmente gli intermediari autorizzati ad operare presso la borsa di Casablanca sono 13 banche²¹ e una società di *courtage*, la SO.MA.CO.VAM (*Société Marocaine de Courtage en Valeurs Mobilières*), la quale, come si dirà più avanti, è stata creata dalla SNI al fine di svolgere direttamente la sua funzione di animatrice dell'attività borsistica.

Sono completamente assenti dalla categoria degli intermediari di borsa le persone fisiche. I motivi sono identici a quelli evidenziati nella parte relativa alla Tunisia²². Valgano anche qui le considerazioni avanzate in proposito di tale paese, con l'aggiunta che in Marocco gli organi di borsa hanno tentato di promuovere l'inserimento di persone fisiche in detta categoria, senza però ottenere alcun risultato.

2.2. Il funzionamento della borsa valori.

Seguendo la tradizione dell'O.C.V.M., la borsa di Casablanca intrattiene sedute di quotazione con frequenza giornaliera, esclusi il sabato e i giorni festivi. Le negoziazioni, sebbene la legge preveda la possibilità di istituire un mercato a termine, abrogando così le norme che fino al 1967 vietavano questo tipo di contratti, hanno luogo solo per contanti in quanto si tende ad evitare manovre speculative.

Sempre al fine di non dare spazio alla speculazione, è posto un limite massimo — pari al 5 % — alle oscillazioni dei corsi da una seduta alla successiva²³. Questo vincolo, come già osser-

¹⁹ Attualmente il capitale sociale minimo è di 50.000 dirhams.

²⁰ Per quanto concerne gli altri obblighi e diritti posti a carico degli intermediari di borsa si veda *Décret royal n. 494-67*, cit., artt. 14-27.

²¹ Alle banche che svolgevano attività di intermediazione presso l'OCVM è stata riconosciuta la qualifica di intermediari di borsa su semplice richiesta delle stesse (cfr. *Décret royal n. 494-67*, cit., art. 28).

²² Cfr. il capitolo precedente.

²³ Cfr. *Arrêté du Ministre des finances n. 555-68*, cit., art. 18.

vato per la Tunisia, può spiegare effetti limitativi sulla liquidabilità dei titoli e sulla continua rappresentatività delle quotazioni. Anche in questo caso appare quindi auspicabile, in guisa da attenuare l'eccessiva rigidità che ne discende, l'abolizione di un limite prestabilito alla variabilità dei corsi e, in alternativa, l'attribuzione alle autorità di borsa di un potere d'intervento discrezionale da esercitarsi in relazione alle effettive condizioni in cui vengono a versare, *pro tempore*, i singoli valori mobiliari e il mercato nel suo complesso²⁴.

Per quanto concerne la negoziabilità dei titoli, la creazione della borsa valori non ha comportato l'introduzione di alcun divieto alle cessioni dirette, per le quali, nella consapevolezza di non poter esercitare un effettivo controllo, è previsto solo l'obbligo della registrazione da effettuarsi tramite un agente di cambio.

Il maggior realismo che per taluni versi caratterizza la regolamentazione dell'attività borsistica in Marocco, rispetto alla Tunisia, trova conferma anche in una più articolata struttura del mercato secondario che meglio si presta a soddisfare le esigenze e i desideri dei vari operatori. Le negoziazioni trovano, infatti, attuazione, alternativamente, nei seguenti comparti:

- 1) *marché à la criée*;
- 2) *marché à l'opposition*;
- 3) *marché hors cote*;
- 4) *marché hors tout*;
- 5) *marché des cessions directes*.

Nel *marché à la criée* sono trattati tutti i titoli a reddito variabile — sostanzialmente le azioni e i diritti d'opzione — iscritti al listino ufficiale²⁵. Le negoziazioni avvengono con il sistema delle

²⁴ Questo potere, peraltro, è già esistente e riposa nella persona del Direttore della borsa che può intervenire nel caso di eccessive oscillazioni dei corsi per sospendere le negoziazioni dei titoli trattati alle grida e imporre la trattazione *par-boit*, di cui si dirà più avanti a proposito del *marché à l'opposition* (cfr. *Arrêté du Ministre des finances n. 555-68*, cit., art. 12).

²⁵ I titoli a reddito variabile di nuova introduzione alle quotazioni nelle

grida sulla base del corso di chiusura della seduta precedente e con i margini massimi di oscillazione d'anzi richiamati.

Il *marché à l'opposition* riguarda i titoli a reddito fisso e quelli a reddito variabile non negoziati alle grida. Il meccanismo è il seguente: ciascun intermediario trascrive gli ordini ricevuti in apposite *fichés*, compilate in duplice esemplare uno dei quali viene inserito nei contenitori predisposti ad accoglierle²⁶. Il personale di borsa, raccolte le *fiches*, provvede all'incrocio degli ordini i quali, come viene chiarito, « sont classés au mieux, puis à cours limité²⁷ en ordre décroissant pour les achats et choissant pour les ventes ... La cotation est assurée par le personnel de la Bourse, sous contrôle du directeur, le dernier cours pratiqué est pris comme base, il subit une variation en hausse, en fonction de « la position » des ordres. Le cours une fois établi, il est procédé à la répartition des titres offertes entre les intermédiaires au prorata de leurs demandes ou de leurs offres »²⁸.

Il *marché hors cote* è stato istituito per la trattazione dei valori non quotati ma scambiati con una certa continuità e ha la finalità di consentire la loro acclimatazione in vista di una successiva iscrizione al listino ufficiale.

Il *marché hors tout*, infine, riguarda tutti i restanti titoli (cioè quelli non quotati nei due suddetti mercati), e di particolare è stabilito che gli intermediari che si occupano delle relative contrattazioni debbono fornire al direttore della borsa la docu-

prime due sedute successive all'introduzione sono trattati solo per opposizione (cfr. *Arrêté n. 555-68*, cit., art. 9).

²⁶ Il secondo esemplare è trasmesso al direttore della borsa.

²⁷ Più avanti nel testo citato viene richiamato il concetto di ordine al meglio e di quello a corso limitato: « L'ordre au mieux est celui par lequel le donneur d'ordre ne fixe aucun cours pour l'exécution, achat ou vente; il est exécuté au premier cours qui suit sa réception.

L'ordre à cours limité est celui pour lequel le donneur d'ordre fixe le cours au dessous duquel il n'est pas acheteur et au-dessous duquel il n'est pas vendeur; lorsque le cours fixé est simplement atteint, l'exécution ne peut être exigée » (pag. 320).

²⁸ Cfr. PAUL DECROUX, cit., pag. 319.

mentazione necessaria a consentire l'individuazione del valore intrinseco dei titoli. Questa norma, quantunque utile ai fini della tutela degli operatori e della veridicità dei prezzi fatti, può risultare eccessivamente onerosa e disincentivamente lo sviluppo del comparto in parola.

È appena il caso di ricordare che, essendo consentite le negoziazioni private, le quali sono in genere connesse a trasferimenti di pacchetti di controllo o all'esistenza di rapporti tra le contropartite, il mercato secondario marocchino annovera al suo interno anche un settore delle *cessioni dirette*. Di esse si ha notizia grazie all'obbligo della registrazione in borsa e sembra che rivestano una importanza assai elevata sia in termini assoluti che relativi ²⁹.

A completamento di questa parte dedicata alla disamina degli aspetti tecnici è opportuno accennare brevemente alla disciplina relativa all'ammissione dei titoli alla quotazione. Questa ultima ha luogo di diritto per i titoli di Stato o garantiti dallo Stato e per le obbligazioni fondiarie. Per gli altri valori mobiliari, segnatamente quelli delle società, sull'introduzione al listino ufficiale si pronuncia il *Comitato di borsa* dietro esame di un dossier istruito dal direttore della borsa valori sulla base della documentazione che la società richiedente deve far pervenire ad esso.

Al riguardo è richiesta la presentazione, unitariamente alla domanda, di:

- a) una copia dello statuto e dei bilanci, nonché delle relazioni sociali relative agli ultimi tre esercizi;
- b) una nota informativa sulla società e sulla evoluzione passata e prevista della sua attività;
- c) una lista degli amministratori, degli azionisti e dell'attuale ripartizione del capitale sociale;
- d) una serie di altri documenti.

²⁹ Cfr. *infra*, par. 3.2.

La società, inoltre, deve impegnarsi a mettere a disposizione del pubblico un volume di azioni almeno pari al 20 % del capitale sociale³⁰ e a concordare il prezzo iniziale di cessione con gli organi di borsa. È appena il caso di ricordare che la sottoscrizione iniziale è riservata esclusivamente a persone fisiche marocchine con un limite quantitativo *pro-capite* e che le prime due negoziazioni successive all'introduzione alla quotazione vengono effettuate per opposizione.

Si tratta, in effetti, di una normativa simile a quella vigente in altri paesi; l'unica particolarità risiede nel fatto che le autorità di borsa, nel concordare con la società il prezzo di offerta al pubblico dei titoli, tendono a far sì che esso sia fissato su livelli lievemente inferiori al valore effettivo, in guisa da incoraggiare la diffusione degli stessi. Questa prassi, tuttavia, non manca di suscitare effetti indesiderati e di creare una serie di problemi di cui si parlerà più avanti nel testo.

3. L'EVOLUZIONE DEL MERCATO MOBILIARE SUCCESSIVAMENTE ALLA CREAZIONE DELLA BORSA VALORI

Descritte le origini e gli aspetti istituzionali della borsa valori di Casablanca, non resta che esaminare le vicende di tale organismo nel decennio successivo alla sua creazione.

Onde inquadrare il fenomeno nel suo più generale contesto, in questa parte ci si occuperà, dapprima, della struttura e dell'evoluzione del mercato mobiliare primario; si passerà poi a considerare l'attività del mercato secondario e i risultati ottenuti con l'istituzione della borsa valori. L'analisi avrà un contenuto prevalentemente qualitativo in quanto, non disponendo di adeguate informazioni statistiche, risulta difficile effettuare una soddisfacente verifica empirica. Il problema, assume, tuttavia, una limitata rilevanza in virtù del fatto che i fenomeni investigati

³⁰ È possibile che con l'accordo del comitato di borsa si possa fissare una percentuale inferiore.

presentano caratteristiche sufficientemente delineate da non necessitare di una puntuale riprova quantitativa.

3.1. *Il mercato primario.*

Il mercato mobiliare marocchino, rispetto a quello degli altri paesi africani francofoni dotati di una borsa valori, presenta una struttura maggiormente diversificata nel senso che il comparto obbligazionario, nonostante abbia dimensioni assai più limitate dell'azionario, appare più sviluppato che altrove.

Si tratta, però, di una differenza soprattutto formale e riguardante quasi esclusivamente il settore primario, in quanto sia l'offerta che la domanda di titoli a reddito fisso risultano ampiamente istituzionalizzate e costituiscono una sorta di circuito finanziario privilegiato.

In effetto, se si prescinde dalle più ampie dimensioni relative, le caratteristiche del mercato obbligazionario marocchino non sono affatto dissimili da quelle osservabili in Tunisia e in Costa d'Avorio. Le emissioni trovano classamento presso gli investitori istituzionali e provengono dallo Stato e, in misura minore, da alcuni organismi finanziari semipubblici; sono del tutto assenti, fatta eccezione per due soli casi, le imprese non finanziarie.

Per quanto concerne la domanda di fondi si nota, infatti, che accanto allo Stato, il quale emette sia titoli a medio che a lungo termine³¹, operano con discontinuità i seguenti organismi: 1) il *Crédit Immobilier et Hôtelier* (istituto che finanzia il settore immobiliare e turistico); 2) la *Compagnie Générale Immobilière* (impresa pubblica esercente attività immobiliare ed edilizia); 3) la *Banque Nationale pour le Développement Economique* (la quale finanzia, tra l'altro, la creazione di piccole imprese); 4) la *Caisse Nationale de Crédit Agricole* (istituto semipubblico che finanzia il settore agrario); 5) l'*Office National de l'Électricité*

³¹ Oltre, naturalmente, ai titoli a breve qui non considerati, i quali vengono sottoscritti dalle banche.

(ente pubblico dedito alla produzione dell'energia elettrica); e tre imprese: 6) la *Céllolose du Maroc*; 7) la *Société Minière et Métallurgique* e la *Société Marocaine de distribution d'Eau de Gaz et d'électricité*. Le emissioni di queste ultime sono state, tuttavia, assai sporadiche e alcune risalgono a diversi anni fa³².

Le imprese, dunque, anche in Marocco non utilizzano lo strumento finanziario in questione, preferendo ricorrere al credito bancario e degli altri intermediari finanziari. I motivi sono di duplice ordine e in parte interagenti. Da un lato si identificano con uno scarso sviluppo delle tecniche di gestione finanziaria, dovuto sia a fattori interni aziendali, sia a fattori esterni od istituzionali. Dall'altro lato, essi risiedono nella mancanza di un adeguato quadro normativo, nell'assenza di organismi volti a facilitare il collocamento dei valori mobiliari e nel più facile accesso al credito indiretto.

Per quanto riguarda il primo punto, va evidenziato che la legislazione societaria marocchina risulta alquanto lacunosa: oltre ad essere incompleta nel regolamentare gli aspetti connessi al mercato primario, essa trascura di disciplinare alcune categorie di titoli, quali le obbligazioni convertibili. Per queste ultime, tuttavia, sembra che presso il ministero delle finanze sia allo studio un decreto legge volto a consentire ed incentivare l'emissione, da parte delle imprese, di obbligazioni convertibili ed ordinarie.

In merito al secondo punto, si è già osservato che il sistema finanziario del paese in esame è sprovvisto di intermediari

³² Si deve inoltre ricordare che in tempi passati sono state effettuate anche delle emissioni di obbligazioni indicizzate. Si è trattato, comunque, di esperienze limitate a soli tre prestiti: 1) le *Parts de production de l'Energie Electrique du Maroc*, a saggio di interesse e quota capitale indicizzati al prezzo medio di un Kwh di energia); 2) il prestito obbligazionario della società *Auto-Marocaine*, emesso nel 1952 e indicizzato alle variazioni dei prezzi all'ingrosso di alcuni prodotti; 3) un prestito obbligazionario pubblico emesso nel 1952 al saggio di interesse del 4,50 % e indicizzato, per la quota capitale, al corso delle monete d'oro da 20 franchi quotate sul mercato libero di Parigi che hanno coinvolto pochissimi operatori in quanto collocate esclusivamente presso alcuni investitori istituzionali (cfr. P. DECROUX, *op. cit.*, pag. 208).

specializzati nella diffusione dei valori mobiliari e che le banche non si adoperano, né sono sufficientemente stimolate a colmare tale lacuna. Di fatto, in occasione delle emissioni non si assiste mai alla formazione di consorzi di collocamento e, mentre il clasamento dei prestiti pubblici è curato dalla banca centrale, quello degli altri emittenti — vale a dire degli organismi semipubblici sopra richiamati — viene affidato alla *Caisse de Dépôt et de Gestion*³³. Hanno fatto eccezione a tale prassi solo il prestito della *Banque de Développement Economique* nel 1972 e del *Crédit Immobilier et Hôtelier* nel 1974, classati direttamente dai rispettivi emittenti.

Questo stato di cose, dovuto tra l'altro ad una passiva accettazione del carattere istituzionale della domanda di titoli, condiziona fortemente sia il ricorso delle imprese private al mercato mobiliare, sia la partecipazione di una larga moltitudine di sottoscrittori. Una riprova del secondo tipo di condizionamenti potrebbe essere ravvisata nel notevole successo ottenuto dal prestito del Sahara, lanciato nel 1976 per finanziare lo sviluppo delle omonime regioni³⁴. Per la prima volta un'emissione di obbligazioni è stata pubblicizzata e la raccolta delle relative sottoscrizioni è stata demandata, oltre che al Tesoro, alle banche e ad altri intermediari finanziari. Gli effetti, grazie anche allo spirito, di solidarietà nazionale suscitato dalle finalità del prestito, hanno premiato ogni aspettativa. Le domande di sottoscrizione sono risultate superiori all'importo totale dell'emissione e la diffusione dei titoli tra gli investitori individuali e i piccoli risparmiatori ha raggiunto un elevato grado di capillarità.

Ma al di fuori di questa esperienza, le caratteristiche strutturali e funzionali del mercato obbligazionario non hanno subito alcun mutamento. I risparmiatori privati difficilmente acquistano obbligazioni, preferendo, anche a motivo dell'elevato saggio di in-

³³ Sulla natura della C.D.G. ci si soffermerà più oltre.

³⁴ In merito alle condizioni di tale prestito si veda: *BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, Note sur la cotation éventuelle de l'Emprunt National du Sahara au marché boursier* (dattiloscritto).

TAB. N. 2
EMISSIONI LORDE DI VALORI MOBILIARI
(in milioni di Dirhams)

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Titoli di Stato a 5 anni	44	84	24	68	40	46	69
Obbligazioni e titoli di Stato a medio termine .	84	123	153	97	227	1.222	405
(di cui: obbligazioni a 15 anni)	(45)	(90)	(107)	(35)	(150)	(1.125)	(271)
Emissioni semi-pubbliche garantite dallo Stato .	59	30	135	218	230	185	270
(1) Totale emissioni di titoli a reddito fisso . .	187	237	312	383	497	1.453	744
(2) Emissioni di società (*)	277	356	481	974	1.050	773	1.493
di cui:							
(Aumenti di capitale) (A)	(188)	(277)	(332)	(725)	(802)	(575)	(886)
(Costituzioni di società) (B)	(89)	(79)	(149)	(249)	(248)	(198)	(607)
(Aumento lordo di capitale) (A + B) = (2) . .	(277)	(356)	(481)	(974)	(1.050)	(773)	(1.493)
(Riduzione di capitale) (C)	(- 45)	(- 59)	(- 64)	(- 86)	(- 45)	(- 85)	(- 71)
Aumento netto di capitale) (A + B - C) . .	(232)	(297)	(417)	(888)	(1.005)	(688)	(1.422)
(1) + (2) = Emissioni complessive	464	593	793	1.357	1.547	2.226	2.237
Tasso di incremento annuo	- 30,5	+ 27,8	+ 33,7	+ 71,1	+ 14,0	+ 43,9	+ 0,5

(*) Comprese le costituzioni di nuove società e gli aumenti di capitale che non hanno dato luogo alla creazione di valori mobiliari.

Fonte: BANQUE DU MAROC, *Rapport pour l'exercice 1975* (pp. 125-126) e *1977* (pp. 117 e 119).

frazione e del basso rendimento dei titoli a reddito fisso³⁵, investire in depositi, in beni immobili, ovvero in azioni a scopo speculativo³⁶.

La domanda di titoli, come più volte sottolineato, continua dunque ad essere limitata alla categoria, peraltro poco sviluppata e diversificata, degli investitori istituzionali. Essa, inoltre, risulta ampiamente sollecitata e proviene dalle compagnie di assicurazione e in via residuale dalla C.D.G.

Le prime investono in valori mobiliari, sia volontariamente, sia soprattutto obbligatoriamente, un'elevata aliquota delle loro riserve tecniche³⁷ e, sebbene i dati disponibili si riferiscano alle sole consistenze di portafoglio (cfr. tab. 3), da essi si può facilmente desumere come il sostegno apportato dalle imprese di assicurazione al mercato del reddito fisso sia rilevante e in ogni certo senso continuo³⁸. Si noti che agli impieghi in titoli effettuati direttamente da ciascuna compagnia si debbono aggiungere onde conoscere il complessivo apporto degli intermediari in questione, anche quelli operanti dalla *Société de Réassurance* in corrispondenza delle somme ricevute per riassicurazione³⁹.

³⁵ Si noti che il differenziale tra il rendimento medio delle obbligazioni (6,50 % circa) e i saggi d'interesse corrisposti sui depositi bancari vincolati è pressoché nullo per le scadenze comprese tra i 6 e i 12 mesi ed è addirittura negativo per quelle superiori ad un anno. La nuova rosa dei tassi passivi bancari, imposta dalle autorità monetarie nel 1978 allo scopo di incoraggiare la formazione del risparmio impone infatti le seguenti remunerazioni: 3 % per vincoli da 1 a 3 mesi; 4,50 % da 3 a 6 mesi; 6 % da 6 a 12 mesi; 7 % da 12 a 18 mesi; 8 % da 18 a 24 mesi. Oltre i 24 mesi il tasso è libero.

³⁶ Sull'argomento si tornerà più avanti per maggiori dettagli.

³⁷ Per la disciplina che regola gli impieghi delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione si veda: *Arrêté du Directeur des Finances du 3 décembre 1941*, modificato dai seguenti *Arrêts*: *Arr. del 28 ottobre 1949*, *del 14 agosto 1951*, *del 30 dicembre 1954*, *del 18 aprile 1958*, *del 3 marzo 1959*, *del 16 giugno 1961*, *del 29 luglio 1964* e *del 24 marzo 1965*.

³⁸ Maggiori dettagli circa l'intervento delle compagnie di assicurazione nel mercato mobiliare sono forniti da: MINISTÈRE DES FINANCES, *Compte-rendu de l'activité des entreprises d'assurances et de réassurances*, Rabat, annate varie a partire dal 1970.

³⁹ Essi corrispondono, all'incirca, al 6 % degli importi che appaiono sotto la voce crediti verso la S.C.R. nella tab. 3.

TAB. N. 3
INVESTIMENTI DELLE RISERVE TECNICHE DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE
(valori in milioni di Dirhams)

Tipi di investimento	1967 %	1968 %	1969 %	1970 %	1971 %
A) Valori ammessi senza limitazioni:					
Titoli di Stato a lungo termine				295	28,75
Bons d'équipement e titoli a medio termine				142	13,84
Buoni del Tesoro				49	4,77
Titoli di enti pubblici e di società concessionarie				80	7,80
Obbligazioni del Credit Immobilier et Hôtelier				21	2,05
Titoli garantiti dallo Stato				21	2,05
Valori diversi				(0,02)	—
Crediti verso la Société Centrale de Réassurance				54	5,26
Vari				9	0,88
Società in liquidazione				—	—
Totale (A)	481	57	537	671	62,75
B) Valori ammessi con limitazioni:					
Immobili	(76)	(72)	(68)	82	7,99
Titoli quotati	NC	NC	NC	—	—
Contanti	NC	NC	NC	273	26,61
Vari	NC	NC	NC	—	—
Società in liquidazione	NC	NC	NC	—	—
Totale (B)	365	43	398	355	34,60
Totale generale (A) + (B)	846	100	935	1.026	100

Fonte: MINISTÈRE DES FINANCES, *Compte-rendu de l'activité des entreprises d'assurances et de réassurances, vari anni* (per i dati relativi al 1970-75) e informazioni fornite direttamente dal Ministero (per il 1967, 1968, 1969 e 1970).

(a) Inclusa la quota relativa agli impieghi della categoria B)

NC = Non conosciuto.

Segue: TAB. N. 3
INVESTIMENTI DELLE RISERVE TECNICHE DELLE COMPAGNIE DI ASSICURAZIONE
(valori in milioni di Dirhams)

Tipi di investimento	1972 %	1973 %	1974 %	1975 %	1976 %				
A) Valori ammessi senza limitazioni:									
Titoli di Stato a lungo termine	349	28,01	337	23,90	312	21,32	352	20,69	451
Bons d'équipement e titoli a medio termine	107	8,59	105	7,48	64	4,37	45	2,67	17
Buoni del Tesoro	43	3,45	15	1,08	39	2,66	24	1,46	20
Titoli di Enti pubblici e di società concessionarie	67	5,38	44	3,15	53	3,64	40	2,35	39
Obbligazioni del Credit immobilier									
Hôtelier	19	1,52	33	2,36	62	4,30	129	7,58	121
Titoli garantiti dallo Stato	27	2,17	66	4,69	131	8,95	131	7,69	161
Valori diversi	—	—	—	—	(0,55)	(0,04)	—	—	—
Crediti verso la Société Centrale de Réassurance									
Vari	74	5,94	89	6,32	107	7,29	169	9,94	145
Società in liquidazione	18	1,44	3	0,18	8	0,54	10	0,60	NC
Totale (A)	821	65,89	751	53,36	823	56,28	934	54,97	NC
B) Valori ammessi con limitazioni:									
Immobili	91	7,30	104	7,36	128	8,72	144	8,44	NC
Titoli quotati	167	11,88	167	11,88	127	8,69	160	9,42	NC
Contanti	334	26,81	161	11,44	190	12,98	241	14,21	NC
Vari	44	3,16	44	3,16	35	2,42	46	2,70	NC
Società in liquidazione	425	34,11	656	46,64	640	43,72	766	45,03	NC
Totale (B)	1.246	100	1.407	100	1.463	100	1.700	100	NC
Totale generale (A) + (B)									

Fonte: MINISTRE DES FINANCES, *Compte-rendu de l'activité des entreprises d'assurances, vari anni* (per i dati relativi al 1970-75) e informazioni fornite direttamente dal Ministero (per il 1967, 1968, 1969 e 1970).

(a) Includa la quota relativa agli impieghi della categoria B).

NC = Non conosciuto.

Fonte: MINISTRE DES FINANCES, *Compte-rendu de l'activité des entreprises d'assurances et de réassurances, vari anni* (per i dati relativi al 1970-75) e informazioni fornite direttamente dal Ministero (per il 1967, 1968, 1969 e 1976).

(a) Inclusa la quota relativa agli impieghi della categoria B).

NC = Non conosciuto.

Un ruolo ancor più importante ed essenziale è svolto dalla *Caisse de Dépôt et de Gestion*, organismo finanziario pubblico cui è assegnata l'amministrazione e la gestione dei fondi raccolti dalla *Caisse Nationale d'Epargne*, di una serie di depositi cauzionali, nonché dei valori e dei fondi di cassa di alcuni enti⁴⁰. Tale organismo assume sovente la veste di sottoscrittore residuale e interviene attivamente nel mercato mobiliare investendo in titoli un buon 50 % delle somme ricevute in deposito. Detti impieghi riguardano in misura prevalente i valori a reddito fisso e trovano attuazione sia nel mercato primario, attraverso la sottoscrizione di un'aliquota oscillante tra il 20 e il 47 % delle emissioni lorde (si veda tab. 4), sia nel secondario, dove la C.D.G. svolge un'azione tendente ad armonizzare le correnti di domanda e di offerta⁴¹.

Per dovere di completezza, tra gli investitori occorre annoverare anche le banche e la *Société Nationale d'Investissement* (SNI). Il volume di acquisti da esse sviluppato è però molto contenuto in quanto, mentre le prime limitano la loro azione prevalentemente nell'ambito del credito ordinario, la SNI, come si dirà, concentra la sua attività nel comparto azionario e solo occasionalmente opera in obbligazioni.

Un rilievo va infine avanzato in merito alle emissioni complessive di titoli a reddito fisso. Poiché i dati di cui si dispone sono riferiti alle emissioni lorde (cfr. tab. 2), non è possibile, non conoscendo il flusso dei rimborsi, effettuare considerazioni significative né tanto meno, desumere quale sia il volume netto delle risorse finanziarie annualmente intermedie dal mercato obbligazionario. Ci si limiterà quindi ad osservare che nel periodo

⁴⁰ Per quanto concerne le funzioni della C.D.G. e l'attività di intermediazione da essa svolta soprattutto nell'ambito degli enti pubblici locali, si vedano: *Dahir* n. 1-59-074 del 10 février 1959 e *Dahir* n. 1-59-420 del 6 février 1960.

⁴¹ Sui modi e sulle finalità d'intervento della C.D.G. nel mercato mobiliare, si vedano CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION, *Exercice* 1973, pag. 41, *Exercice* 1974, pagg. 28-31, *Exercice* 1975, pagg. 33-37, *Exercice* 1976, pagg. 40-48.

1971-1977, le emissioni in termini nominali fanno registrare, ancorché con discontinuità, un sensibile aumento, quadruplicandosi nell'arco di sei anni e raggiungendo nel 1976, con il collocamento del prestito del Sahara, un livello del tutto eccezionale. Tenuto conto del deprezzamento della moneta ⁴², lo sviluppo delle emissioni risulta, tuttavia, molto più contenuto e pressoché dimezzato. Il mercato in esame resta quindi caratterizzato da esigue dimensioni, scarsa articolazione e limitate prospettive di sviluppo.

Passando a considerare il comparto azionario, è opportuno iniziare con alcuni cenni circa la domanda di fondi e la relativa composizione. A livello aggregato, le emissioni azionarie presentano un discreto trend di sviluppo, il quale subisce una battuta d'arresto soltanto nel 1976 (si veda tab. 2), anno in cui si verifica una netta flessione, determinata dal massiccio drenaggio di liquidità connesso alla sottoscrizione del prestito del Sahara ⁴³.

Esse provengono, per un terzo circa da costituzioni di nuove società e per i restanti due terzi da aumenti di capitale, una parte dei quali, a volte elevata, fa capo ad imprese quotate ⁴⁴. Al riguardo si è propensi a ritenere che la creazione della borsa valori abbia stimolato sensibilmente l'offerta di nuovi titoli, soprattutto a partire dal 1973 ⁴⁵. Quest'ultima, secondo un parere diffuso, risulta comunque inadeguata a soddisfare il potenziale di assorbimento del mercato e a promuoverne un ampliamento ⁴⁶. In effetto, se si considera che la quota relativa alla costituzione

⁴² La perdita di potere d'acquisto della moneta marocchina, nel periodo considerato è stata infatti dell'ordine del 60 % circa (cfr. INTERNATIONAL MONETARY FUND, *International Statistics Yearbooks*, Washington D.C., 1969, 685-686).

⁴³ In termini reali lo sviluppo delle emissioni azionarie, similmente a quanto osservato per le obbligazionarie, di fatto è molto più contenuto.

⁴⁴ Cfr. SOCIÉTÉ NATIONALE D'INVESTISSEMENT, *Exercice 1974*, pag. 4, *Exercice 1975*, pag. 10, *Exercice 1976*, pag. 11 e *Exercice 1977*, pag. 14.

⁴⁵ Ciò è attribuibile in particolare, all'attuazione del piano quinquennale 1973-1977 e all'azione della SNI (cfr. BOURSES DES VALEURS DE CASABLANCA, *Evolution du marché financier durant les années 1973-1977* (dattiloscritto), pagg. 5-6).

⁴⁶ Cfr. BOURSES DES VALEURS DE CASABLANCA, *op. cit.*, pag. 19.

TAB. N. 4
LE OPERAZIONI IN VALORI MOBILIARI DELLA CAISSE DE DEPOT ET DE GESTION
(in milioni di Dirhams)

Operazioni	1972	1973	1974	1975	1976	1977
1) Valori a reddito fisso:						
— sottoscrizioni titoli di Stato a 15 anni e Buoni del Tesoro a 5 anni	48,72	55,24	12,00	79,17	149,00	165,61
— obbligazioni del settore semi-pubblico e buoni CII e CCI a 5 anni	13,85	40,91	97,28	100,50	140,17	181,72
Totale	62,57	96,15	109,28	179,67	289,17	347,33
(in % delle emissioni lorde)	(26,6)	(30,8)	(28,5)	(36,2)	(19,9)	(46,7)
— acquisti Fondi di Stato	0,03	0,38	0,10	0,02	—	NC
— obbligazioni del settore semi-pubblico	0,01	0,01	3,73	—	0,31	NC
Totale	0,04	0,39	3,83	0,02	0,31	NC
— cessioni Fondi di Stato	—	—	—	—	—	NC
— obbligazioni del settore semi-pubblico	— 0,08	— 0,28	— 0,04	— 0,31	—	NC
Impieghi netti	62,53	96,26	113,07	179,38	289,48	NC
2) Valori a reddito variabile:						
— sottoscrizioni	0,51	0,01	0,39	2,71	0,27	0,64
(in % delle emissioni complessive)	(0,2)	(0,002)	(0,04)	(0,3)	(0,04)	(0,04)
— acquisti	0,58	0,66	1,58	2,60	0,01	NC
— cessioni	— 0,10	— 0,03	— 0,80	0,65	—	NC
Saldo	0,99	0,64	1,17	4,66	0,28	NC
Totale valori mobiliari a medio e lungo termine	63,52	96,90	114,24	184,04	289,76	NC

Fonte: Caisse de Depot et de Gestion, *Exercice 1976*, p. 48 (per gli anni 1972-1976) e dati forniti direttamente dalla Caisse de Dépôt et de Gestion (per il 1977).
NC = Non conosciuto.

di nuove società è in genere riservata ai soci fondatori e che tra gli aumenti di capitale prevalgono quelli effettuati da imprese non quotate, o a carattere familiare e poco propense ad allargare la compagine sociale, appare evidente come delle emissioni complessive solo un'aliquota molto ridotta abbia luogo mediante offerta al pubblico.

Per migliorare questa situazione, non facilmente superabile in quanto trova origine nella struttura del sistema economico, caratterizzato da una prevalenza di imprese di medie e piccole dimensioni, è necessario sollecitare le società che ne hanno i requisiti, ad accogliere partecipazioni esterne e a richiedere l'iscrizione al listino di borsa.

In tal senso non sembra vengano poste in essere misure adeguate. Gli unici contributi significativi provengono dalla SNI, società finanziaria a capitale misto creata nel 1966 allo scopo di gestire le partecipazioni pubbliche, di curare la privatizzazione di alcune di esse, nonché di animare e regolare il mercato mobiliare⁴⁷. Nell'ambito delle sue attività, la SNI si adopera in

⁴⁷ È opportuno ricordare che la necessità di creare detto organismo si impose in virtù del fatto che nel periodo immediatamente successivo all'ottenimento dell'indipendenza lo Stato aveva dovuto effettuare massicci interventi nel settore industriale per fronteggiare il calo degli investimenti privati, accumulando una serie di partecipazioni di cui si avvertiva la necessità di retrocessione a privati allo scopo di garantire l'affermarsi di un sistema economico di tipo liberale. A ciò si aggiunga che il crollo dell'attività dell'O.C. V.M. richiedeva un intervento di natura istituzionale volto sia a vivacizzare e sostenere il mercato mobiliare, sia a promuovere la mobilitazione del risparmio e il suo investimento in titoli. Venne così istituita nel 1966, con una apposita legge che disciplina anche le società d'investimento, la SNI. Al capitale, inizialmente conferito dallo Stato e da alcuni enti pubblici, furono poi chiamati a partecipare le compagnie di assicurazione, le banche e gli investitori individuali, i quali detengono circa il 20 % delle relative azioni. L'attività della SNI si è dimostrata assai proficua e, come si dirà nel testo, essa si articola nei seguenti settori: a) creazione e promozione di medie imprese; b) assunzione, amministrazione e in alcuni casi retrocessione di partecipazioni; c) diffusione di valori mobiliari, gestione di portafoglio e intervento nel mercato secondario; d) attività di intermediazione di borsa svolta tramite la So.Ma.Co. Vam.; e) promozione dell'iscrizione al listino ufficiale delle società partecipate.

particolar modo per espandere la circolazione azionaria e per ampliare la gamma dei valori quotati. Essa, infatti, oltre a retrocedere titoli agli investitori privati, provvede ad avviare alla quotazione le società partecipate, man mano che maturano le necessarie condizioni ⁴⁸. Questa azione non può essere però svolta nei confronti di tutte le società in portafoglio. Essa incontra dei limiti per le imprese il cui capitale è ripartito tra la SNI e gli operatori esteri i quali non sono inclini a cedere in borsa una parte delle loro azioni, essendo sottoposta a restrizioni la trasferibilità delle somme così ricavate. Difficoltà analoghe si pongono per le retrocessioni di titoli a privati che farebbero perdere alla SNI la propria posizione di controllo a vantaggio dei suoi partners e a discapito dei piccoli azionisti per i quali verrebbe meno l'indiretta tutela di interessi da essa assicurata.

Le limitazioni connesse ad entrambe le fattispecie richiamate sono superabili in caso di aumenti di capitale cui i preesistenti soci rinuncino a partecipare; ma ciò, naturalmente, è condizionato dalle possibilità e dai tempi di sviluppo delle imprese interessate, e gli eventuali effetti non potrebbero che manifestarsi nel medio e lungo andare.

Il problema, in realtà, investe quasi tutto il sistema industriale, essendo molto limitato il numero delle imprese dotate di dimensioni idonee a consentire un frazionamento della compagine sociale, ovvero dei requisiti richiesti per l'ammissione alla quotazione. Di esse, inoltre, se si escludono quelle sollecitate dalla SNI, pochissime si indirizzano spontaneamente verso la borsa valori ⁴⁹. I motivi sembra siano attribuibili, come accennato, al desiderio di non perdere lo *status* di impresa a carattere familiare e alla preferenza, se necessario, per altre forme di finanziamento.

⁴⁸ Fino all'ottobre del 1977 la SNI aveva introdotto al listino 7 società e ne aveva avanzato richiesta per altre 3.

⁴⁹ Per dovere di completezza va ricordato che la borsa valori ha ricevuto (ma sono casi molto rari) domanda di ammissione al listino anche da parte di società che non disponevano dei requisiti richiesti.

Quantunque gli oneri connessi alla quotazione di borsa non siano gravosi, è possibile che un disincentivo provenga anche dal fatto che all'atto dell'iscrizione al listino le società sono tenute — onde raggiungere la percentuale minima di titoli in circolazione — ad effettuare un aumento di capitale o a cedere al pubblico una parte delle azioni esistenti ad un prezzo concordato con le autorità di borsa e di norma fissato ad un livello inferiore al loro valore effettivo. Ciò, naturalmente, comporta una perdita, almeno a livello potenziale, per i vecchi azionisti, non sempre disposti ad accettarla⁵⁰.

Si noti che la prassi in questione è finalizzata ad incoraggiare la diffusione dei valori mobiliari tra le persone fisiche marocchine cui sono riservate, con un massimo pro-capite, le relative sottoscrizioni⁵¹. Non sembra, tuttavia, che essa riesca a sortire gli effetti desiderati.

In pratica, all'atto dell'offerta al pubblico si ingenera una forte domanda e l'operazione ha successo. Ma nell'arco dei 3 o 4 mesi successivi, al verificarsi dell'attesa lievitazione dei corsi, molti sottoscrittori, mossi da una logica prettamente speculativa (e che di fatto risulta incoraggiata), rivendono i titoli i quali finiscono stabilmente nei portafogli degli investitori istituzionali, con una conseguente rarefazione delle azioni in circolazione che vanifica i risultati inizialmente ottenuti.

Alla luce di tali esperienze sarebbe forse opportuno rinunciare a questa forma di incentivo in favore di altri quali, ad esempio, la concessione a determinate categorie di investitori, di sgravi fiscali condizionati ad un periodo minimo di detenzione dei titoli. Simili sollecitazioni potrebbero essere altresì operate

⁵⁰ Questa ipotesi è stata confermata anche da un responsabile di un istituto bancario sulla scorta dei pareri al riguardo più volte espressi da alcuni imprenditori suoi clienti e potenzialmente interessati all'operazione in parola. Sta di fatto che vi sono stati casi in cui le società, dopo aver presentato domanda di ammissione alle quotazioni, vi hanno rinunciato, non accettando il corso di offerta al pubblico all'uopo stabilito.

⁵¹ Cfr. *supra*, par. 2.2.

nei confronti delle società emittenti sulle quali si tende ora a far gravare il costo relativo ad obiettivi scarsamente conseguiti.

Accanto alle misure anzidette si dovrebbe provvedere poi ad un miglioramento delle tecniche di collocamento dei titoli⁵² e della disciplina relativa alle società di capitali e all'emissione delle varie categorie di azioni.

A completamento dell'analisi svolta non resta che fornire alcune indicazioni circa l'offerta di fondi. Mancando in proposito una qualsiasi rilevazione o stima statistica, le considerazioni qui avanzate si fondano unicamente su informazioni ricevute da alcuni esponenti della borsa valori di Casablanca e di altri organismi operanti nel mercato mobiliare, sulla scorta delle esperienze dagli stessi maturate. Esse riguardano il probabile classamento dei valori azionari, e, pur avendo il pregio di coincidere ampiamente tra loro, vanno accreditate con tutte le limitazioni del caso.

Secondo dette informazioni, la maggior parte dei valori azionari risulta stabilmente classata presso i soci di controllo ed alcuni investitori istituzionali. Molto ridotta è, invece, la quota dei titoli in circolazione ed effettivamente disponibile per negoziazioni. A livello di ripartizione per categorie di operatori, si ritiene che delle azioni esistenti, un buon 40 % circa sia detenuto dai soggetti economici delle imprese, un 30-35 % dagli investitori istituzionali ed il resto dai risparmiatori privati e da altri enti.

L'aliquota in possesso degli investitori individuali⁵³, sebbene sia sensibilmente aumentata in seguito al processo di marocchizzazione dell'attività economica, non sembra superi un 10 %. Più in particolare, la categoria in parola risulta molto frazionata ed è costituita in larga misura da risparmiatori appartenenti al

⁵² A tal proposito va ricordato che attualmente è la banca con cui la società intrattiene rapporti creditizi che in genere si occupa della raccolta delle sottoscrizioni, dandosi a volte carico anche di presentare la stessa in borsa per l'ammissione alle quotazioni.

⁵³ Vale a dire delle persone fisiche che detengono titoli azionari a scopo d'investimento di portafoglio.

ceto medio e residenti nei principali centri urbani (Rabat e Casablanca)⁵⁴.

Tra gli investitori istituzionali emergono le compagnie di assicurazione e la *G.D.G.*, la quale svolge un ruolo non trascurabile, pur se nettamente inferiore all'azione condotta nel comparto del reddito fisso. Giova ricordare inoltre che un valido supporto allo sviluppo del mercato in esame è fornito dalla *SNI* e dalle società di investimento private, costituite nei primi anni '70⁵⁵. Di esse alcune hanno già ottenuto la quotazione di borsa e sviluppano, in relazione all'ambiente in cui operano, un discreto volume di attività⁵⁶.

In conclusione, il mercato azionario primario presenta una serie di strozzature che ne condizionano lo sviluppo, confinandolo a livelli inferiori a quelli potenziali. I nodi maggiori si avvertono dal lato dell'offerta di titoli la quale risulta sistematicamente carente ed incapace di alimentare il mercato secondario.

Meno condizionanti allo stato attuale — ma destinate a manifestarsi nella loro interezza non appena si verifica un incremento delle emissioni — sono le distorsioni presenti dal lato dell'offerta di fondi. Si ha infatti ragione di ritenere che la scarsa diversificazione e la bassa partecipazione dei risparmiatori individuali possano costituire, se non rimosse, un limite invalicabile tanto all'ampliamento del mercato primario, quanto alla intensificazione degli scambi e allo sviluppo dell'attività della borsa va-

⁵⁴ Scarsa è invece la partecipazione delle classi più agiate, le quali reputano esigue le possibilità di scelta offerte dal mercato azionario locale e preferiscono indirizzare i loro investimenti verso beni immobili ed altri tipi di attività.

⁵⁵ Si tratta della *Société Epargne Croissance*, della *Société d'Epargne Mobilière* e della *Société Epargne Rendement* costituite nel 1973 per iniziativa della *SNI* in associazione con alcune banche e compagnie di assicurazione, nonché della *Maroc Investissement*, creata nel 1974 dalla Banca marocchina per il commercio e l'industria.

⁵⁶ Per le consistenze di portafoglio delle società *Epargne Croissance* e *d'Epargne mobilière S.E.M. Magreb*, si veda: P. DECROUX, *op. cit.*, pagg. 306-309.

lori. Un segnale significativo è ravvisabile nel contraccolpo subito dal settore azionario in seguito al collocamento del prestito del Sahara.

Rinviando alle parti successive l'esame delle possibili misure da adottare, qui ci si limiterà ad evidenziare che talune di esse sono di difficile attuazione e comportano tempi lunghi.

3.2. *Il mercato secondario.*

Le negoziazioni di valori mobiliari possono essere distinte in base alla categoria di titoli cui si riferiscono, ovvero in base alle modalità di effettuazione. Per quanto attiene la prima distinzione, si nota che il mercato secondario in Marocco è un mercato quasi esclusivamente azionario. In media il 97-99 % delle transazioni annue ha ad oggetto titoli a reddito variabile. Per contro, i valori obbligazionari, stante la forte istituzionalizzazione della relativa domanda, fanno registrare negoziazioni molto sporadiche, il cui volume si è ridotto, negli ultimi periodi, a livelli oscillanti tra lo 0,2 % e lo 0,4 % (cfr. tab. 5)

Tale fenomeno, oltre a confermare la fondatezza delle osservazioni dianzi avanzate circa le caratteristiche del settore obbligazionario, costituisce un'indubbia riprova del fatto che quest'ultimo non può essere propriamente considerato un mercato, bensì un circuito finanziario chiuso e in parte coattivo. Si è pertanto autorizzati, data la sua scarsa rilevanza, a limitare la successiva analisi al solo mercato secondario dei titoli a reddito variabile e a riferire ad esso, con un margine di errore trascurabile, i dati aggregati di cui si dispone. Detti dati (cfr. tab. 6) riguardano i comparti nei quali si articola l'attività di negoziazione — vale a dire il *marché hors-tout*, il *marché hors-cote*, il *marché des cessions directes* e il *marché a la criée*⁵⁷ — e, pur nella loro parzialità, consentono di valutare sia l'importanza di ciascun com-

⁵⁷ In merito alla struttura del mercato secondario si rinvia a quanto detto nel precedente paragrafo.

TAB. N. 5
VOLUME DELLE NEGOZIAZIONI DI TITOLI A REDDITO FISSO E DI TITOLI A REDDITO VARIABILE

Anni	Titoli a reddito variabile		Titoli a reddito fisso		Totale titoli negoziati	
	Numero di titoli	Valore complessivo (1)	Numero di titoli	Valore complessivo (1)	Numero di titoli	Valore complessivo (1)
1967	NC	20,2 (96,6%)	NC	0,7 (3,4%)	NC	20,9 (100%)
1968	NC	29,2 (97,0%)	NC	0,9 (3,0%)	NC	30,1 (100%)
1969	NC	50,1 (96,7%)	NC	1,7 (3,3%)	NC	51,8 (100%)
1970	NC	42,2 (86,3%)	NC	6,7 (3,7%)	NC	48,9 (100%)
1971	192.840 (97,2%)	45,5 (72,7%)	5.470 (2,8%)	17,1 (7,3%)	198.310 (100%)	62,6 (100%)
1972	645.033 (98,7%)	105,5 (99,5%)	8.327 (1,3%)	0,5 (0,5%)	653.360 (100%)	106,0 (100%)
1973	700.979 (99,6%)	115,5 (99,6%)	2.743 (0,4%)	0,5 (0,4%)	703.722 (100%)	116,0 (100%)
1974	915.406 (99,5%)	180,5 (97,0%)	4.720 (0,5%)	5,6 (0,3%)	920.126 (100%)	186,1 (100%)
1975	961.210 (97,1%)	209,6 (99,8%)	28.315 (2,9%)	0,5 (0,2%)	989.525 (100%)	210,1 (100%)
1976	672.416 (99,8%)	179,3 (99,6%)	984 (0,2%)	0,7 (0,4%)	673.400 (100%)	180,0 (100%)

(1) In milioni di Dirhams. NC = Non conosciuto.

Fonte: Cfr. Tab. n. 6.

TAB. N. 6

VOLUME DELLE NEGOZIAZIONI DI VALORI MOBILIARI
DI CIASCUN COMPARTO DEL MERCATO SECONDARIO
(in milioni di Dirhams)

Anni	Marché hors-tout		Marché hors-cote		Marché des cessions directes		Negoziazioni di titoli a reddito variabile		Negoziazioni di titoli a reddito fisso		Totale negoziazioni		Totale delle negoziazioni dei quattro mercati	
	Totale negoziazioni		Totale negoziazioni		Totale negoziazioni		Numero Valore di titoli complessivo		Numero Valore di titoli complessivo		Numero Valore di titoli complessivo		Numero Valore di titoli complessivo	
	Numero di titoli complessivo	Valore	Numero di titoli complessivo	Valore	Numero di titoli complessivo	Valore	Numero di titoli complessivo	Valore	Numero di titoli complessivo	Valore	Numero di titoli complessivo	Valore	Numero di titoli complessivo	Valore
1967													279.414 (*)	20.911.404
1968													243.804	30.194.147
1969														
1970					75.370	16.816.000	NC	NC	NC	NC	225.405	34.981.450	300.775	51.977.450
1971					64.259	14.048.600	NC	28.207.114	NC	6.670.700	190.850	34.877.814	255.109	48.926.414
1972					244.210	14.311.489	192.480	31.196.148	5.470	17.056.262	197.950	48.252.410	442.160	62.053.899
1973			958		272.304	35.435.398	NC	70.000.000	NC	498.252	465.484	70.498.252	738.949	105.983.650
1974	69.413	6.288.000		2.888	520.000	212.440	36.545.111	NC	NC	NC	481.225	76.000.000	696.553	113.045.111
1975					245.000	234.563	50.160.000	NC	NC	NC	676.442	136.550.000	989.535	193.243.000
1976	117	2.000		6.142	905.000	241.052	55.856.000	NC	NC	NC	735.462	151.216.000	983.673	207.079.000
1977	506	55.000		11.407	4.560.000	187.111	55.817.349	NC	NC	NC	474.379	119.444.000	673.403	179.876.349
	NC	NC	NC	NC	NC	62.641.000	NC	NC	NC	NC	323.128	111.453.000	NC	NC

(*) Di cui 70.023 diritti di opzione NC = Non conosciuto.

Fonti: Nostra elaborazione dei dati ricavati da: *Statistique interne della Borsa Valori* (per gli anni 1967-1972 e 1977) e *Clefs de la Bourse des Valeurs de Casablanca* 1974, cit. 1976 e cit. 1976 (per gli anni 1973-1970).

parto rispetto alle transazioni borsistiche in senso stretto, sia la relativa evoluzione.

Iniziando con il *marché hors-tout*, va rilevato che nell'arco di un anno in esso trovano attuazione pochissime operazioni per un importo complessivo irrisorio. L'esiguità di tale mercato, volto ad accogliere i titoli non quotati in borsa né nell'*hors-cote*, può essere attribuita in larga misura alla mancanza di società le cui azioni diano luogo a scambi frequenti e in forma diversa dalle cessioni dirette. È questo un condizionamento destinato a spiegare effetti limitativi fintanto che non si verifichi un processo di maturazione del sistema industriale tale da generare un ampliamento delle dimensioni delle imprese ed una loro progressiva apertura ad apporti esterni di capitale.

In un mercato mobiliare relativamente giovane, quale quello del Marocco, il mancato sviluppo del settore in parola potrebbe, al presente, non destare eccessive preoccupazioni in virtù del fatto che esso svolge una funzione di carattere residuale⁵⁸. Altrettanto non può certamente dirsi per il *marché hors-cote*, cui viene attribuito l'importante ruolo di consentire l'acclimatazione dei titoli da ammettere alle quotazioni di borsa e, quindi, di favorire un ampliamento del listino ufficiale. Secondo le tendenze fin qui manifestatesi è da escludere che il *marché hors-cote* sia in grado di assicurare il pieno perseguimento di tali finalità. La sua attività risulta, infatti, discontinua, esigua e tutt'altro che vivace. A ciò si aggiunga che il numero delle società ivi quotate è assai limitato e che, in genere, più di tre quarti degli scambi riguardano un solo titolo⁵⁹.

Questi aspetti, per motivi simili a quelli richiamati a proposito dell'*hors-tout*, negli ultimi periodi hanno addirittura subito un'accentuazione in senso negativo e tutto lascia ritenere improprio

⁵⁸ Il carattere di residualità va inteso nel senso che il *marché hors-tout* ha il compito di favorire la circolazione dei titoli delle società non quotate in borsa o all'*hors-cote*.

⁵⁹ Cfr. *Clefs de la bourse des valeurs de Casablanca, année 1974*, pag. 9; *année 1975*, pag. 8 e *année 1976*, pag. 9.

babile una spontanea inversione di tendenza. Si è pertanto autorizzati a concludere che dall'*bors-cote* non potrà provenire, anche in un futuro non immediato, alcun significativo contributo allo sviluppo della borsa valori.

Effetti limitativi in tal senso sono altresì spiegati dal *mercato delle cessioni dirette*, cui si rivolgono soprattutto coloro che cedono o acquistano pacchetti di controllo. Quest'ultimo accentra in sé un volume di negoziazioni mediamente pari al 50 % degli affari di borsa, nei confronti dei quali si pone a livello concorrenziale in quanto un'aliquota molto elevata di tali operazioni riguarda valori azionari iscritti al listino ufficiale. Per limitare il fenomeno in parola e favorire un maggiore accentramento delle negoziazioni in borsa valori, le autorità di controllo hanno raddoppiato, nel 1975, l'importo delle commissioni relative alle cessioni dirette⁶⁰. Ciò nonostante, esse hanno continuato ad accrescersi pur in presenza di un generale rallentamento dell'attività borsistica, dimostrando come le finalità di controllo connesse alle transazioni azionarie siano, tutto somato, abbastanza rilevanti e sicuramente non rimovibili mediante un ulteriore aumento delle commissioni di registrazione. Questa misura, riproposta in tempi recenti⁶¹, qualora non fosse accompagnata da una serie di altri provvedimenti, quali ad esempio la disciplina delle offerte pubbliche di vendita e di sottoscrizione, rischierebbe di deprimere il settore in questione senza arrecare significativi miglioramenti al mercato ufficiale. Al riguardo si è inoltre propensi ad escludere l'opportunità di introdurre, similmente a quanto previsto in Tunisia, un divieto generale alle cessioni dirette di titoli quotati, sia per l'impossibilità di verificarne il rispetto, sia per l'irrelevanza degli effetti che ne scaturirebbero. In ogni caso, nessuna di queste misure riuscirebbe a rimuovere le strozzature di fondo determinate dai fenomeni di ordine strutturale più volte richiamati.

⁶⁰ Cfr. *Clef de la bourse des valeurs de Casablanca, année 1975*, cit., pag. 8 e *Arrêté du Ministre des finances n. 31-75 du 17 janvier 1975*.

⁶¹ Cfr. *BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, Evolution du marché financier durant les années 1973-1977*, cit., pag. 9.

Esaminati brevemente i vari settori del mercato secondario, non resta che considerare quello ufficiale (il *marché à la criée*), cui si intende dare, in questa sede, lo spazio maggiore. A livello di tendenze evolutive il decennio intercorso dalla creazione della borsa valori può essere suddiviso in tre periodi: 1) 1967-1972; 2) 1973-1975 e 3) 1976-1978.

Nel primo periodo si assiste ad un discreto sviluppo delle varie componenti dell'attività borsistica, la quale finisce per superare, in breve tempo, le ragguardevoli dimensioni e il grado di animazione raggiunto dall'O.C.V.M. nei momenti di massima espansione.

Le tendenze manifestatesi durante tali anni (1967-1973) subiscono una sensibile accentuazione a partire dal 1973, in seguito all'attuazione di una serie di provvedimenti volti ad ampliare e vivacizzare il mercato finanziario. Ci si riferisce in particolare: *a*) alla ristrutturazione organizzativa e funzionale della borsa valori⁶²; *b*) al potenziamento delle strutture e dei mezzi a sua disposizione; *c*) all'azione condotta dalla SNI sia direttamente, sia indirettamente tramite la società di « courtage » SO.MA.CO. VAM e le società d'investimento da essa create; *d*) al processo di marocchinizzazione del sistema economico; *e*) nonché ad alcune altre misure contenute nel piano quinquennale 1973-1977. Gli effetti spiegati dai provvedimenti sopra elencati sono stati assai positivi ed hanno impresso un considerevole impulso allo sviluppo del mercato mobiliare.

Quest'ultimo, tuttavia, non ha avuto lunga durata. Nel 1976, per motivi di cui si dirà più avanti, si è infatti verificata una battuta d'arresto che ha segnato l'inizio di una crisi profonda e tendente a perdurare.

⁶² Si ricorda che la ristrutturazione in parola ha teso tra l'altro: a pubblicizzare l'attività della borsa valori; a potenziare i contatti con le borse estere e con alcuni organismi finanziari internazionali; ad accrescere e migliorare la diffusione di notizie e informazioni concernenti le società quotate e le operazioni borsistiche; a migliorare la qualità dei titoli iscritti al listino. Al riguardo si veda: BOURSE DE CASABLANCA, *Evolution du marché financier durant les années 1973-1977*, cit., pagg. 1-6.

Volendo analizzare, con riferimento alle diverse fasi evolutive, i principali aspetti dell'attività borsistica, è opportuno iniziare con la composizione del listino ufficiale. Per quanto concerne il comparto obbligazionario, è appena il caso di rammentare che esso accoglie ben 47 prestiti⁶³, di cui 27 emessi dallo Stato e 20 dalle imprese e dagli organismi di natura pubblica d'anziché richiamati⁶⁴. La numerosità dei titoli a reddito fisso quotati è tuttavia irrilevante poiché, per i motivi evidenziati nel paragrafo precedente, non esiste un vero e proprio mercato secondario, eccetto alcune transazioni tra investitori istituzionali.

Diversa è la situazione del comparto azionario. Nell'arco di un decennio il numero delle società iscritte al listino, già elevato all'atto dell'apertura della borsa valori, ha subito un sensibile aumento, passando da 55 a 85⁶⁵. Tenuto conto delle radiazioni, l'incremento maggiore si è verificato nel 1973-1976 allorché, grazie all'azione di sollecitazione svolta dalla SNI nei confronti delle società partecipate, si sono avute 19 nuove iscrizioni contro le 11 del periodo precedente.

Sotto questo profilo il mercato mobiliare marocchino risulta, indubbiamente, molto più ampio di quello degli altri paesi africani francofoni. Esso è inoltre caratterizzato da una maggiore rappresentatività e diversificazione, in quanto le imprese quotate si distribuiscono in modo più equilibrato tra i diversi settori economici.

Si deve però avvertire che il processo di ampliamento del listino ufficiale, dopo l'intensificazione subita nel 1973-1976, ha teso ad esaurirsi. Per la prima volta nel 1977 non vi è stata alcuna nuova introduzione alle quotazioni⁶⁶ e, se si escludono le poche società o a partecipazione statale⁶⁷ o sulle quali la SNI

⁶³ Dati riferiti al 5 agosto 1978.

⁶⁴ Cfr. par. 3.1.

⁶⁵ Cifra riferita al dicembre del 1978.

⁶⁶ Cfr. SOCIÉTÉ NATIONALE D'INVESTISSEMENT, *Exercice 1977*, pag. 16.

⁶⁷ Cfr. SOCIÉTÉ NATIONALE D'INVESTISSEMENT, *La S.N.I.*, 27 octobre 1977 (dattiloscritto), pag. 11.

TAB. N. 7

EVOLUZIONE DELLA CAPITALIZZAZIONE DI BORSA,
DEL NUMERO DI SOCIETÀ E DI TITOLI QUOTATI

Anni	Capitalizzazione di borsa (in Dirhams) (1)	Numero di società quotate	Numero di titoli quotati
1966	361.807.730	↓ 55 ↓ 85	9.504.228 ↓ 16.627.573
1967	434.039.220		
1968	521.819.449		
1969	592.833.000		
1970	653.328.000		
1971	663.886.000		
1972	854.733.000		
1973	879.092.000		
1974	1.037.791.300		
1975	1.618.356.930		
1976	1.806.304.973		
1977	2.060.000.000		

(1) Valori calcolati sulla base del corso medio annuo dei titoli quotati.

Fonti: *Statistiche interne della Borsa Valori* (per gli anni 1966-'73); *Clefs de la Bourse des Valeurs de Casablanca* (per gli anni 1974-76); S.N.I., *Exercice 1977*, p. 17 (per il 1977) e *Bourse des Valeurs de Casablanca, 1967-1977*, p. 13 (per il numero di società e di titoli quotati).

può esercitare una certa influenza, è improbabile che alla borsa valori possano pervenire, allo stato attuale, spontanee richieste di iscrizione al listino, data la forte riluttanza manifestata al riguardo, anche da quelle imprese, in verità non molte, che ne avrebbero i requisiti. Questo fenomeno contribuisce ad accentuare lo squilibrio esistente tra domanda ed offerta di valori mobiliari e non consente di contrastare il processo di rarefazione dei titoli in circolazione, il quale si ripercuote in modo depressivo sulle negoziazioni ufficiali.

Si badi che a giudicare dai dati relativi alla capitalizzazione di borsa, incessantemente in crescita (cfr. tab. 7), sembrerebbe che il mercato continui ad attraversare un ciclo assai favorevole. Analizzando le determinanti di tale sviluppo si giunge invece a conclusioni opposte. Esso, negli ultimi periodi, è infatti dovuto:

da un lato agli aumenti di capitale realizzati dalle società quotate, i quali non riescono comunque ad espandere sufficientemente la circolazione di valori mobiliari, e dall'altro lato al continuo e sostenuto incremento dei corsi (cfr. tab. 8) ⁶⁸. Quest'ultimo riflette in larga misura l'eccedenza sistematica della domanda sull'offerta di titoli e desta preoccupazioni poiché, oltre a ridurre la significatività delle valutazioni espresse dal mercato, rischia di disincentivare gli investimenti azionari e di deprimere i relativi saggi medi di rendimento, i quali mostrano, proprio per questo motivo, una lieve tendenza al ribasso (cfr. tab. 8) ⁶⁹.

TAB. N. 8

INDICE DEI CORSI DEI TITOLI QUOTATI E TASSO DI RENDIMENTO MEDIO ANNUO DEI TITOLI A REDDITO VARIABILE QUOTATI

Anni	Tasso medio annuo di rendimento	Tasso parziale di rendimento annuo (i)	Indice dei corsi (1967 = 100)
1966	10,00%	12,00%	
1967	8,23%	9,59%	100,00
1968	6,13%	6,79%	133,48 (*)
1969	6,15%	6,65%	165,75 (*)
1970	6,14%	6,61%	202,56
1971	6,88%	7,10%	211,77
1972	5,53%	5,51%	231,33
1973	6,28%	6,60%	234,55
1974	6,87%	6,69%	314,49
1975	6,21%	6,49%	350,97
1976	6,51%	6,57%	414,00

(*) Dati da noi stimati.

(i) Riferito alle sole società che hanno distribuito un dividendo.

Fonte: *Statistiche interne della Borsa Valori* (per gli anni 1966-1973) e *Clefs de la Bourse des Valeurs de Casablanca* (per gli anni 1974-1976).

⁶⁸ Oltre, ovviamente, all'introduzione alle quotazioni di nuove società, che tuttavia negli ultimi due anni ha avuto un peso trascurabile se non nullo.

⁶⁹ Al riguardo è importante osservare che il volume dei dividendi distribuiti dall'insieme delle società quotate si è invece mantenuto elevato e pressoché costantemente in aumento. (Cfr. *BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA*, 1967-1977, cit., pag. 16).

Al fine di contenere l'ascesa dei corsi, gli organi di borsa hanno avanzato la proposta di restringere dal 5 % al 3 % il margine di oscillazione consentito da una seduta alla successiva⁷⁰. L'inasprimento di tale vincolo, nei confronti del quale ci si è già espressi in modo critico⁷¹, non riuscirebbe quasi certamente a consentire il perseguimento degli obiettivi desiderati. Non agendo sulle cause che sono alla base del fenomeno in questione, esso potrebbe soltanto ritardare, o meglio diluire leggermente nel tempo, la lievitazione dei corsi. A ciò si aggiunga che una restrizione del genere non sarebbe affatto esente dal pericolo di generare effetti depressivi sulle negoziazioni ufficiali, ogni qual volta i prezzi di realizzo richiesti dovessero risultare superiori ai massimi consentiti.

Resta ora da considerare l'evoluzione del volume d'affari della borsa valori. Al riguardo si osserva che nei primi anni successivi alla istituzione del *marché à la criée* le transazioni ivi effettuate manifestano un continuo incremento, di fatto reso più contenuto di quello potenziale da una sistematica carenza delle offerte di vendita.

Con la parziale rimozione di tale ostacolo, dovuta all'attuazione delle richiamate misure di rivitalizzazione del mercato finanziario, le negoziazioni borsistiche subiscono nel 1973-74 una forte intensificazione raddoppiandosi nell'arco di un anno⁷². Questo positivo andamento tende a perdurare fino agli inizi del 1976, grazie alla introduzione di nuove società alle quotazioni e agli aumenti di capitale effettuati dalle imprese già iscritte al listino, i quali mantengono relativamente elevata la circolazione dei titoli azionari.

A partire da tale anno si assiste ad una brusca battuta d'arresto. Il volume degli scambi si contrae incessantemente portandosi su livelli inferiori a quelli del 1974 e continua a flettere

⁷⁰ Cfr. BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Evolution du marché financier durant les années 1973-1977*, cit., pag. 16).

⁷¹ Si veda par. 2.2

⁷² Cfr. tab. 6, colonna 12.

anche nel 1977-78. La crisi del mercato secondario assume così un carattere strutturale e appare determinata dall'interagire dei seguenti fattori.

In primo luogo un disincentivo all'attività borsistica è provenuto dai lauti guadagni connessi alla speculazione immobiliare, i quali hanno esercitato una forte attrazione nei confronti di molti risparmiatori che abitualmente investivano in titoli una parte della loro ricchezza. Effetti limitativi in tal senso sono altresì discesi dall'aumento dei saggi di interesse a breve termine, deciso dalle autorità monetarie agli inizi del 1978 allo scopo di incoraggiare la formazione del risparmio e di fronteggiare la concorrenza spiegata dagli investimenti immobiliari agli impieghi in attività finanziarie. Tale aumento ha infatti generato un differenziale negativo nei confronti del rendimento medio dei valori quotati⁷³, rendendo più conveniente l'acquisto di depositi bancari e non bancari.

Ulteriori condizionamenti sono originati, da un lato, dal drenaggio di liquidità conseguente al collocamento del prestito del Sahara e all'attuazione di una politica creditizia restrittiva, volta a contenere l'elevata spirale inflazionistica. Dall'altro lato, essi derivano dal processo di rarefazione dei titoli in circolazione, i quali una volta acquisiti dalle compagnie di assicurazione, non vengono reimmessi sul mercato. Questo fenomeno negli ultimi due anni ha addirittura subito una forte accentuazione, non essendo intervenute, dalla fine del 1976, nuove ammissioni alle quotazioni⁷⁴.

Un impatto tutt'altro che trascurabile è infine derivato dalla modificazione del regime fiscale afferente gli investimenti azionari. La nuova normativa ha teso ad eliminare l'elevata incidenza delle evasioni e, nonostante abbia comportato una riduzione dell'aliquota relativa alla ritenuta alla fonte a titolo d'im-

⁷³ Il rendimento medio di borsa è risultato pari a 6,50 % contro il 7,50 % dei depositi vincolati.

⁷⁴ In merito si considerano le osservazioni avanzate in BANQUE DU MAROC, *Exercice 1977, Rapport présenté à Sa Majesté le Roi*, pagg. 117-120.

posta⁷⁵, essa è stata accolta con forte riluttanza da parte degli operatori di borsa, non più in grado di eludere il tributo.

L'azione congiunta dei suddetti fattori, insieme agli altri via via richiamati nelle parti precedenti, ha, come si diceva, pressoché paralizzato l'attività della borsa valori. Essa ha inoltre comportato un'incessante flessione delle negoziazioni ufficiali, rese ancor più esigue dal costante aumento delle cessioni dirette⁷⁶.

4. CONCLUSIONI E PROSPETTIVE FUTURE

Dall'analisi svolta nel corso della presente trattazione è emerso che in Marocco il mercato mobiliare, nelle sue varie fasi organizzative, ha trovato manifestazione molto prima che in altri paesi africani francofoni⁷⁷. La lunga esperienza maturata durante l'epoca coloniale non ha, tuttavia, arrecato significativi contributi allo sviluppo del mercato mobiliare nel periodo successivo all'ottenimento dell'indipendenza, in quanto il fenomeno in parola coinvolgeva quasi esclusivamente gli operatori esteri, con una pressoché assoluta emarginazione della popolazione locale. Essa, al più, ha costituito per le autorità centrali marocchine un incentivo a riadattare le precedenti strutture di tale settore al nuovo contesto economico-sociale, in particolare al fine di contribuire alla copertura dell'ingente fabbisogno di capitali che gravava sulla nazione.

⁷⁵ Queste sono state unificate al 25 % per tutti i soggetti contribuenti, mentre in precedenza erano previste tre aliquote: 30 % per le persone fisiche; 48 % per le persone giuridiche; 25 % per i soggetti non residenti. È appena il caso di ricordare che in alternativa alla ritenuta secca, il contribuente può optare, dichiarando i dividendi e gli altri frutti percepiti, per la tassazione personale e progressiva. In tal caso l'imposta prelevata alla fonte viene considerata a titolo d'acconto e può dare origine ad un rimborso, ovvero ad un ulteriore versamento a conguaglio, all'atto della dichiarazione dei redditi.

⁷⁶ Cfr. Tab. 6, colonna 12.

⁷⁷ Di fatto, è utile ricordarlo, ci si riferisce alla Tunisia e alla Costa d'Avorio, gli unici paesi africani francofoni dotati di una borsa valori.

Sotto questo profilo è pertanto plausibile ritenere che, fatta eccezione di alcune differenze formali od organizzative, le esperienze del Marocco in tema di mercato mobiliare non differiscano sostanzialmente da quelle della Tunisia⁷⁸. Ciò vale, in parte, anche qualora si faccia riferimento alle caratteristiche strutturali ed evolutive dei rispettivi mercati. Ad un primo approccio sembrerebbe che il mercato mobiliare marocchino abbia dimensioni di gran lunga più ampie di quello tunisino: il comparto obbligazionario vede succedersi con discreta continuità un maggiore e crescente volume di emissioni; il numero delle società e dei titoli iscritti al listino è relativamente più elevato; la capitalizzazione di borsa si accresce incessantemente, come pure, fino al 1976, l'attività di negoziazione. Ma ad una più approfondita analisi anche queste differenze tendono, pur persistendo, a ridimensionarsi.

Per quanto concerne il comparto obbligazionario si è infatti osservato che esso può essere assimilato ad un circuito finanziario privilegiato e coattivo. Le emissioni provengono dallo Stato e da alcuni organismi pubblici e trovano classamento presso gli investitori istituzionali i quali, nella maggior parte dei casi, sottoscrivono titoli o in osservanza alle norme che regolano la loro attività (le compagnie di assicurazione), o in quanto assolvono ad una funzione di investitori residuali (la *Caisse de Dépôt et de Gestion*). Sono invece pressoché assenti dal mercato le imprese private e i risparmiatori individuali, nei cui confronti non viene, peraltro, effettuata alcuna azione di sollecitazione⁷⁹. È questa una caratteristica ricorrente in tutti i mercati finanziari dei paesi africani francofoni, compresa la Costa d'Avorio, l'unica nazione che nella prospettiva di creare una borsa valori aveva inizialmente enfatizzato il comparto obbligazionario.

In Marocco, lo scarso interessamento delle autorità competenti per il settore in questione è ravvisabile: nelle modalità di

⁷⁸ Cfr. il capitolo sulla Tunisia.

⁷⁹ Fa eccezione, come evidenziato nel par. 3.1, il prestito del Sahara.

classamento dei titoli; nella mancanza di azioni tese a promuovere la diffusione; nella inadeguatezza dei saggi di rendimento offerti e nelle caratteristiche economico-tecniche dei valori a reddito fisso in genere; nella non attuazione di un'opera di convincimento (e di facilitazione) nei confronti delle imprese ad emettere obbligazioni; nelle carenze normative ed altre ancora. Tale situazione dovrebbe essere opportunamente rimossa, agendo sui singoli punti sopra richiamati, in guisa da creare un vero e proprio mercato obbligazionario. Ciò, tra l'altro, da un lato consentirebbe di promuovere la partecipazione agli investimenti mobiliari anche da parte di coloro che non intendono, per mancanza di conoscenze o per altri motivi, assumere la posizione di socio ed i rischi ad essa connessi; dall'altro lato, essa favorirebbe un progressivo avvicinamento dei risparmiatori al settore azionario, con tutti i benefici che ne deriverebbero per quest'ultimo.

Passando al mercato dei titoli a reddito variabile si è rilevato che nel decennio successivo alla creazione della borsa valori (1967-1976) esso ha subito un discreto sviluppo, di fatto reso più contenuto di quello potenziale da una sistematica carenza sia delle emissioni che delle offerte di vendita. Le prime vengono effettuate solo in parte con offerta pubblica, essendo le società in linea di massima a spiccato carattere familiare e restie ad ampliare la loro compagine sociale. Ne deriva un'esiguità del comparto primario e una scarsa idoneità dello stesso ad alimentare il secondario.

Il fenomeno è inoltre aggravato dall'esistenza di un processo di rarefazione dei valori in circolazione il quale trae origine da una spiccata propensione dei risparmiatori a rivendere le azioni (che finiscono stabilmente nei portafogli degli investitori istituzionali) non appena i corsi permettono di consentire un guadagno in conto capitale. Questo accade in particolare quando i titoli sono acquistati in occasione delle emissioni o delle cessioni di pacchetti azionari di società da ammettere alle quotazioni, poiché in genere il prezzo di offerta viene fissato, onde incoraggiare le sottoscrizioni, a livelli inferiori al loro valore effettivo.

In altri termini, nonostante le emissioni mostrino un trend crescente, le dimensioni del mercato permangono assai ridotte, la struttura della domanda e dell'offerta di fondi appare poco diversificata e contraddistinta da una spiccata prevalenza delle finalità di controllo. Bassa, e in un certo senso speculativa, è inoltre la partecipazione dei risparmiatori individuali i quali in molti casi considerano l'investimento azionario un impiego temporaneo volto a lucrare le plusvalenze derivanti da eventuali incrementi dei corsi.

Gli aspetti appena richiamati non mancano di riflettersi sull'attività del mercato secondario. Quest'ultima, grazie all'impegno profuso dagli organi di borsa per ampliare la gamma delle società quotate, ha subito un sensibile incremento fino agli inizi del 1976. A livello complessivo, tuttavia, le negoziazioni ufficiali non hanno mai raggiunto punte particolarmente elevate in rapporto al volume della capitalizzazione di borsa. Anzi, esse oltre a denotare una scarsa animazione e un basso tasso di rotazione dei valori quotati, risentono fortemente della concorrenza spiegata dalle cessioni dirette, le quali si accrescono incessantemente e costituiscono una chiara riprova di come siano rilevanti le finalità di controllo connesse alle transazioni azionarie.

La poca solidità del mercato in esame si è manifestata pienamente nel 1976, allorché sotto l'influenza di alcuni fattori di ordine contingente indicati nel paragrafo 3.2., esso entra in una lunga e profonda crisi. Crisi, che a ben vedere affonda le sue radici in fenomeni di carattere strutturale quali: il limitato sviluppo del sistema industriale; la concentrazione dell'attività economica in un ridotto numero di imprese; la scarsa propensione delle stesse ad accogliere apporti di capitale comportanti l'ingresso di nuovi soci; l'esiguo livello del risparmio interno; la disequilibrata ripartizione della ricchezza; il basso grado di monetizzazione dell'economia ed altri ancora.

I condizionamenti spiegati da detti fenomeni sono talmente elevati da rendere pessimistica ogni previsione circa il definitivo superamento della crisi in atto. Si è pertanto dell'avviso che

solo rimuovendo gli stessi si possa addivenire all'affermazione di un più articolato ed efficiente mercato mobiliare.

In questa ottica appare comunque opportuno richiamare l'attenzione sulla necessità di attuare una serie di misure capaci di apportare miglioramenti all'attuale situazione.

In primo luogo è indispensabile che le autorità centrali, le quali a volte hanno dimostrato poco interessamento per il mercato in parola, dedichino ad esso maggiore attenzione e pongano in essere una concreta azione di sostegno. Tra i vari obiettivi da perseguire rientra quello di sollecitare le banche a non osteggiare, come sembra abbia luogo in molti casi, gli investimenti mobiliari, bensì ad incoraggiare gli stessi e a promuovere la diffusione dei titoli. In particolare, si dovrebbe raggiungere, anche mediante pressioni della banca centrale, un grado di collaborazione simile a quello riscontrabile in Costa d'Avorio⁸⁰.

In secondo luogo, è opportuno far uso dello strumento fiscale per indurre le società ad emettere titoli e ad ampliare la base sociale⁸¹. Nel contempo si dovrebbe abbandonare la prassi riscontrabile all'atto dell'ammissione alle quotazioni, delle offerte pubbliche di azioni a prezzi inferiori al loro valore effettivo. Essa andrebbe sostituita con un sistema di incentivi fiscali conzionato ad un periodo minimo di detenzione dei titoli e tale da assicurare un loro effettivo frazionamento. In merito al trattamento fiscale dei valcri mobiliari va inoltre osservato che la riforma del 1978, molto probabilmente, ha reso lo stesso eccessivamente gravoso rispetto al regime precedente, per l'assoluta impossibilità di evadere l'imposta. Essa avrebbe dovuto essere attuata progressivamente e con maggiore cautela. Non è quindi da trascurare l'ipotesi di rivedere parzialmente la materia in questione.

In terzo luogo, va evidenziata la necessità sia di migliorare l'informativa e i controlli sul mercato e sulle società quotate, sia

⁸⁰ Si veda il capitolo sulla borsa valori della Costa d'Avorio.

⁸¹ Precise proposte a tal riguardo sono state avanzate dalla S.N.I. (cfr. S.N.I., cit., pagg. 12-13)

di potenziare le strutture ed i mezzi a disposizione della borsa valori. Esplicite richieste, al riguardo, sono state da tempo avanzate in varie sedi dagli stessi organi di borsa⁸². Esse, purtroppo, non hanno trovato seguito.

Un ulteriore obiettivo da perseguire consiste nel diffondere maggiormente le conoscenze sulla borsa valori e nel migliorare il livello culturale della popolazione in materia economica.

Alle misure qui sinteticamente esposte vanno poi aggiunte quelle via via indicate nel testo con riferimento ai problemi specificamente affrontati. Si deve tuttavia ribadire, in analogia a quanto evidenziato per la Tunisia, che le sorti del mercato mobiliare marocchino dipendono sostanzialmente dall'eliminazione dei condizionamenti spiegati dai fattori cui si è fatto riferimento in precedenza e sui quali si può intervenire soltanto mediante il raggiungimento di un più elevato livello di sviluppo economico, comportante un ampliamento delle dimensioni aziendali e del risparmio familiare.

⁸² Cfr. BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE CASABLANCA, *Evolution du marché financier durant les années 1973-1977*, cit., pagg. 22 e seg.



BIBLIOGRAFIA

- SAMIR AMIN, *Le développement du capitalisme en Côte d'Ivoire*, I.D.E.P., Dakar, janvier, 1971.
- E.A. AROWOLO, *The Development of Capital Markets in Africa, with Particular Reference to Kenya and Nigeria*, in « International Monetary Fund, Staff Papers », July 1971.
- BANCA COMMERCIALE ITALIANA, *Relazione del Consiglio d'amministrazione tenuta da Raffaele Mattioli all'Assemblea generale per l'esercizio 1960*.
- BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Instruction aux banques n. 57-2*, Abidjan le 30 juin 1975.
- BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Rapport 1976*.
- BANQUE CENTRALE DES ETATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST, *Reglément portant définition du régime des interventions de la Banque Centrale pour les opérations d'acquisition d'actifs cédés par des non-nationaux de l'Union Monétaire Ouest Africaine*.
- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, *Statistiques financières*, mai 1978, n. 48.
- BANQUE CENTRALE DE TUNISIE, *Rapport Annuel 1977*.
- BANQUE DU MAROC, *Exercice 1977, Rapport présenté à Sa Majesté le Roi*.
- W.J. BAUMOL, *The Stock Market and Economic Efficiency*, New York, 1965.
- TANCREDI BIANCHI, *Mercato finanziario e borsa valori*, Giuffrè, Milano, 1958.
- R. BISTOLFI, *Structure économique et indépendance monétaire*, Parigi, 1967.
- MARSHALL E. BLUME and IRWIN FRIEND, *The Changing Role of the Individual Investor*, John Wiley & Sons, New York, 1978.
- SERGIO BORTOLANI, *Central Banking in Africa*, ed. Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde, Milano, 1977.
- BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *La Bourse des Valeurs d'Abidjan*.
- BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Bulletin de la côte*, numéri vari.
- BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Rapport*, anni vari.
- BOURSE DES VALEURS D'ABIDJAN, *Reglément intérieur de la Bourse des Valeurs Mobilières*.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE CASABLANCA, *Bourse des Valeurs de Casablanca 1967-1977*.
- BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Bulletin mensuel d'information n. 1*.

- BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Clef de la bourse des valeurs de Casablanca*, vari anni.
- BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Evolution du marché financier durant les années 1973-1977* (dattiloscritto).
- BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Note sur la cotation éventuelle de l'Emprunt National du Sahara au marché boursier* (dattiloscritto).
- BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA, *Note sur l'évolution de la bourse, 1973-1977*.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Index alphabétique des valeurs tunisiennes*, Tunis, 1978.
- BOURSE DES VALEURS DE TUNIS, *Rapport Quinquennal 1971-75*.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Rapport d'activité*, numeri vari.
- BOURSE DES VALEURS MOBILIERES DE TUNIS, *Department Etudes et Analyses, Brochure Statistique*, Mars 1978.
- C.V. BROWN, *The Nigerian Banking System*, ed Allen & Unwin, London, 1966.
- M.A. BUISSON, *Cronique économique - Tunisie*, « Annuaire de l'Afrique du Nord », 1966, Paris, 1967.
- BULLETIN DE L'AFRIQUE NOIRE, n. 924 du 7 septembre 1977.
- CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION, *Exercice*, Rabat, vari anni.
- ANDREA CALAMANTI, *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Ed. F. Angeli, Milano, 1978.
- RONDO CAMERON, *Le banche e lo sviluppo del sistema industriale*, il Mulino, Bologna, 1975.
- ANAND G. CHANDAVARKAR, *Monetization of Developing Economies*, in « I.M.F. Staff Papers », November 1977.
- PIERLUIGI CIOCCA, *Introduzione a RONDO CAMERON, Le banche e lo sviluppo del sistema industriale*, Il Mulino, Bologna, 1975.
- Code de Commerce, mis à jour et annoté par MAHMOUD BEN CHEIKH*, Tunis, 1975.
- Code général des impôts: Nouvelle rédaction du livre cinquième introduite par l'annexe fiscale à la Loi n. 77-1003 du 30 décembre 1977 portant loi de finances pour la gestion 1978*, Abidjan.
- COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, *How Low Income Countries: Can Advance Their Own Growth. The Lesson of Experience*, September 1966.
- COMMISSION AD HOC BOURSE, *Note sur l'information et la sensibilisation du public à l'épargne valeurs*, Tunis, 27 juin 1976.
- HERCULANO BORGES DA FONSECA, *Financial Institutions of Latin America: The Policies to attract Savings for Development*, in INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, *The Mobilization of Financial Resources in Latin America*, Lima, May 11-12, 1971.

- ARN. J. D'AILLY, *Rapport sur le marché des capitaux et la bourse des valeurs*, dattiloscritto, Tunis, 1963.
- L. DALDRY, *Nigeria*, in W.F. CRICK (ed.), *Commonwealth Banking Systems*, Clarendon Press, Oxford, 1965.
- PAUL DECROUX, *Les Sociétés en droit marocain*, Ed. La Porte, Rabat, 1978.
- GIORDANO DELL'AMORE, *I mercati monetari*, ed. Giuffrè, Milano, 1969.
- DEPARTMENT OF ECONOMIC AFFAIRES, UNITED NATIONS, *Domestic Financing of Economic Development*, New York, 1950.
- KERSI D. DOODHA, *Stock Exchanges in a Developing Economy*, Bombay University Press, Bombay, 1962.
- GRAEME S. DORRANCE, *The Instruments of Monetary Policy in Countries Without Highly Developed Capital Markets*, in « I.M.F. - Staff Papers », vol. XII, 1965.
- P.J. DRAKE, *Development in Malaya and Singapore*, Camberra, A.N.U. Press, 1969.
- *The New-Issues Boom in Malaya and Singapore 1961-1964*, in « Economic Development and Cultural Change », October 1969.
- *Securities Markets in Less-Developed Countries*, in « The Journal of Development Studies », vol. 13, n. 2, January 1977.
- ECONOMIC COMMISSION FOR AFRICA, *Summaries of economic data: Tunisia*, February 1975.
- HOLGER L. ENGBERG, *The Nairobi Stock Exchange: an Organised Market in a Developing Country*, in « The Journal of Management Studies », March 1976.
- FONDS NATIONAL D'INVESTISSEMENT, *Rapport d'activité pour l'exercice 1976*, Abjdian, 1966.
- MILTON FRIEDMAN, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Publ. Co., Chicago, 1969.
- ERIC L. FURNESS, *Money and Credit in Developing Africa*, Ed. Meinemann, London, 1975.
- VICENTE GALBIS, *Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach*, in « Journal of Development Studies », vol. 13, n. 2, anuary 1977.
- J.K. GALBRAITH, *Il nuovo stato industriale*, ed. Einaudi, Torino, 1968.
- A. GERSCHENKRON, *Economic Backwardness in Historical Perspective: a Book of Essays*, Cambridge, 1962.
- DAVID GILL, *Role of Investment Banking in Developing Countries*, in « Savings and Development », Finafrica Quarterly Review, n. 3, 1980.
- RAIMOND W. GOLDSMITH, *Financial Structure and Development*, New Hale, Yale University Press, 1969.

- *Facteurs Déterminants de la Structure Financière*, Centre de Développement de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris, 1966.
- *The Mobilization of Domestic Resources for Economic Growth through the Financial System*, in INTER AMERICAN DEVELOPMENT BANK, *The Mobilization of Internal Financial Resources in Latin America*, Lima, May 11-12, 1971.
- *Capital Markets and Economic Development*, Paper presented to the International Symposium on the Development of Capital Markets, Rio de Janeiro, September 1971.
- JOHN G. GURLEY e E. SHAW, *Financial Aspects of Economic Development*, in « American Economic Review », September 1955.
- *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington, 1960.
- *Financial Structure and Economic Development*, in « Economic Development and Cultural Change », April 1967.
- DOUGLAS GUSTAFSON, *The Development of Nigerian's Stock Exchange*, in T.J. FARER (ed.), *Financing African Development*, M.I.T. Press, Cambridge, 1965.
- *Promoting Broader Ownership of Private Securities in the Low Income Countries*, in W. DIAMOND (ed.), *Development Finance Companies: Aspects of Policy and Operation*, published by The Jhon Hopkins Press for the World Bank Group, Baltimore, 1968.
- INTERNATIONAL MONETARY FOUND, *International Statistic Yearbooks*, Washington D.C., 1969.
- H.G. JOHNSON, *Inside Money, Outside Money, Income, Wealth and Welfare in Monetary Theory*, in « Journal of Money, Credit and Banking », February 1968.
- J.M. KEYNES, *Occupazione, interesse e moneta. Teoria generale*, ed. Utet, Torino, 1968.
- DEENA R. KHATKAHTE, *Analytic Basis of the Working of Monetary Policy in Less Developed Countries*, « I.M.F. - Staff Papers », November 1972.
- J.G. KLEVE, *The Financing of Investments in Tunisia, 1961-1971*, dattiloscritto, U.N.D.P., Tunis.
- NICOLAS KRUL, *Quelques Aspects de la Collecte de l'Epargne dans les Pays en Vie de Developement*, in « Saggi in onore di Giordano Dell'Amore », vol. I, Giuffrè, Milano, 1962.
- A. LAMFALUSSY, *Les marchés financières en Europe*, Presses Universitaire de France, 1968.
- D. LEVIARI - D. PATINKIN, *The Role of Money in a Simple Growth Model*, in « American Economic Review », September 1968.

- J. LOXLEY, *East African Stock Exchanges*, in P.A. THOMAS (ed.), *Private Enterprise and the East African Company*, Tanzania Publishing House, Dar Es Salaam, 1969.
- GEORGE C. MANIATIS, *Reliability of the Equities Market to Finance Industrial Development in Greece*, in « Economic Development and Cultural Change », July 1971.
- SEIKI NAKINO, *Raising Funds in the Brazilian Securities Market*, Institute of Developing Economies, Special Paper n. 3, Tokyo, 1976.
- E. MANDEL, *Traité d'économie marxiste*, René Juillard, Paris, 1962.
- PETER MARRIS e ANTONY SOMERSET, *African Businessmen*, ed. Routledge Kegan, London, 1971.
- MARIO MASINI, *Presentazione all'edizione italiana del volume di E.S. SHAW, Intensificazione dei processi finanziari nello sviluppo economico*, ed. Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Milano, 1976.
- *Il contributo del sistema bancario alla politica del risparmio dei paesi in di sviluppo*, in « Il Risparmio », settembre 1970.
- ARNALDO MAURI, *Il mercato del credito nei paesi sottosviluppati*, ed. Giuffrè, Milano, 1966.
- HON P. MBOYA, *The Role of Private Sector in Kenyan National Development*, in P.A. THOMAS (ed.), *Private Enterprise and the East African Company*.
- RONALD J. MCKINNON, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973.
- MINISTÈRE DES FINANCES, *Compte-rendu de l'activité des entreprises d'assurances et de reassurances*, Rabat, annate varie.
- MINISTÈRE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES, Bureau d'Etudes et de la Coordination, *Etudes économiques et financières*, n. 12, Abidjan, décembre 1972.
- MINISTÈRE DE L'ECONOMIE, DES FINANCES ET DU PLAN, *La Côte d'Ivoire en chiffre*, 1978-1979.
- PAOLO MOTTURA, *Il sistema bancario della Tunisia, 1956-1970*, ed. Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Milano, 1972.
- A.R. NOBAY, *Manipulating Demand for Money: Discussion*, in M. PARKIN - A.R. NOBAY (ed.), *Essays in Modern Economics: the Proceedings of the Association of University Teachers of Economics*, London, 1973.
- RAGNAR NURKSE, *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, Basil Blackwell, Oxford, 1964.
- G.O. NWANKWO, *Basic Economics, an Introduction for West African Students*, Cambridge University Press, Cambridge, 1977.
- *Public Participation in the Nigerian Financial Sector*, in « Savings and Development », Finafrica Quarterly Review, n. 3, 1979.

- S.G. PANANDIKAR, *Banking in India*, ed. Orient Longmans Ltd., Bombay, 1966.
- G.A. PARIENTE, *Emission monétaire, équilibre financier et développement économique*, in « Servir », n. 3, 1, 1968.
- HUGH T. PATRICK, *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, in « Economic Development and Cultural Change », April 1967.
- PHILLIPS PERERA, *Development Finance. Problems and Prospects*, Praeger Publ., New York, 1969.
- J. PONCET, *L'économie tunisienne depuis l'indépendance*, in « Les Economies Maghrébiniennes », Paris, 1971.
- RICHARD PORTER, *The Promotion of the « Banking Habit » and Economic Development*, in « Journal of Development Studies », July 1966.
- Quarterly Economic Review of Ivory Coast, Togo, Benin, Niger, Upper Volta*, 4th Quarter 1976, « The Economist Intelligence United Ltd. ».
- J. ROBINSON, *Economic Heresies*, Basic Books, 1971.
- J. ROBINSON - J. EATWELL, *An Introduction to Modern Economics*, McGraw-Hill, London, 1973.
- ALLAN R. ROTH, *Capital Market Development in Israel and Brazil: Two Examples of the Role of Law in Development*, in « Stanford Law Review », June 1967.
- JOSEPH A. SCHUMPETER, *The Theory of Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1961.
- ROBERTO RUOZI, *Inflazione, risparmio e aziende di credito*, Giuffrè, Milano, 1976.
- CLAUDIO SEGRÈ, *Capital Markets in Developing Countries: Institutional Problems and Growth Prospects*, in INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, *The Mobilization of Financial Resource in Latin America*, Lima, May 11-12, 1971.
- Séminaire national sur l'épargne*, Tunis, les 8, 9, 10 juin 1967, « Cahiers du Centre de Recherches et d'Etudes Administratives », n. 2, Publication de l'Ecole Nationale d'Administration, Tunis, 1969.
- EDWARD S. SHAW, *Intensificazione dei processi finanziari nello sviluppo economico*, ed. Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Milano, 1976.
- SOCIÉTÉ NATIONALE D'INVESTISSEMENT, *Exercice*, Rabat, vari anni.
- SOCIÉTÉ NATIONALE D'INVESTISSEMENT, *La S.N.I.*, Rabat, 27 octobre 1977 (dattiloscritto).
- SONAFI, *Rapport d'activité*, Abidjan, numeri vari.
- J.L. STEIN, *Monetary Growth Theory in Perspective*, in « American Economic Review », March 1970.
- J. TOBIN, *Money and Economic Growth*, in « Econometrica », October 1965.

- U.N. ECAFE, *Measure for Mobilizing Domestic Saving for Productive Investment*, in « Economic Bulletin for Asia and the Far East », December 1962.
- UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT ORGANIZATION, *Domestic and External Financing*, Unido Monograph No. 16, New York, 1969.
- UNITED NATIONS INDUSTRIAL DEVELOPMENT ORGANIZATION, *Summaire of Industrial Development Plans*, vol. I, 1978.
- RALF VON GERDOFF, *Savings Credit and Insurance in Brazil*, ed. Government Print Office, Barbados, 1962.
- U TUN WAI e HUGH T. PATRICK, *Stock and Bond Issues in Less Developed Countries*, in « International Monetary Fund - Staff Papers », July 1973.
- H. VIAUX, *Rapport sur l'organisation du marché financier en Tunisie*, Tunis, Juin 1963.
- J.F. WESTON - E.F. BRIGAM, *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna 1974.
- Afrique Industrie*, Paris, 15 octobre 1977, ...
- Allocution de Monsieur Kanan Bédie, Ministre de l'Economie et des Finances pour l'inauguration de la Bourse des Valeurs*, Abjdian le 2 avril 1978.
- La presse, les entreprises et l'information*, Séminaire organisé par la Bourse des Valeurs Mobilières & l'Agence Tunis-Afrique-Presse, Tunis 29 et 30 juillet 1974 (dattiloscritto).
- Le marché financier dans un pays en développement*, dattiloscritto, Tunis, 24 mars 1978.
- Marchés tropicaux*, 21 avril 1978 e 26 août 1978.
- Nigeria*, in « Financial Times » del 29 e del 30 agosto 1978.



INDICE DELLE TABELLE

PARTE SECONDA

CAPITOLO I

	<i>pag.</i>
Tab. 1. La formazione del risparmio e gli investimenti in Costa d'Avorio	152
Tab. 2. Emissioni e utilizzazioni annuali e cumulative dei certificati F.N.I. nel periodo 1963-1976	153
Tab. 3. Emissioni lorde dei prestiti obbligazionari C.A.A.	154
Tab. 4. Dati relativi alle operazioni effettuate dal Comitato di quotazione dei valori mobiliari	155
Tab. 5. Emissioni lorde e sottoscrizioni dei prestiti obbligazionari della Sonafi	158
Tab. 6. Prospetto degli investimenti delle imprese di assicurazione	159
Tab. 7. Mobilitazione del risparmio mediante i piani di risparmio borsa	160
Tab. 8. Evoluzione dei corsi azionari	161

CAPITOLO II

Tab. 1. Quadro riassuntivo delle operazioni effettuate dopo la creazione dell'O.T.C.V.M. dal 1945 al 1969	169
Tab. 2. Risparmio nazionale suddiviso per settori di formazione (1960-1977)	171
Tab. 3. Evoluzione del volume globale delle emissioni	182
Tab. 4. Evoluzione delle emissioni obbligazionarie	183
Tab. 5. Campione rappresentativo della struttura delle sottoscrizioni	185
Tab. 6a. Evoluzione delle emissioni di azioni	189

	<i>pag.</i>
Tab. 6b. Ripartizione delle emissioni azionarie per classi di capitali sociali (1970-1976)	190
Tab. 7a. Struttura del capitale di un campione di 267 Società anonime	191
Tab. 7b. Struttura dell'azionariato di un campione di 160 Società anonime	191
Tab. 8. Struttura del mercato permanente	194
Tab. 9. Evoluzione del volume annuale delle transazioni di valori mobiliari	195
Tab. 10. Contributo del mercato mobiliare primario al finanziamento degli investimenti	196
Tab. 11. Tasso medio di rotazione dei titoli a reddito variabile . .	197

CAPITOLO III

Tab. 1. Volume delle negoziazioni annue dell'O.C.V.N.	207
Tab. 2. Emissioni lorde di valori mobiliari	221
Tab. 3. Investimenti delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione	223
Tab. 4. Le operazioni in valori mobiliari della Caisse de Dépôt et de Gestion	227
Tab. 5. Volume delle negoziazioni di titoli a reddito fisso e di titoli a reddito variabile	234
Tab. 6. Volume delle negoziazioni di valori mobiliari di ciascun comparto del mercato secondario	235
Tab. 7. Evoluzione della capitalizzazione di borsa, del numero di società e di titoli quotati	240
Tab. 8. Indice dei corsi dei titoli quotati e tasso di rendimento medio annuo dei titoli a reddito variabile quotati	241

INDICE GENERALE

<i>Premessa</i>	<i>pag.</i> 1
PARTE PRIMA	
IL RUOLO DEI MERCATI FINANZIARI ORGANIZZATI NELLO SVILUPPO ECONOMICO	
<i>Considerazioni introduttive</i>	13
1. <i>Le funzioni dei mercati mobiliari nei Paesi in via di sviluppo: a) La promozione dello sviluppo economico</i>	17
1.1. I riflessi sul volume aggregato di risparmio	19
1.2. I riflessi in termini di riallocazione, in senso più efficiente dello stock iniziale di ricchezza reale e di incremento del risparmio finanziario	34
1.3. I riflessi sul volume aggregato d'investimento e sull'allocazione del risparmio	43
2. <i>Le funzioni dei mercati mobiliari nei Paesi in via di sviluppo: b) Altre funzioni e finalità</i>	51
2.1. Il contributo al perseguimento di economie di scala	52
2.2. I riflessi sulla concentrazione del potere economico, del reddito e della ricchezza	53
2.3. I riflessi sulla gestione aziendale e gli stimoli alla valorizzazione delle capacità imprenditoriali	55
2.4. Il contributo all'attuazione di processi di indigenizzazione e/o di privatizzazione dell'attività produttiva	56
2.5. I riflessi sulla condotta della politica monetaria	58
3. <i>I pre-requisiti necessari per la creazione di un mercato mobiliare</i>	61
3.1. L'adeguatezza delle caratteristiche quali-quantitative delle imprese	62

	<i>pag.</i>
3.2. Il livello e la ripartizione del risparmio interno e la preparazione dei soggetti preposti alle scelte d'investimento	63
3.3. Il livello e la struttura dei saggi di rendimento degli impieghi finanziari	66
3.4. Altri fattori politico-sociali e giuridici	66
4. <i>Le misure volte a favorire lo sviluppo del mercato mobiliare</i>	69
4.1. Le misure dirette ad influire sull'offerta di titoli	70
4.2. Le misure dirette ad influire sulle sottoscrizioni	76
5. <i>I costi e i rischi connessi alla creazione di un mercato mobiliare in contesti sottosviluppati</i>	83
5.1. I costi di struttura, di funzionamento e di accesso al mercato	86
5.2. Il rischio di arrecare pregiudizi allo sviluppo e alla stabilità della struttura finanziaria e del sistema economico	88
<i>Conclusioni</i>	97

PARTE SECONDA

I MERCATI MOBILIARI DEI PAESI AFRICANI FRANCOFONI

<i>Considerazioni introduttive</i>	101
1. <i>Il mercato mobiliare e la borsa valori in Costa d'Avorio</i>	105
<i>Premessa</i>	105
1. Aspetti salienti del sistema economico-sociale della Costa d'Avorio	106
1.1. Le istituzioni interne volte a promuovere lo sviluppo economico	113
2. La genesi del mercato mobiliare e le esperienze precedenti e preparatorie la creazione della borsa valori	121
3. La creazione della borsa valori e le funzioni ad essa attribuite	126
3.1. La struttura e l'organizzazione della borsa valori	129
3.2. Il funzionamento della borsa valori	131
4. L'evoluzione del mercato mobiliare in seguito alla creazione della borsa valori	134
4.1. Il mercato primario	134
4.2. Il mercato secondario	143
5. Conclusioni e prospettive future	148

	<i>pag.</i>
2. <i>Il mercato mobiliare e la borsa valori in Tunisia</i>	163
1. La genesi del mercato mobiliare tunisino	163
1.1. Il prestito obbligazionario della Caisse Foncière e la nascita delle Chambres de Compensation (1937-1945)	163
1.2. L'Office Tunisien de Cotation des Valeurs Mobilières e le sue vicende (1945-1970)	165
2. La creazione della borsa valori e le funzioni ad essa attribuite . . .	173
2.1. La struttura e l'organizzazione della borsa valori	175
2.2. Il funzionamento della borsa valori	177
3. L'evoluzione del mercato mobiliare successivamente alla creazione della borsa valori (1970-1977)	179
3.1. Il mercato primario	180
3.2. Il mercato secondario	193
4. Conclusioni e prospettive future	199
3. <i>Il mercato mobiliare e la borsa valori in Marocco</i>	203
1. La genesi del mercato mobiliare marocchino	203
1.1. La creazione e l'attività dell'Office de Compensation des Va- leurs Mobilières (1929-1947)	203
1.2. La trasformazione dell'Office de Compensation in Office de Cotation des Valeurs Mobilières e le sue vicende (1948-1964)	206
2. La creazione della borsa valori di Casablanca	207
2.1. La struttura e l'organizzazione della borsa valori	210
2.2. Il funzionamento della borsa valori	213
3. L'evoluzione del mercato mobiliare successivamente alla creazione della borsa valori	217
3.1. Il mercato primario	218
3.2. Il mercato secondario	233
4. Conclusioni e prospettive future	244
<i>Bibliografia</i>	251
<i>Indice delle tabelle</i>	259



Sommario

Lo studio di A. Calamanti è volto ad esaminare il contributo che i mercati finanziari organizzati possono apportare allo sviluppo economico, in particolare negli stadi di pre-industrializzazione. Nella prima parte del lavoro, l'autore affronta la generale problematica connessa all'attivazione e al funzionamento dei mercati mobiliari nelle economie ritardate, con un approccio tendente a ricondurre l'argomento investigato nell'ambito di un'indagine allargata alla più ampia fenomenologia dei processi di sviluppo e di intensificazione finanziaria e dei relativi influssi sui fenomeni reali.

Vengono così presi in esame i possibili riflessi spiegati dalla creazione di un mercato mobiliare: sul volume aggregato di risparmio e d'investimento; sull'allocazione delle risorse; su vari aspetti della gestione aziendale; sulla concentrazione del reddito, della ricchezza e del potere economico; sui processi di indigenizzazione e di privatizzazione dell'attività economica nonché sulla condotta della politica monetaria. Valutato il ruolo che il mercato mobiliare può al riguardo svolgere, l'autore passa ad individuare i pre-requisiti necessari per poter procedere alla sua attivazione e le relative misure di sostegno e di sviluppo. Segue poi una disamina dei costi e dei rischi connessi alla creazione e al funzionamento dei mercati in parola, nella quale si enfatizzano, in modo particolare, i rischi di arrecare pregiudizi allo sviluppo e alla stabilità della struttura finanziaria e del sistema economico. Sulla scorta del quadro teorico di riferimento così costruito, l'autore investiga le esperienze maturate, in tema di mercati finanziari organizzati, da alcuni paesi africani, soffermandosi dettagliatamente sulle vicende della Costa d'Avorio, del Marocco e della Tunisia.

Dei mercati mobiliari di tali paesi, che hanno costituito oggetto di un apposito studio *in loco*, vengono descritte le origini, il processo evolutivo, le modalità di funzionamento e vengono avanzate alcune osservazioni circa le finalità perseguite, i risultati ottenuti e le future prospettive.

