

SOCIETÀ ITALIANA
DEGLI STORICI DELL'ECONOMIA

**TRA RENDITA E INVESTIMENTI
FORMAZIONE E GESTIONE
DEI GRANDI PATRIMONI IN ITALIA
IN ETÀ MODERNA E CONTEMPORANEA**

*Atti del terzo Convegno Nazionale
Torino 22-23 novembre 1996*



CACUCCI EDITORE - BARI

NICOLA DE IANNI

APPUNTI E SPUNTI SULLA GESTIONE DEI GRANDI PATRIMONI MOBILIARI NEL XX SECOLO

1. UN CENNO AGLI SCENARI EVOLUTIVI

È nato prima l'uovo o la gallina? Non c'è alcun dubbio che per l'operatore finanziario è nata prima la gallina. Se supponiamo che questa sia il capitale e l'uovo il suo frutto, allora possiamo anche dedurre che l'attività si esaurisce nella sola gestione del patrimonio se è vero che l'accumulazione ne costituisce il fine. Diviene pertanto necessaria la dimensione quantitativa e dunque quand'è che un patrimonio può definirsi grande? Come muta questa grandezza tra inizio e fine secolo? L'uso di serie storiche in lire costanti ci aiuta a definire con maggior precisione il fenomeno oppure no?

Cominciamo dalla fine. L'uso di serie in lire costanti appare fuorviante in quanto assegna un valore assoluto a dati che viceversa possono risultare significativi soltanto se utilizzati in misura relativa. Si può affermare quindi che quanto più lunga è la serie, tanto maggiore è l'inefficacia della sua definizione quantitativa. Viceversa in termini di confronto orizzontale il dato assume tutta la sua rilevanza deduttiva, ma a quel punto diventa inutile l'utilizzo di coefficienti correttivi.

Anche se non è utile a misurare con precisione il fenomeno finanziario, una serie in lire costanti consente di individuare in un "trend" di lungo periodo i più significativi passaggi. Per esempio, l'indice dei prezzi al consumo, negli anni in cui il valore è più elevato crea le premesse della distorsione degli anni successivi; per cui dal 1900 al 1914 otteniamo una serie di 14 anni più significativa di quella del triennio 1915-1918. Infatti nel primo caso abbiamo una svalutazione con capitalizzazione composta pari al 13,14%, nel secondo siamo al 246,82%¹.

In definitiva, è paradossalmente vero che si può avere una idea più precisa della dimensione di un patrimonio se introduciamo qualche variabile qualitati-

¹ ISTAT, Indice costo della vita di operai e impiegati, anni 1900-1918.

va. Un esempio servirà a chiarire il ragionamento. Noi sappiamo che intorno alla metà degli anni Trenta nel nostro paese uno stipendio mensile di 1000 lire era valutato positivamente e tanto auspicato da consacrare nella cultura popolare il successo della famosa canzone. Ora se con riferimento all'indice nazionale del costo della vita trasformiamo 1000 lire del 1935 in lire 1985 otteniamo 899.587 lire che diventano 1.514.222 dieci anni dopo². Simili stipendi, e ciò non soltanto per l'aumentato tenore di vita rispetto al 1935, non sono certo auspicati oggi. Bisognerebbe almeno raddoppiarli per ottenere un potere di acquisto effettivamente vicino a quello di sessant'anni fa. Con il che si dimostra come deduzioni assolute da dati di lungo periodo possano risultare quanto meno fuorvianti³.

Possiamo inoltre affermare, senza timore di essere smentiti, che col passare degli anni nel corso del secolo XX, i patrimoni hanno subito una sorta di democratizzazione, nel senso cioè di essere aumentati di numero e diminuiti di entità: abbiamo cioè oggi 1000 patrimoni di un miliardo, laddove nel 1900 ne avevamo uno di 150-200 milioni in lire correnti, stimabile in 1000 miliardi di oggi. Dunque la gestione del risparmio era un problema d'élite⁴.

Ma torniamo alla gallina. L'opzione dell'operatore finanziario per la gallina si configura come una vera e propria scelta. pregiudiziale, foriera, a sua volta, di ulteriori altre scelte. In effetti, nella sua attività quotidiana, il gestore è chiamato ogni volta a decidere in un senso o in un altro in nome di una analisi previsionale su valori, titoli, tassi, cambi. Nella misura in cui le scelte sono in sintonia con le diverse variabili finanziarie, tanto più la gestione risulta positiva.

L'universo finanziario del grande investitore agli inizi del secolo è costituito da tassi stabili e assenza di inflazione, ristretta varietà di titoli, mercato finanziario limitato, dominato dalla banca mista, scarsa trasparenza, poca informazione⁵. La crisi del 1907 costituisce per certi versi un salutare arresto di un uso disinvolto del mercato azionario da parte dei suoi principali protagonisti⁶. L'apogeo della grande banca è con la legge del 1913 che ridimensiona ulterior-

² *Ibidem*, anni 1935-1985.

³ Naturalmente sarebbe opportuno prendere in considerazione anche altri valori qualitativi come per esempio il livello medio della vita dei cittadini.

Sotto questo profilo si potrebbe perfino sostenere che le 1.000 lire al mese del 1935 (equivalenti a 1.514.222 del 1995) rappresentavano una aspirazione per il più basso tenore generale di allora rispetto ad oggi.

⁴ La considerazione potrebbe non essere valida per i grandissimi patrimoni perché anche oggi essi sono tendenzialmente molto concentrati. Resta il fatto che valutazioni di questo tipo sono rese più difficili dalla scarsa attendibilità dei metodi di misurazione dei patrimoni individuali. A meno che i dati non siano ricavati dai non molto numerosi ma spesso archivi personali. Per fare soltanto due esempi si pensi a quella vera e propria miniera di informazioni costituita dall'Archivio Ferrari-De Galiera per l'800 e le numerosissime indicazioni sul patrimonio di Francesco Saverio Nitti desumibili dalle sue carte.

Si veda P. Massa (a cura di), *I Duchi di Galliera. Alta finanza, arte e filantropie tra Genova e l'Europa nell'Ottocento*, Genova, 1990 e F. Barbagallo, Nitti, Torino, 1984.

⁵ A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906*, 3 voll., Milano, 1974-75.

⁶ I numerosi episodi raccontati da Franco Bonelli ci restituiscono un quadro nitido dei rapporti di forza a favore della banca mista e contemporaneamente contestualizzano il primo consistente intervento dell'Istituto centrale in qualità di prestatore di ultima istanza. F. BONELLI, *La crisi del 1907*, Torino, 1971.

mente la tradizionale figura degli agenti di cambio⁷. Lo scoppio della guerra produce effetti devastanti nel mercato soprattutto con la nascita della nuova figura del “raider”, rastrellatore di azioni. Inizialmente sono due i fattori che rendono più agevoli questo tipo di operazioni: il livello basso delle quotazioni per via delle incertezze determinate dal conflitto e il “surplus” di profitti occasionato dal regime di “mobilitazione industriale”. Immediatamente dopo, l’esplosione del fenomeno inflazionistico sposta il rapporto di forza tra denaro e titoli a favore di questi ultimi. Si determina una spirale, in quel momento virtuosa, per cui rialzo chiama rialzo. Il “raider” va alla conquista di pacchetti significativi delle società quotate, con l’intento di mettere in difficoltà il “management” che fino ad allora aveva potuto avere un controllo totale con poca spesa. Questa attività produce stravolgimenti negli assetti proprietari, creando le premesse di quegli incroci azionari perversi che oltre ad accrescere al di sopra di ogni limite il livello dei conflitti di interesse, mina alla base la stessa possibilità di crescita delle aziende⁸. Questo fenomeno, che si svolge sullo sfondo di un aspro scontro tra banca e industria, perdura, sia pure con notevoli variazioni di intensità, per tutto il decennio 1916-1925⁹, trovando solida opposizione (di principio) nei provvedimenti De’ Stefani¹⁰ e (ben più concreta poi) nella politica di rivalutazione della lira. Il mercato azionario vive una stagione più intensa non soltanto come mercato secondario di scambio, ma anche come mercato primario di collocamento anche se all’interno di uno scenario di rigido controllo della banca mista.

Il successivo decennio (1926-1935) segna il passaggio del testimone all’Istituto centrale grazie all’incrocio degli interessi statalisti tra la tradizionale burocrazia finanziaria ed il consolidato regime fascista. Diventa assolutamente necessario di fronte agli effetti finanziari di tale politica variare radicalmente l’ottica di investimento. In primo luogo conviene abbandonare le posizioni in valuta, fino ad allora fonte di larghi guadagni, ridurre l’esposizione azionaria, soprattutto quando assume il carattere della partecipazione finanziaria, e concentrare le risorse nelle nicchie di profitto ancora presenti. Nonostante alcuni contraddittori e inopportuni provvedimenti di finanza straordinaria, specie in materia di titoli di stato, la deflazione fortissima nel biennio 1927-1928 e poi stri-

⁷ S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione, Storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Milano, 1995. A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all’agosto 1914*, 2 voll., Milano, 1982. A. ALEOTTI, *Borsa e industria. Cento anni di rapporti difficili*, Milano, 1989.

⁸ L. SEGRETO, *Imprenditori e finanziari*, in G. Mori, (a cura di), *Storia dell’industria elettrica in Italia*, vol. I, tomo I, Le origini, 1882-1914, Roma-Bari, 1993, pp. 314-323 e ID., *Gli assetti proprietari* in G. Galasso (a cura di), *Storia dell’industria elettrica in Italia*, vol. III, tomo I, Espansione e oligopolio, 1926-45, tomo I, Roma-Bari, 1993, pp. 89-173. F. Bonelli (a cura di), *La Banca d’Italia dal 1894 al 1913. Momenti di formazione di una banca centrale*, Roma, 1991. N. DE IANNI, *Capitale e mercato azionario. La Fiat dal 1899 al 1961*, Napoli, 1995.

⁹ A. CONFALONIERI, *Banche miste e grande industria in Italia, 1914-1933*, vol. I, Milano, 1994.

¹⁰ Nel marzo del 1925, nel tentativo di combattere la speculazione, il Ministro delle Finanze, Alberto De Stefani introdusse il vincolo di un deposito pari al 25% del controvalore trattato, scatenando le ire degli ambienti di Borsa. Si veda S. BAIA CURIONI, *Regolazione e competizione*, cit., pp. 343-350, e IDEM, dello stesso il contributo in *Ricerche per la Storia della Banca d’Italia, il mercato del credito e la Borsa*, Roma-Bari, 1994.

sciante fino alla metà degli anni Trenta conferisce ai valori obbligazionari un favore rilevante grazie a tassi di interesse reali con punte superiori al 15%¹¹. La rigida scelta di Mussolini verso la stabilità spiana la strada al piccolo risparmio del ceto medio che trova una significativa tutela nei poteri assegnati alla Banca d'Italia con la legge bancaria del 1936¹².

La fase politica successiva, quella del riarmo, mentre crea i presupposti di una progressiva trasformazione bellica degli apparati industriali, porta a livelli di guardia il peso dell'organizzazione burocratica con effetti sul mercato finanziario che possono riassumersi in una pressoché totale negazione di esso. Vengono infatti a perdere di significato i requisiti elementari che lo definiscono e che possono garantirne il funzionamento. Il mercato azionario, spogliato totalmente della sua funzione primaria viene marginalizzato, ideologicamente combattuto, fiscalmente penalizzato, trasformato in teatro di speculazione di piccolo cabotaggio. Il mercato obbligazionario e dei titoli di stato viceversa assume rilevanza come luogo di collocamento, mentre perde quasi del tutto la sua funzione di scambio¹³. Viene così inaugurato quel sistema coercitivo che mira a ridurre ai minimi termini il campo di scelta dell'investitore. Fino a quando e precisamente al novembre del 1942 la politica del circuito dei capitali riesce a contenere il livello dei prezzi, il risparmio sia pure forzatamente indirizzato verso le esigenze belliche non subisce fortissimi danni¹⁴. Tuttavia il ricordo della prima guerra mondiale, le naturali incertezze del conflitto, la non incrollabile fiducia verso le capacità del regime di uscire vincitore, pongono il grande investitore di fronte alla opportunità di diversificare il patrimonio a favore di materie prime e beni rifugio, in particolare gli immobili, contro il pericolo di una svalutazione della moneta, titoli in valute forti e laddove possibile, esportazione di capitali¹⁵. È naturale che l'insieme di tali opportunità andando contro la politica del fascismo appariva oltremodo ostacolata eppure, a giudicare dal numero di processi contro l'illecito arricchimento fu una strada seguita da molti e spesso in misura proporzionale alla posizione di potere occupata nel regime.

Col dopoguerra si inaugura una stagione di grande dinamismo. L'inflazione produce rilevanti effetti di redistribuzione della ricchezza, gli accessi scontri politici fra l'area moderata e quella più radicale sembrano, nei primi anni, non

¹¹ Nel novembre del 1926, in occasione dell'emissione del prestito del Littorio fu effettuata una operazione forzata sul vecchio consolidato. Successivamente, nel periodo 1932-33, il Ministro delle Finanze Jung decise una nuova operazione di finanza straordinaria dall'esito così infelice che fu necessario un rapido ritorno alle condizioni di partenza. Si veda G. SALVEMINI-V. ZAMAGNI, *Finanza pubblica e indebitamento fra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale*, Roma-Bari, 1993, pp. 139-203.

¹² G. TONIOLO, *Il profilo economico* in G. Guarino-G. Toniolo, (a cura di), *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-36*, Roma-Bari, 1993, pp. 46-101.

¹³ N. DE IANNI, *Capitale e mercato azionario. La Fiat dal 1899 al 1961*, Napoli, 1995, pp. 113-115.

¹⁴ Sul circuito dei capitali si veda C.O. GELSOMINO, *La politica monetaria italiana tra il 1936 e la fine della seconda guerra mondiale* in A. Caracciolo (a cura di), *La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra, 1936-1945*, pp. 122-129.

¹⁵ N. DE IANNI, *La finanza di guerra e la fine del fascismo*, relazione al Convegno, 1943, La scelta, la lotta, la speranza, Istituto Campano per la Storia della Resistenza, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 29-30 settembre, 1 ottobre 1993.

scontare il peso decisivo degli equilibri internazionali¹⁶. Dopo il 1948 il rigido assetto trovato, inquadra lo sviluppo dell'economia italiana in un canale di forte e rapida crescita. Il mercato finanziario non è assolutamente protagonista, costituendo paradossalmente e pur in presenza di un contesto completamente diverso, uno dei punti di maggiore continuità col passato regime. Il meccanismo di finanziamento privilegia le banche raccolte attorno alla chioccia Banca d'Italia¹⁷. L'assenza di una efficace politica industriale, assegna alle svalutazioni competitive gli ulteriori progressi delle nostre aziende. La prassi della esportazione dei capitali si consolida producendo l'effetto di sottrarre risorse possibili agli investimenti. La Borsa è sempre più terreno fertile per operazioni speculative. In particolare, tra la fine degli anni Quaranta e per tutti gli anni Cinquanta, ampi movimenti di oscillazioni dei corsi segnano repentine inversioni di tendenza che sanciscono la formazione di nuovi patrimoni e la pressoché totale scomparsa di altri. I Brusadelli e i Virgillito dominano il campo, sostenuti da operatori professionali come Aldo Ravelli. Enrico Cuccia muove i primi passi in Borsa dove le azioni Mediobanca sono collocate nel 1956¹⁸.

Gli anni Sessanta rappresentano la fine del "boom". I nuovi equilibri del centro-sinistra spaventano un ambiente poco incline alla trasparenza. Per di più, battaglie di principio quali la nazionalizzazione dell'energia elettrica vengono combattute con uno spirito anticapitalistico formalmente giustificato dalle teorie marxiste, ma sostanzialmente ben più vicino alle solide tradizioni massimaliste del socialismo italiano che trovano in queste circostanze l'occasione di una comoda intesa con le logiche demonizzatrici del profitto sempre fortemente presenti nella cultura cattolica. Gli anni Settanta si aprono con la crisi del dollaro e del sistema monetario internazionale prima e proseguono poi con la prima crisi petrolifera¹⁹. Dal 1973 l'indice dei prezzi al consumo ritorna a due cifre e il problema per i grandi investitori diventa quello di come guadagnare in tempi di inflazione²⁰. La situazione politica è resa sempre più precaria da una insoddisfazione di massa radicata e diffusa che trova perfino espressioni estreme e drammatiche nel terrorismo. L'amore degli italiani per gli immobili trova in questo periodo una consacrazione importante, ma solo chi si è avviato con largo anticipo su questo terreno potrà coglierne appieno tutti i vantaggi.

L'ultimo ventennio rappresenta ancora una volta una fase di rapida trasformazione. Tra la fine degli anni Settanta e l'inizio degli anni Ottanta la parte migliore dell'industria italiana porta a compimento una difficile ancorché non certo risolutiva fase di ristrutturazione strutturale²¹. Questo mentre i fondamentali

¹⁶ S. BATTILOSSI, *L'Italia nel sistema economico internazionale*, Milano, 1996.

¹⁷ G. TONIOLO, *Sull'arte del banchiere centrale in Italia*, in *Temì di discussioni*, Banca d'Italia, settembre 1995, ed anche M. DE CECCO-G. FERRI, *Le banche d'affari in Italia*, Bologna, 1996.

¹⁸ F. TAMBURINI, *Misteri d'Italia*, Milano, 1996, pp. 103-130 e ID., *Un Siciliano a Milano*, Milano, 1991.

¹⁹ L. SEGRETO-G. BRUNO, *Finanza e industria in Italia (1963-1995)*, in *Storia dell'Italia repubblicana*, Einaudi, 1996, pp. 526-554. Nello stesso volume si veda anche A. GRAZIANI, *L'economia italiana e il suo inserimento internazionale*, pp. 349-398.

²⁰ P. PANERAI-E. MORELLI, *Come guadagnare in tempi d'inflazione*, Milano, 1982.

²¹ C. ROMITI, *Quegli anni alla Fiat*. Intervista di G. Pansa, Milano, 1988, pp. 133-159.

economici sono in via di rapido peggioramento soprattutto se confrontati in termini relativi con quelli dei principali competitori esteri. Il governo della politica trova modo di strumentalizzare le ragioni di una sana e severa gestione delle risorse a fini demagogici e di consenso popolare. Il debito pubblico, il deficit statale, la crescita del prodotto interno lordo, il livello dei tassi e dei prezzi indeboliscono a tal punto l'economia del nostro paese da determinare una sorta di vera e propria rivoluzione politica che vede scomparire dalla scena i maggiori protagonisti²². In questa fase delicata si inseriscono le recenti vicende che hanno portato l'Italia nell'estate del 1992 ad uscir fuori dai vincoli di cambio europei. È seguita, per circa trenta mesi, una forte svalutazione, si è poi avviato un processo di riorganizzazione finanziaria le cui tappe prevedono come obiettivo finale il rispetto dei parametri di Maastricht e l'ingresso coi grandi nel progetto di moneta unica europea.

2. RICCARDO GUALINO (1879-1964) FRA FINANZA E STORIA

Spunti tematici

Alberto Beneduce e Giuseppe Toeplitz sono certamente due fra i maggiori protagonisti della scena finanziaria italiana del XX secolo. Erano molto diversi, ma avevano in comune il senso del danaro. Il capo della Comit gestiva i capitali come se fossero i suoi e alla fine uscì sconfitto proprio perché non lo erano. Il fondatore dell'Iri viceversa non commise mai questo errore e la sua vicenda dimostra che a determinate condizioni (quelle dello stato imprenditore) era ancora possibile, come all'inizio del secolo, scindere proprietà e potere e scegliere di rinunciare alla prima per dedicarsi alla conquista e alla conservazione del secondo.

Chi ha avuto modo di studiare il materiale d'archivio sul tramonto della banca mista non può fare a meno di osservare la determinazione, quasi un accanimento, di Beneduce nei confronti di Toeplitz apparentemente non giustificati né dalla situazione, né dai rapporti personali fra i due. Il motivo di questo atteggiamento è probabile si possa far risalire alla cosiddetta "pratica Gualino". Con questo linguaggio un po' burocratico, ma assai frequente negli ambienti della Banca d'Italia dell'epoca, ci si riferiva a quello scabroso problema dalle dimensioni davvero grandissime e pieno di insegnamenti per tutti, che scaturì dai rapporti col finanziere piemontese²³. Se infatti si presta attenzione alle date dell'affare, che va ingrossandosi sempre più a partire dalla seconda metà degli anni Venti, che esplose fragorosamente nel novembre del 1930 e che si trascina dolorosamente per altri undici anni, si può ben capire la fermezza di Beneduce, peraltro pienamente condivisa da Mussolini.

²² D. PESOLE, *La vertigine del debito*, Roma, 1994, pp. 112-168.

²³ ASBI, Fondo Segreteria Particolare, corda 275, fasc. Pratiche Speciali. Pratica Gualino, Id., Fondo Sconti, b. 1958, fasc. 1-2-3, Id., Direttorio Introna, corda 30-31-32, Direttorio Azzolini, corda 115; Id., CSVI, corda 353, Gruppo Gualino, corda 356, UNICA; Id., Sconti, corda b. 164, (1913-14) e corda 166, (1916-20).

Gualino è considerato uno dei più avventurosi protagonisti della storia economica e finanziaria italiana. I luoghi comuni sul suo conto si sprecano (grande speculatore, audace “raider”, geniale industriale, appassionato cultore d’arte e mecenate, coraggioso, irriducibile e perseguitato antifascista, etc.)²⁴.

Gli studi sulla sua attività sono stati approfonditi grazie ad una ricca documentazione archivistica, ma permangono numerose zone d’ombra, che sarebbe opportuno eliminare²⁵.

In questa sede cercheremo di far luce su alcuni punti specifici della “pratica Gualino” per inserirla insieme ad altri esempi nel contesto più ampio della gestione dei patrimoni nel XX secolo.

a) Dimensione del patrimonio

Nel 1900 Gualino ha 21 anni e parte da zero, arriva nella seconda metà degli anni Venti ad accumulare un patrimonio di circa 600 milioni²⁶.

Alla fine del 1931 si ritrova con un passivo di 687 milioni, e un attivo di poche decine di milioni. I suoi principali creditori risultano essere la Banca Agricola Italiana per 467 milioni, la Banca d’Italia per 147 milioni e una settantina di altri creditori, molti dei quali privati, per altri 73 milioni. Nel marzo del 1931 l’Istituto di Liquidazioni si era accollato l’intera posizione della Banca Agricola Italiana per un impegno di 1146 milioni. Dopo la nascita dell’Iri e il passaggio degli ex sportelli dell’Agricola ad una diecina di banche, capofila la Banca nazionale del lavoro di Osio, all’Istituto di Beneduce restava nel luglio del 1940 un credito verso Gualino di circa 157 milioni, e alla Banca d’Italia un credito di 137 milioni. Il recupero con la liquidazione del patrimonio Gualino fu irrisorio (2,4%) anche perché, sin dal 1932 tutti gli altri creditori si erano accordati, dal 1932 per una transazione del 10%. Nel 1941, dietro forti pressioni su Mussolini di molte autorità del regime, tra cui l’avv. Rolandi-Ricci, la Banca d’Italia finì per accettare a saldo dei crediti circa 4,5 milioni, mentre una cifra di 3,5 era stata offerta all’Iri e da questo rifiutata.

b) Caratteristiche di Gualino come gestore del patrimonio

Come tutti i finanziari e gli industriali del primo ventennio del secolo, Riccardo Gualino pensava che una netta distinzione tra il patrimonio personale e

²⁴ Oltre alle carte in ASBI si vedano quelle in ACS, Segreteria particolare del duce, Carteggio Riservato, b. 102; Ministero di Grazia e Giustizia, Confinati Politici, fascicolo Gualino Riccardo.

²⁵ Si veda F. CHIAPPARINO, *Note per una biografia imprenditoriale di Riccardo Gualino* in D. Bigazzi, (a cura di), *Storie di imprenditori*, Bologna, 1996, pp. 357-379; IDEM, *Il tentativo di concentrazione dell’industria dolciaria italiana negli anni Venti: Gualino e l’UNICA (1924-1934)*, in “Annali di Storia dell’Impresa”, nn. 5-6, (1989-1990), pp. 323-374; IDEM, Gualino in Europa Orientale (1908-1915), in D. Bigazzi e F. Rampini, (a cura di), *Imprenditori italiani nel mondo ieri e oggi*, Milano, 1996, pp. 99-121. A tali saggi si rinvia per una particolareggiata bibliografia sul personaggio.

²⁶ La stima è riferita al 1927 che può essere considerato l’anno di svolta per il patrimonio di Gualino. Se si calcolano le capitalizzazioni delle principali imprese controllate (SNIA, Unione Italiana Cementi, UNICA, Banca Agricola Italiana e la Holfra (Holding Française), finanziaria che conteneva il pacchetto di maggioranza della Banca Oustric) si arriverebbe a circa 3 miliardi. Ma bisogna considerare che il Gualino fu tra i primi con artifici di ingegneria contabile a ridurre le partecipazioni di controllo e sfruttare al massimo la leva finanziaria.

quello delle società di cui aveva il controllo non gli giovasse. Possiamo anzi dire che fosse convinto del contrario. Sin dalle origini della sua attività abbiamo numerosi esempi della scarsa trasparenza di questo rapporto che probabilmente veniva vissuto come una condizione necessaria alla crescita del proprio gruppo. Di qui l'immagine di un Gualino imbattibile persuasore, eccezionale venditore di idee, ma circondato da un crescente alone di diffidenza²⁷. La spinta ad un tale atteggiamento derivava probabilmente anche dalla capacità di convincere innanzitutto se stesso, sullo sfondo di una soggettività esasperata che lo portava, senza che nessuno e soprattutto il suo interlocutore se ne accorgesse, anche al di fuori della realtà. Aveva certamente il fiuto e la passione per gli affari, riusciva a capirne prima degli altri le possibilità di sfruttamento e il suo interesse era sempre direttamente proporzionale ai potenziali margini di profitto. È rimasta traccia scritta della definizione di geniale attribuita da lui alla sua proposta di sistemazione della Banca Agricola Italiana, proposta che oggi appare più che altro azzardata²⁸.

c) Strumenti utilizzati per l'accrescimento del patrimonio

Quali strumenti di gestione Gualino utilizzò per accrescere così fortemente ed in così poco tempo il suo patrimonio? Lo strumento principale è certamente il largo ricorso al debito, sempre maggiore man mano che le pressioni inflazionistiche nel paese misero in moto rapidi meccanismi di svalutazione che riducevano il passivo e aumentavano l'attivo in una spirale virtuosa che durò almeno un decennio. È sorprendente notare che nella lista dei creditori di cui veniamo a conoscenza dopo il dissesto ci siano non soltanto, banche, istituti finanziari, società a lui collegate, ma perfino un numero elevato di privati. L'elenco più lungo è proprio quello di tanti che avevano concesso crediti senza ga-

²⁷ Così ad esempio, Ettore Conti in una pagina del suo "Taccuino" del maggio 1929: «... arrivato alla Commerciale per cercare di Toeplitz, mi dicono che è impegnato con Gualino; senza supporre lontanamente di che cosa stessero parlando, ho fatto consegnare a Toeplitz un biglietto per dirgli di non essere favorevole all'affare che i due stavano discutendo.

Dopo un pò Toeplitz capita sul mio ufficio per chiedermi le ragioni della mia opposizione, meravigliato che io fossi al corrente di una cosa della quale non mi aveva ancora parlato e gli ho risposto che non ero affatto al corrente di alcun affare specifico ma che ero profondamente convinto che Gualino, con la sua dialettica geniale e con la sua megalomania, avrebbe cercato di trascinarlo in operazioni pericolose, come del resto era già successo in passato. Il bravo Toeplitz ha finito col ridere della mia intromissione, forse già convinto che l'averlo interrotto è stato un bene.

Non disconosco i meriti di Gualino: egli è un finanziere e un poeta; sono due qualità antitetiche». E. CONTI, *Dal Taccuino di un borghese*, Bologna, 1986, p. 291.

²⁸ Anche Toniolo sottolinea il carattere fortemente speculativo della proposta Gualino.

«Essa si basava sull'acquisto da parte della BAI di un'importante quantità di azioni di un'unica impresa, la Salpa. Non è impossibile giudicare oggi se l'investimento in tali azioni si presentasse, nel 1928-29, come sicuro e promettente; certo è che per consentire alla BAI di risollevarsi esso avrebbe dovuto produrre cospicue plusvalenze in tempi ridotti: si trattava, pertanto, di nullo altro che una scommessa speculativa. Questa non ebbe successo. Al momento della convenzione per il primo tentativo di salvataggio da parte della Banca d'Italia la scommessa fu ripetuta. Gualino acquistò le azioni Salpa dalla BAI pagandole, sostanzialmente con i fondi ricevuti dall'Istituto di emissione, che avrebbe potuto rimborsare solo nel caso avesse ottenuto una buona plusvalenza sull'investimento fatto. È dunque sulla base di un'alea speculativa che la Banca d'Italia e il Tesoro accettavano di basare un'operazione di "salvataggio" che comportava un non esiguo esborso di denaro pubblico". G. TONIOLO, *Il profilo economico*, cit., p. 67.

ranzie reali, a conferma della fiducia che Gualino riscuoteva e della sua propensione particolare a calamitare danaro²⁹.

In secondo luogo, vi è un ampio uso del mercato azionario, sia dal punto di vista primario di raccolta di capitali, sia dal punto di vista secondario di compravendite speculative. Gli aumenti di capitale continui e per ingenti somme furono una caratteristica costante delle società di Gualino, La Snia, per esempio, che era stata costituita nel luglio del 1917 con un capitale di 5 milioni, già nel corso dello stesso anno eseguì due aumenti fino a 40 milioni. Nel 1919 il capitale fu portato a 120 milioni e nel 1920 a 200 insieme al cambio di nome e di attività. Dopo di allora la nuova industria di seta artificiale che arrivò ad un massimo di 1 miliardo procedé, tra aumenti e svalutazioni a ben 14 operazioni sul capitale in 11 anni³⁰. Ed ancora, per fornire un altro esempio, l'Unica, industria del settore dolciario, costituita nel 1924 con un capitale di 1 milione, lo portò a 300 milioni nel 1930³¹. Naturalmente, non essendovi in Italia un mercato particolarmente ampio, e Gualino con le sue offerte contribuì molto ad allargarlo, il collocamento dei titoli presentava molti problemi, che venivano spesso risolti chiedendo aiuto ad aziende del gruppo attraverso sottoscrizioni o scambi che distraevano risorse o costituivano intrecci poco trasparenti.

Relativamente alle operazioni sul mercato secondario è quasi inutile ricordare che questa attività si svolgeva largamente con l'uso di notizie riservate, abilmente diffuse a seconda che si volesse un rialzo o un ribasso dei titoli. Due rapidissime osservazioni in proposito. Naturalmente Gualino non era il solo ad utilizzare simili metodi, ampiamente diffusi, e che addirittura trovavano nei cosiddetti sindacati azionari una consacrazione per certi versi ufficiale. Come vedremo, diversamente da altri, Gualino sarà prevalentemente un operatore al rialzo, impegnato com'era a collocare titoli, a far crescere il valore di quelli in suo possesso per potere ricavare il massimo dai riporti.

Un altro importante aspetto della sua attività operativa fu quello di rastrellatore di azioni. Gualino fu uno dei primi a capire che le scalate potevano rappresentare una ottima occasione di guadagno anche se non riuscite purché esistesse un gruppo rilevatorio il quale, ad un prezzo quasi sempre maggiore di quello speso, si impegnava ad acquistare il pacchetto. Sotto questa luce anche gli assalti alle banche, quelli ripetuti al Credito italiano, per esempio, non necessariamente dovevano esprimere l'intenzione di un controllo. Quello della primavera del 1924 era in effetti riuscito, ma l'intervento tempestivo di Stringher che chiese ed ottenne la sospensione del diritto di sconto vanificando quindi il "take over" era certamente prevedibile da Gualino³². Questi, conosceva molto bene il Direttore della Banca d'Italia, che, attraverso il Consorzio sovvenzioni per valori industriali, era già uno dei suoi principali finanziatori, e lo sapeva molto attento agli equilibri fra i principali istituti di credito. Piuttosto

²⁹ ASBI, Direttorio Azzolini, corda 115, fig. 12-20, e 63-67.

³⁰ Taccuino dell'Azionista, Milano, SASIP, anni vari e ACS, Ministro dell'Interno, Polizia Politica, b. 175 (1927-29) e b. 174 (1929-31).

³¹ F. CHIAPPARINO, *Il tentativo di concentrazione dell'industrie dolciarie italiane negli anni Venti: Gualino e l'UNICA (1929-34)*, cit..

³² A. CIANCI, *Nascita dello Stato imprenditore*, Milano, 1977, pp. 36, 41.

azioni del genere contribuivano ad accrescere il prestigio di Gualino (e il portafoglio) proprio perché la sua potenza finanziaria lo rendeva credibile come scalatore, ma anche come aspirante al controllo. La sua rinuncia, come in effetti accadde, poteva fargli guadagnare una gratitudine ed una considerazione che Gualino avrebbe saputo monetizzare in una successiva occasione.

Ma, non si può fare a meno di rilevare anche la sostanziale scorrettezza dell'intervento di Stringher, certo giustificata da motivi di pubblico interesse, ma pur sempre rappresentativa di una scarsa sensibilità alle logiche del mercato ed alla pessima abitudine, costante nella storia finanziaria italiana, di cambiare le regole a partita in corso.

Per altri versi, Gualino fu sicuramente un innovatore nel campo della tecnica di borsa e dei valori mobiliari ed in quello che oggi spesso viene definito della ingegneria finanziaria. Egli, per fare solo qualche esempio, usò fra i primi le azioni privilegiate con voto plurimo (che valevano 10 anziché 1), il dividendo pro-rata (che faceva differire la decorrenza di pagamento), l'autorizzazione ad aumenti di capitale successivi senza dover convocare l'assemblea dei soci ed altro. Come si vede tutto in direzione di uno svuotamento di poteri degli azionisti di minoranza, auspicati in gran numero, ma resi inoffensivi³³.

Qualche rapida osservazione va infine fatta sulle attività estere. Gualino fu sicuramente assai intraprendente collocando azioni Snia sui mercati londinese e parigino, testimonianza certa della sua volontà di confrontarsi anche con realtà in cui le possibilità di controllo erano minori. Inoltre estendendo il suo impero finanziario in Francia, dal 1926, in società col banchiere Alberto Oustric dava il via ad una diversificazione geografica e monetaria del suo patrimonio teoricamente ineccepibile perché riduceva i rischi. In realtà proprio non riusciamo ad immaginare gli investimenti parigini di Gualino se non ispirati alla possibilità di una speculazione valutaria peraltro poco felice perché di lì a poco sarebbe cominciata la forte rivalutazione della lira, di troppo poco attenuata dalla contemporanea rivalutazione del franco Poincaré³⁴.

d) Tirando le somme

Il motivo di fondo che spiega il successo di Gualino è lo stesso che ne determina poi l'insuccesso. La politica del debito, vincente fino al 1926, riduce poi drasticamente e rapidamente il patrimonio. La situazione si capovolge, ora si svalutano le attività si rivalutano le passività. Per salvarsi Gualino avrebbe dovuto ridimensionarsi fortemente e ridurre l'indebitamento. Ciò significa che la causa del dissolvimento del suo patrimonio non deve ricercarsi necessariamente nella natura prevalentemente finanziaria dei suoi investimenti quanto nella inadeguatezza degli strumenti utilizzati di fronte al radicale cambiamento della congiuntura dopo il 1926.

³³ SNIA, Assemblee ordinarie e straordinarie anni 1917-1930.

³⁴ ASBI, Esteri, corda 95, fasc. 3.

3. L'ATTIVITÀ DI GIULIO BRUSADELLI (1878-1962)

Spunti tematici

Questa valutazione consuntiva, solo apparentemente sorprendente, trova una conferma efficace nella vicenda di Giulio Brusadelli³⁵. Ci troviamo qui davanti ad una filosofia operativa diametralmente opposta, innanzitutto perché quasi totalmente orientata al ribasso, con una ridottissima utilizzazione del mercato dal punto di vista della raccolta di capitali. Con le sue scorribande speculative, Brusadelli può essere definito a tutti gli effetti il pioniere della marginalizzazione del mercato e contemporaneamente il “pazzo” che, quando la Comit è ancora la regina della borsa, osa affrontarla e sfidarla sul suo terreno. Convinto infatti che col mussoliniano discorso di Pesaro dell'agosto 1926, si sia avviata una nuova fase, di più alti tassi di interesse, di minori utili aziendali, di necessario rientro dalle supervalutazioni dei corsi azionari e confortato poi dal crollo di Wall Street dell'ottobre del 1929, avvia una serie larghissima di vendite allo scoperto proprio nel momento in cui Toeplitz è particolarmente impegnato nel sostegno delle industrie controllate e finanziate. La particolare violenza dell'azione di Brusadelli, che era anche personalmente ed attraverso il Cotonificio dell'Acqua, di cui deteneva il pacchetto di controllo, uno dei principali clienti della banca milanese, determina una reazione altrettanto violenta. Ci è possibile seguirla nella sua successione cronologica dai verbali del Consiglio di amministrazione³⁶. Nel giugno del 1930 viene autorizzata la denuncia di Brusadelli e del procuratore degli affari di borsa della banca Mario Cattaneo, accusato di aver fornito notizie riservate. Nel settembre Toeplitz si fa autorizzare dal consiglio il suo operato di sostegno dei corsi contro la perdurante attività ribassista del Brusadelli. Nel marzo del 1931 viene comunicata con soddisfazione la notizia nella liquidazione di febbraio dell'insolvenza di Brusadelli per circa 29 milioni, del suo arresto e del deferimento alla commissione provinciale per il confino. Il 6 marzo è condannato a tre anni da scontare nella colonia di Ponza³⁷. Tra maggio e giugno si svolge l'interessantissimo processo che si conclude con la condanna del principale imputato a dieci mesi di carcere, nonostante la potente difesa di un collegio guidato dall'Avv. Farinacci³⁸. Nel novembre si celebra il processo d'appello che contro ogni previsione, essendosi nel frattempo notevolmente indebolita la posizione della Comit, conferma la condanna. Tuttavia nel gennaio 1932 Brusadelli, graziato da Mussoli-

³⁵ Si veda il necrologio su *Corriere della Sera* 31.10.1962.

Nelle carte conservate all'Archivio Centrale dello Stato, nella Segreteria Particolare del duce, il fascicolo Brusadelli, per errore è riferito al nome Felice Gaio, industriale tessile, amico e finanziatore del Brusadelli, ACS, SPD, fasc. 509836. Si veda anche il fascicolo Chatillon, n. 531745.

³⁶ Archivio Storico Banca Commerciale Italiana, ST, cart. 9, fasc. Brusadelli Giulio, ID., *Verbali del Consiglio di Amministrazione*, vol. 11, ff. 239-240 e 275-276; vol. 12, ff. 104-105 e 219-223.

Colgo qui l'occasione per ringraziare la dottoressa Francesca Pino Pongolini della direzione dell'Archivio Storico della Banca Commerciale Italiana.

³⁷ Archivio Centrale dello Stato, Ministero di Grazia e Giustizia, Confinati Politici, fascicolo Brusadelli Giulio.

³⁸ Le udienze del processo sono attentamente seguite dal *Corriere della Sera*.

ni, può rientrare dal confino. Mentre nel giugno dell'anno successivo otterrà finalmente anche la piena assoluzione in Cassazione.

Dalla rilevanza politica dello scontro con la Comit era pienamente consapevole il collegio di difesa. Nelle carte della Polizia Politica vi è infatti più di un informatore che riferisce esservi una volontà dall'alto contraria al Brusadelli³⁹.

E proprio questo aspetto del resto che al momento del processo d'appello incrinerà i rapporti con Farinacci che spinge per porre la Comit sul banco degli imputati, mentre Brusadelli che ha già provato sulla sua pelle le difese mirate di Toeplitz, frena temendo di uscirne ancora stritolato.

In effetti Brusadelli viene accusato, e questo sarà la linea della difesa, da chi specula allo stesso suo modo, con la sola differenza di operare al rialzo anziché al ribasso.

a) Dimensione del patrimonio

Il patrimonio di Brusadelli intorno al 1930 era di circa 100 milioni più o meno equamente suddiviso tra il pacchetto di controllo del cotonificio Dell'Acqua ed una grandissima quantità di valori del comparto immobiliare. I titoli quotati nelle borse italiane cominciano a mostrare vistosi cali solo a partire dalla seconda metà dell'anno. In particolare quelli su cui ha puntato al ribasso Brusadelli sono strenuamente difesi dalla Comit che riesce a vincere il suo braccio di ferro e a determinare l'insolvenza dello speculatore. Dopo alcuni mesi, tuttavia, Brusadelli riesce a far fronte ai suoi impegni grazie al soccorso di alcuni amici industriali come il capo dell'Unione Manifatture, Felice Gaio. Rientrato dal confino, Brusadelli riprende in pieno la sua attività di industriale ma anche quella di speculatore di borsa, questa volta con grande successo se è vero che rimarrà sino a tutti gli anni Cinquanta uno dei protagonisti del mercato milanese⁴⁰.

b) Caratteristiche di Brusadelli come gestore di patrimonio

Commerciante e industriale tessile, per molti anni tiene separate l'attività industriale da quella finanziaria.

Nei primi anni Venti "per salvare il suo credito" si trova in possesso del pacchetto di controllo del cotonificio Dell'Acqua nel quale investe molte risorse ma mai superiori alle disponibilità che si riserva per le operazioni di borsa. Da tempo in rapporti d'affari con Angelo Pogliani, riesce a soffiarli il controllo della Società Fondiaria Regionale nella quale secondo le notizie raccolte dal Prefetto di Milano non accetta cariche per poter più riservatamente effettuare operazioni di compravendita immobiliare al limite dell'illecito e comunque moralmente discutibili. Gli veniva universalmente riconosciuta una non comune capacità speculativa. La passione per il rischio porta lui quasi analfabeta ad elaborare una teoria di investimento, rudimentale ed empirica, basata su principi operativi semplici quali l'orizzonte politico, il rapporto denaro – titoli, gli interessi delle parti in causa, etc.

³⁹ Archivio Centrale dello Stato, Polizia Politica, cat. I, fascicoli personali, Brusadelli Giulio.

⁴⁰ F. TAMBURINI, *Misteri d'Italia*, cit., ad indicem.

c) Strumenti utilizzati per l'accrescimento del patrimonio

Il principale strumento per l'accrescimento del patrimonio è la tecnica della speculazione al ribasso. Considerando sopravvalutati i prezzi, Brusadelli vende allo scoperto, contando di ricoprirsi, nell'ambito della operatività a termine, per la liquidazione corrente effettuando operazioni di riporto a liquidazione prossima. Il limite di tali operazioni, a parte il rischio, è che se c'è qualcuno che intende mettere lo scopertista in difficoltà può farlo, facendo mancare i titoli e provocando repentini aumenti dei corsi in fase di ricopertura. Fin quando Brusadelli operò nell'ombra riuscì ad ottenere grandi guadagni e questo naturalmente quando poté evitare che i limiti del mercato gli si ritorcessero contro.

In tali contesti l'uso di informazioni riservate, per esempio i movimenti dei suoi avversari, gli erano particolarmente utili per meglio orientare i confini della sua azione, e può ben dirsi che Brusadelli considerasse, l'acquisto e l'uso illecito di queste notizie, più o meno come una spesa da far rientrare in quelle generali.

d) Tirando le somme

È noto che se si sbaglia una previsione nel corso di una operazione al rialzo si può al più perdere l'intero capitale. Al contrario la speculazione al ribasso non prevede limiti automatici alla perdita che può anche superare il 100%. Di conseguenza questi operatori hanno margini di oscillazione delle "performance" delle loro gestioni molto ampie.

Ciò spiega la rapida accumulazione, l'altrettanto rapido dissolvimento e la successiva ricostruzione del patrimonio Brusadelli.

Diversamente da Gualino, Brusadelli indovina le scelte e la causa del suo dissesto del 1931 è di natura extra-mercato, dovuto alla difesa della Comit.

Il periodo più favorevole è certamente quello fascista perché dal dopoguerra invece le fasi al rialzo sono superiori a quelle di ribasso.

Per ironia della sorte Brusadelli muore nel 1962 quando è appena cominciato il più lungo ribasso nella storia della Borsa italiana (fino a dicembre 1977).

4. IL CASO DI GIUSEPPE FRIGNANI (1892-1970)

Spunti tematici

Il terzo personaggio di cui ci occupiamo ci porta nel dopoguerra al tempo dell'epurazione e dei processi di illecito arricchimento grazie alle cariche ricoperte nel regime.

Giuseppe Frignani aveva preso al Banco di Napoli l'eredità di Nicola Miraglia, provenendo dal ministero delle Finanze dove per otto mesi tra il 1926 e il 1927 aveva svolto le funzioni di sottosegretario del ministro Volpi⁴¹.

⁴¹ Alla fine del 1926, Volpi lo aveva già segnalato a Mussolini il quale tuttavia era preoccupato di affidare un incarico così delicato ad una persona tanto giovane. Nel febbraio Volpi tornò alla

Era stato sicuramente imposto dal partito fascista anche se bisogna riconoscere che pur avendo soltanto 35 anni poteva vantare ben 17 di esperienza bancaria a Ravenna con un buon curriculum, espressione di una rapida carriera⁴².

A Napoli, in una posizione delicata e in un ambiente non facile, trascorse 17 anni fino al febbraio 1944, quando fu rimosso dall'incarico dagli anglo-americani.

Come molti esponenti della comunità finanziaria fu messo sotto accusa, nonostante il sacrificio del fratello Giovanni, ufficiale dei Carabinieri, giustiziato alle Fosse Ardeatine, arrestato per aver fatto parte del drappello che aveva eseguito il 25 luglio l'ordine di arresto di Mussolini.

Trovandosi nel 1944 in possesso di un cospicuo patrimonio, Frignani fu accusato di averlo costituito illecitamente, sfruttando la posizione di comando nel Banco di Napoli.

a) Dimensioni del patrimonio

La valutazione del dopoguerra da parte dell'accusa fu di un patrimonio di circa 11 milioni, costituito prevalentemente da titoli azionari e da beni immobili. Secondo la difesa, viceversa il patrimonio, ai fini processuali, doveva considerarsi di gran lunga inferiore al milione. Tale enorme differenza dipendeva dal criterio di valutazione dei beni se calcolati al costo di acquisto o al valore attuale. Sia gli immobili che i titoli azionari avevano infatti conseguito una enorme rivalutazione che in nessun caso poteva essere considerato illecito arricchimento, semmai attenta ed oculata scelta gestionale⁴³.

b) Caratteristiche di Frignani come gestore di patrimonio

L'aspetto davvero più singolare è la composizione del patrimonio di Frignani come ci appare nel 1944. A parte la suddivisione equa e totale fra immobili e azioni, cioè di investimenti fortemente scoraggiati dal regime fascista negli ultimi anni perché accusati di distrarre risorse dal canale di finanziamento del riarmo bellico, sorprende la totale assenza di contanti, titoli di stato ed obbligazioni. Al punto che, trattandosi diversamente da immobili ed azioni, di valori al portatore, potevano essere facilmente occultati e sottratti al patrimonio. Per lo stesso motivo, non figurano beni rifugio, preziosi, quadri, che invece, soprattutto dopo un periodo bellico lungo ed incerto dovevano sicuramente rientrare tra le scelte di un attento gestore. Dobbiamo quindi considerare che la necessità di doversi difendere da una accusa costringe Frignani ad esibire un patrimonio parziale, che non rende compiutamente conto delle sue scelte di gestore.

carica e quando Mussolini avanzò nuovamente la riserva per l'età, Volpi soggiunse "Ma sono passati tre mesi!". L'episodio mi è stato riferito dal dr. Angelo Frignani che ringrazio.

⁴² Archivio Centrale dello Stato, SPD, n. 197756, 509727, 511425. Id., Polizia Politica, bb. 173 e 174, Banco di Napoli; Id., Carte Volpi, bb. 1 e 3.

ASBI, Direttorio Azzolini, corda 29/20 e 21/20. Id., Fondo Beneduce, corda 288; Direttorio Stringher, Copialettere, 1929-30; Id., Fondo Studi, Copialettere; Id. Direttorio Introna, 1935; Id., Fondo Ispettorato, pratiche sub voce Banco di Napoli, 1935-1942.

⁴³ Archivio Istituto Campano per la Storia della Resistenza, Fondo Palermo, Commissione provinciale profitti del regime, b. 62, fasc. 5.

c) Strumenti utilizzati per l'accrescimento del patrimonio

La strategia difensiva degli avvocati di Frignani, rivelatasi poi vincente, puntava sull'affermazione del principio che gli investimenti erano stati effettuati con gradualità nel periodo 1932-1939 e che erano del tutto compatibili con lo stipendio percepito in qualità di Direttore Generale, oscillante tra le 250.000 e le 300.000 lire annue. Fu calcolato infatti che risparmiando una media di 38.000 lire annue Frignani avrebbe potuto acquistare tutti i beni che figuravano nel 1944 nel suo patrimonio. Certamente egli seppe sfruttare bene l'osservatorio privilegiato nel quale si trovava ad operare e lo possiamo dedurre dalla qualità dei titoli azionari selezionati (Assicurazioni Generali, Risanamento Napoli, Società Romana di Elettricità, Istituto Italiano di Beni Stabili) e dalla decisione di puntare sui beni immobili man mano che l'inflazione andava mostrando segnali di forte ripresa.

d) Tirando le somme

In definitiva le scelte di Frignani possono essere valutate come particolarmente oculate. Semmai si potrebbe obiettare che esse furono assai poco in linea con le indicazioni del regime. Stupisce, in proposito che i difensori non abbiano usato anche questo argomento per esaltare il presunto antifascismo di Frignani. In termini comparativi sorprende non poco la dimensione comunque limitata del patrimonio Frignani se confrontata con quella di un Brusadelli o di un Gualino. L'accumulazione di grandi capitali resta dunque prerogativa assoluta di industriali e finanzieri privati e non tocca i burocrati di regime ancorché sospettati di illecito arricchimento⁴⁴.

5. CESARE MERZAGORA (1898-1991), GLI IMMOBILI E LE ASSICURAZIONI GENERALI

Spunti tematici

Se la seconda metà degli anni Trenta e successivamente gli anni della guerra e della Ricostruzione rappresentarono una sempre più rapida dilatazione del fenomeno inflazionistico, è pur vero che con gli anni Settanta in assenza di eventi bellici, si toccarono livelli ancor più esasperati. Capita allora che le scelte dei gestori di patrimonio debbano per forza di cose allontanarsi dai valori mobiliari, per orientarsi verso beni in grado di mettere al riparo l'investimento dagli accresciuti rischi di svalutazione.

Cesare Merzagora alla fine del 1967 era ancora Presidente del Senato. Abbandonò la prestigiosa carica dopo un polemico discorso sui mali del nostro paese che fece scandalo perché poco rispettoso delle convenzioni. Dopo qualche mese trascorso ad interrogarsi sul suo futuro, eccolo prendere a volo nella

⁴⁴ Naturalmente ciò è relativo allo specifico caso di Frignani.

Un serio studio sull'illecito arricchimento di gerarchi fascisti, specie negli ultimi anni del regime, potrebbe dirci se la considerazione svolta nel testo è generalizzabile.

primavera del 1968 la grande occasione: la Presidenza delle Assicurazioni Generali. Appena insediato, cominciò a rendersi conto di avere una grande responsabilità non solo e non tanto in relazione alla gestione caratteristica della compagnia quanto in quella assai delicata degli investimenti⁴⁵. E su questo versante gli pareva che la società triestina scontasse gravi ritardi. In particolare la sua attenzione si fermò su una tabella che aveva fatto preparare dai suoi collaboratori nella quale venivano suddivisi gli investimenti delle otto aziende assicurative italiane quotate in borsa⁴⁶. Ebbene, esclusa la Sai, tutte le altre presentavano in bilancio una percentuale di immobili superiore a quella delle Generali (31,8%). Si andava dal 52,5% della Fondiaria vita al 49,6% della Ras, dal 41% della Assicuratrice Italiana, al 40,4% della Milano. Per converso la quota di titoli a reddito fisso delle Generali era in assoluto la più alta (34,2%), mentre tutte le altre si collocavano tra il 15 e il 25%. Obiettivo prioritario fu dunque quello di predisporre un piano che desse impulso alla attività edilizia ed agli investimenti immobiliari. Già nella relazione del 1970 Merzagora poteva dar conto dei primi risultati: quasi 31 miliardi di incremento di valore per il 1969 con investimenti previsti nei due anni successivi di altri 65 miliardi, per un totale nel triennio di quasi 100 miliardi, vale a dire più di quanto risultava nel bilancio 1968 (95 miliardi)⁴⁷. Due anni dopo Merzagora poteva dichiarare con soddisfazione che il traguardo prefissato era stato più che raggiunto, avendo la quota di immobili toccato la cifra di ben 220 miliardi pari al 48% di tutti gli investimenti italiani⁴⁸.

a) Dimensione del patrimonio

Nel bilancio di partenza, quello del 1968, il totale degli investimenti della compagnia è di 299 miliardi circa di cui quasi 95 miliardi in immobili. Dopo tre anni, nel bilancio 1971 la quota degli immobili è di 220 miliardi su un totale di 680 miliardi.

b) Caratteristiche di Merzagora come gestore di patrimonio

Mai come in questo caso le caratteristiche del gestore si fondono con le qualità dell'uomo. Merzagora era un personaggio difficile, convinto e contento di esserlo. Amava circondarsi di collaboratori efficienti ai quali chiedeva molto, ma delegava poco. Era certamente un grande accentratore, sicuro di possedere l'irriducibile capacità di perseguire i fini prefissati. Merzagora aveva in antipatia tutto quanto gli appariva vecchio e statico e si stupiva di rilevare quanto poco, anche nel mondo degli affari, fosse in uso la categoria della razionalità.

c) Strumenti utilizzati per l'accrescimento del patrimonio

Da tutto quanto sin qui osservato è piuttosto semplice dedurre gli strumenti

⁴⁵ "Mondo Economico", 19.10.68, citato da F. Balletta, *Capitali, Borsa e Assicurazioni in Italia nella seconda metà del Novecento*, Napoli, 97, p. 80.

⁴⁶ Assicurazioni Generali, *Relazione al bilancio 1968*, Trieste 1969.

⁴⁷ Assicurazioni Generali, *Relazione al bilancio 1969*, Trieste 1970.

⁴⁸ Assicurazioni Generali, *Relazione al bilancio 1971*, Trieste 1972.

utilizzati da Merzagora per l'accrescimento del patrimonio. Innanzitutto lo studio. Egli si sentiva uno scienziato che si serve dell'osservazione sistematica come supporto operativo. Il suo metodo di lavoro lo portava quasi naturalmente a concentrare gli sforzi in funzione dei risultati da conseguire. Nel caso specifico della sua magnifica ossessione per gli immobili va rilevato che essa risale al 1968 e cioè che anticipa il movimento rivalutativo di alcuni anni. La fretta di completare il piano triennale sembra rispondere al timore di non poter sfruttare a pieno l'occasione. Per raggiungere il suo scopo, Merzagora non si fa scrupolo di utilizzare con una certa disinvoltura quelle leve che il suo prestigio personale gli consente di raggiungere facilmente. Si pensi al largo uso fatto della stampa, sotto forma di interviste, articoli, lettere per far giungere il suo pensiero. Per fare un esempio potremmo ricordare dal 1971 i suoi numerosi interventi sui giornali per avanzare la tesi della svalutazione della nostra moneta⁴⁹.

In questo modo egli non faceva altro che affermare il suo pensiero, ma non c'è alcun dubbio che contemporaneamente cercava così di monetizzare una indovinata previsione ed una felice scelta di portafoglio.

d) Tirando le somme

In conclusione possiamo affermare che Merzagora, chiamato alla responsabilità della gestione di un grande patrimonio squilibrato verso i titoli a reddito fisso, intuisce con largo anticipo che la regola di ottimizzazione gestionale gli impone di procedere ad un rapido e consistente aggiustamento. In tre anni vengono investiti 125 miliardi nel settore immobiliare. Quando, nel corso degli anni Settanta, esploderà il fenomeno inflazionistico, i beni immobili godranno di una forte e continua rivalutazione che non appare immediatamente nei bilanci societari per la prassi consolidata di iscrivere i costi storici e non le valutazioni attuali. Ma le plusvalenze per quanto occulte contribuiscono a dare solidità patrimoniale alla società e le consentono di riaffermare il suo primato fra le compagnie di assicurazioni italiane.

⁴⁹ E se svalutassimo subito? "L'Espresso" 19/9/71; La svalutazione della lira è una misura necessaria, una lettera di Cesare Merzagora, "La Stampa" 24/11/72; Io dico che è meglio svalutare, "L'Espresso" 26/11/72; La svalutazione è già in atto, "Corriere della Sera", 27/11/72; Merzagora e la lira: Lo avevo detto io!, "Quattrosoldi", aprile 1973.