

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

G. MASTROIANNI, F. TARTAGLIA, E. BOCCIA

**PATRIMONI E OCCASIONI
DI INVESTIMENTO IN ITALIA (1930-1980).
IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO,
LA TASSAZIONE DEI VALORI MOBILIARI
E IL MERCATO AZIONARIO**

PREMESSA

Le occasioni di investimento offerte dal mercato al risparmiatore italiano, nel trentennio che va dalla fine della banca mista alla seconda crisi petrolifera, si innestano su uno sfondo costituito da un sistema economico – finanziario in cui attori principali sono lo Stato, nelle sue varie vesti (legislatore, emittente di titoli del debito pubblico), la Banca centrale, gli enti pubblici, la grande impresa, il sistema bancario. Queste istituzioni hanno costituito il blocco storico che ha condizionato i flussi del risparmio italiano, convogliandoli nelle direzioni di volta in volta desiderate. Se all'interno di questo blocco di controllo il peso è nel corso degli anni mutato, coerente è stata la scelta per l'intermediazione del sistema che ha costretto ad un ruolo marginale il mercato obbligazionario ed azionario impedendo la creazione di un rapporto diretto tra risparmiatori ed imprenditori. L'intervento si snoda lungo tre percorsi tesi a dimostrare il peso che le istituzioni hanno avuto¹. La prima parte è tesa a dimostrare quanto il mercato obbligazionario fosse controllato e, dunque, quanto le occasioni di investimento non fossero il frutto di una scelta del risparmiatore, ma indirizzate, essendo il mercato poco trasparente. Nella seconda parte si analizzerà il ruolo tutt'altro che neutrale della legislazione fiscale che ha "indotto" il risparmiatore verso investimenti piuttosto che altri. Nella terza, infine, si forniranno alcuni esempi dell'utilizzo spregiudicato del mercato azionario durante gli anni sessanta da parte sia di un'azienda privata che di una finanziaria statale, tradottisi in pessime opportunità di investimento per il risparmiatore italiano.

¹ La redazione di questo intervento è stata curata da G. Mastroianni (Università di Napoli, Federico II) per il primo paragrafo, da F. Tartaglia (Università di Napoli, Federico II) per il secondo paragrafo e da E. Boccia (Università di Napoli, Federico II) per il terzo.

1. IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO

È ormai appurato, in sede storiografica, il ruolo cruciale svolto da Beneduce nel ridisegnare, al tramonto della banca mista, il sistema finanziario italiano², imprimendogli un marchio ancora oggi chiaramente visibile. Nell'articolata architettura che il Casertano disegnò, un ruolo definito (e per lungo tempo definitivo) venne attribuito al mercato obbligazionario che divenne strumento chiave per il finanziamento dello "Stato imprenditore"³. Non fu, infatti, sostenuta la disintermediazione del sistema. Il risparmiatore, deluso dalla crisi borsistica e bancaria, aduso ad acquistare i titoli del debito pubblico⁴, alla fine degli anni venti, non fu incoraggiato ad evolversi verso forme di risparmio più moderne. In altre parole, piuttosto che risolvere il problema del finanziamento a lungo termine con lo sviluppo di un mercato obbligazionario ed azionario che attirasse i risparmiatori sulla base di trasparenza e certezza delle regole, si preferì abbandonare il mercato azionario⁵ e strumentalizzare il mercato obbligazionario,

² Vedi l'intervento di F. Bonelli sul Dizionario biografico degli italiani, Vol. VIII, Roma, Istituto per l'enciclopedia italiana, 1966 alla voce "Alberto Beneduce", nonché, dello stesso autore: "Protagonisti dell'intervento pubblico": Alberto Beneduce, in "Rivista di Economia pubblica" 1974 n. 3 in cui, si afferma, nelle prime battute che "gli eventi di cui Alberto Beneduce partecipò in veste di primo attore o di comprimario rappresentano essi stessi i punti nodali che hanno finito per qualificare, se giudicati in una prospettiva di lungo periodo, l'intera storia del capitalismo italiano" e, dagli Atti della giornata di studio per la celebrazione di del cinquantesimo anniversario dell'Istituzione dell'IRI, Caserta, 11 novembre 1983 A. BENEDEUCE, *L'intervento pubblico e le origini dell'IRI*, L. VILLARI, *Nuovi documenti storici sulla nascita dell'IRI*, G. MELIS, *La cultura dell'efficienza nell'Amministrazione italiana dopo la prima guerra mondiale* e P. BARATTA *Alberto Beneduce e la costituzione e la gestione del Credito e dell'Icipu*, in AA.VV., *Alberto Beneduce e i problemi dell'economia italiana del suo tempo*, Edindustria, Roma 1985, p. 53 e sgg.

³ Sulla crisi della Banca mista e la nascita dello Stato imprenditore vedi: E. CIANCI, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia, 1977* e P. GRIFONE, *Capitalismo di stato e imperialismo fascista*, Mi, 1975 pp. 88-119 e, dello stesso autore *Il capitale finanziario in Italia. La politica economica del fascismo*, To, 1971, pp. 56-83, vedi anche nei due volumi di L. VILLARI, *Il capitalismo italiano del Novecento*, Bari, 1972 i capitoli relativi all'IRI e al salvataggio della COMIT, nonché di G. MORI i capitoli relativi alle origini dello "Stato industriale in Italia" e allo smobilizzo pubblico delle banche miste (1930-31) che si trovano in *Il capitalismo industriale in Italia*, Roma, 1977. Della fine degli anni settanta sono, inoltre, gli interventi di vari autori sul libro di G. Toniolo (a cura di) *Industria e banca negli anni della Grande crisi 1929-1934*, Mi, 1979. Sulla crisi della banca mista si veda il più recente A. CONFALONIERI, *Banche miste e grande industria in Italia, 1914-1933*, Mi, 1994, Per un'analisi di sintesi dello sviluppo capitalistico italiano vedi F. BONELLI, *Il capitalismo italiano, linee generali d'interpretazione*, in *Storia d'Italia*, Annali, To, 1978, p. 1234-1255.

⁴ Per un'analisi di lungo periodo del debito pubblico e degli intermediari finanziari vedi F. Vicarelli (a cura di) *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, Bo, 1979 ed in particolare l'appendice statistica di B. Bianchi che analizza il rendimento del Consolidato dal 1862 al 1946, vedi, inoltre, G. TONIOLO P. GANUGI, *Il debito pubblico italiano in prospettiva secolare (1876-1947) in Il disavanzo pubblico in Italia: natura strutturale e politiche di rientro*, vol. II, Bo, 1992 Per un'analisi del debito pubblico italiano tra le guerre si veda G. SALVEMINI V. ZAMAGNI, *Finanza pubblica e indebitamento fra le due guerre mondiali: il finanziamento del settore statale* in AA.VV. *Ricerche per la Storia della Banca D'Italia*, vol. II, Roma-Bari, 1993, nonché F. BALLETTA, *La politica finanziaria in Italia nel primo e nel secondo dopoguerra, l'opera di Marcello Soleri*, Na, 1993 ed, infine A. CONFALONIERI e E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia (1919-1943)* voll. I e II, i, 1986, dove viene ripreso il rapporto Coticelli e tracciata una mappa delle emissioni del debito pubblico tra il primo dopoguerra e la fine del secondo conflitto.

⁵ Per una storia del mercato azionario in Italia vedi A. ALEOTTI, *Borsa e industria 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, Mi, 1990 nel quale si coglie la stretta correlazione tra lo sviluppo

favorendo, con privilegi fiscali e con la creazione di “circuiti chiusi”, le obbligazioni dello Stato imprenditore.

Il pensiero di Beneduce emerge con chiarezza in un articolo apparso sulla “Rivista Bancaria” del 1924 che abbiamo ritrovato tra le carte dello statistico conservate presso l’Archivio della Banca d’Italia⁶. L’autore, senz’altro ispirato da Beneduce, dopo un’ampia premessa in cui enumera pregi e difetti del sistema della banca mista, propone la creazione di strumenti specializzati nel credito a medio e lungo termine. Lo strumento principe per tale finanziamento, asserisce l’autore, erano le obbligazioni⁷. Ma delle obbligazioni mancava interamente in Italia il mercato. “Finito il mercato delle obbligazioni ferroviarie con la nazionalizzazione delle ferrovie – aggiunge più avanti l’autore – non se ne è creato uno altrettanto fecondo per le industrie elettriche, contrariamente a quanto avvenuto in tutti i principali paesi del mondo quali Svizzera, Olanda, Scandinavia, dove il mercato delle obbligazioni era di gran lunga superiore a quello azionario, o in paesi come l’Inghilterra, la Francia il Belgio dove tale mercato ha almeno la stessa importanza del mercato azionario”. Le ragioni del mancato sviluppo del mercato obbligazionario erano da ascrivere, a parere dell’autore, che trascurava gli aspetti fiscali che penalizzavano il mercato delle obbligazioni private, alla frammentazione delle emissioni da parte delle aziende che avevano spesso fatto ricorso ad emissioni occasionali, in quantità minime e con caratteristiche spesso molto diverse da emissione ad emissione. Unica positiva eccezione le obbligazioni della Società Strade Ferrate Meridionali che avevano le caratteristiche di ampiezza e continuità di emissione⁸. Per rivitaliz-

del mercato e l’intervento politico e legislativo; e S. BAIÀ CURIONI, *Regolazione e competizione, storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, Mi, 1995. L’autore evidenzia come la crisi della banca mista privi il già asfittico mercato italiano dell’unico “market maker” che l’Italia abbia mai avuto. La storia scritta da Baia Curioni, molto interna alla “security industry”, mette in luce come la sconfitta della borsa sia anche stata la sconfitta di una “corporazione”, quella degli agenti di borsa che, data la storia del sistema finanziario italiano, non ha avuto la forza di contrastare la crescente intermediazione del sistema.

⁶ A.S.B.I., Beneduce, serie pratiche, Corda n. 330, fig. 1356 Articolo non firmato conservato da Beneduce.

⁷ *Ibidem*, p. 38 e 39 dell’articolo “L’Italia – scrive – ha una organizzazione bancaria sviluppatissima, ma non è il compito della banca di finanziare le richieste di crediti a lungo respiro o di farsi direttamente od indirettamente agricoltora, bonificatrice, costruttrice, industriale od idroelettrica.... Altri e facili e copiosi mezzi potrebbero essere forniti alle imprese idro e termoelettriche, a quelle di bonifica e di miglioramento agrario, di canali di irrigazione, di acquedotti, di ferrovie di tramvie, telefoni, etc., e questi mezzi sono le emissioni di obbligazioni, di buoni fruttiferi e di note”.

⁸ La Bastogi, sotto la guida di Beneduce, tra la metà degli anni venti e gli anni trenta, rafforza la propria presenza nel credito mobiliare utilizzando il modello dei sindacati di collocamento di azioni ed obbligazioni caro alla banca mista. Già negli anni trenta, però, come sottolinea S. Battilossi, la società fiorentina, al ruolo di stanza di compensazione del capitalismo italiano affianca quello di Holding con compiti di progettazione e promozione industriale. Tale attitudine si sviluppa nel dopoguerra, come testimonia la joint-venture per la creazione della Otis Stigler e l’organizzazione del gruppo finanziario fondatore della società petrolchimica Condor. Queste operazioni, affiancandosi all’attività di sostegno data alle tre società elettriche meridionali (SME, Elettrica della Sicilia e Elettrica Sarda) e all’attività di investimento che viene fatta con fini di controllo o con fini di investimento, fa della Bastogi un’istituzione a metà tra merchant bank e holding che rappresenta il prototipo per quello che verrà definito il “terzo circuito” dei capitali che nella struttura finanziaria italiana si affianca al credito a breve termine e al credito agevolato. (S.

zare il mercato obbligazionario “non si poteva che riunire in un consorzio o sindacato tutte o parecchie fra le aziende emittenti promuovendo l’istituzione di un ente finanziatore tipo credito fondiario e tipo banche per imprese elettriche. Un ente o società simile – continua l’autore – potrebbe, emettendo in proprio nome le obbligazioni, finanziare poi le imprese singole prendendosi tutte quelle garanzie atte ad assicurare il servizio delle obbligazioni. L’istituto o gli istituti (ma non troppi) da crearsi dovrebbero avere la facoltà di emettere obbligazioni per dieci volte almeno il proprio capitale”⁹. Le obbligazioni dell’Istituto (o Istituti) avrebbero dovuto godere delle agevolazioni fiscali indispensabili sia a fare di loro lo strumento di raccolta principe del mercato che a rendere per le imprese più conveniente rivolgersi a tale o a tali istituti piuttosto che emettere direttamente obbligazioni. Si proponeva un privilegio fiscale per questi titoli che, contrariamente alle altre obbligazioni che scontavano tra imposte varie circa il 30 per cento di tassazione, consistesse in una aliquota secca del 10 per cento. Tale privilegio fiscale non doveva essere esteso alle aziende private perché “se si estendesse a tutte le obbligazioni emesse autoctonamente dalle singole società non si otterrebbe mai il beneficio di creare il mercato dei titoli obbligazionari, *oltreché diverrebbe difficile il sorvegliare se le obbligazioni emesse anarchicamente dai singoli meritino veramente appoggio*”¹⁰. Queste parole designano in maniera chiara il progetto che Beneduce aveva intrapreso con la nascita del Crediop e che avrebbe portato a termine con la creazione dell’Icipu, dell’Istituto di credito navale, dell’I.M.I. e dell’IRI¹¹. È particolarmente significativo il passaggio citato per ultimo in cui si definiscono anarchiche le emissioni obbligazionarie delle singole aziende e difficilmente controllabili. Esso sintetizza in pieno la visione di Beneduce che, in qualche modo, sopravviverà allo stesso per rimanere punto cardine del sistema finanziario italiano: scarsa o nulla sensibilità per il libero mercato (definito addirittura anarchico), forte intermediazione.

Un memorandum ad uso interno, scritto da Beneduce alla vigilia della prima emissione obbligazionaria da parte dell’Icipu, chiarisce in maniera ulteriore la

BATTILOSSI, *Accumulazione e finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia (1945-1990)*, in *Annali di Storia dell’Impresa*, n. 8, Anno 1992, p. 212-214). La Società Italiana per le Strade Ferrate Meridionali, prima del riscatto da parte dello stato dei tronchi ferroviari da essa gestiti e la sua trasformazione in finanziaria, aveva fatto ampio ricorso al mercato obbligazionario per finanziare le sue attività. A partire dal 1862, anno di costituzione della società, la Bastogi aveva collocato, in Italia e all’estero (Svizzera, Inghilterra, Francia, Belgio) 8 serie di obbligazioni da L. 500 nominali per un valore complessivo di 1.076.150.000 pari a 2.152.300 titoli. Successivamente, con la fine dell’attività di gestione delle ferrovie, la Bastogi era divenuta ente sottoscrittore di obbligazioni emesse da partecipate piuttosto che emittente essa stessa. Per una storia della Bastogi vedi G. MORI, *Le guerre parallele. L’industria elettrica in Italia nel periodo della grande guerra (1914-1919)*, in *Studi Storici*, a. XIV (1973), L. SEGRETO, *Gli assetti proprietari nel Vol. I della Storia dell’Industria Elettrica in Italia*, Roma-Bari, 1993, e sul tentativo di scalata di Max Bondi, G. PILUSO, *Lo speculatore, i banchieri e lo Stato: la Bastogi da Max Bondi ad Alberto Beneduce (1918-1933)*, in *Fondazione Assi, Annali di Storia dell’impresa*, vol. VII, Bo, 1991.

⁹ BENEDEUCE, serie pratiche, corda n. 330, cit., p. 40.

¹⁰ *Ibidem*, p. 42.

¹¹ Per un’analisi del sistema di emissioni di obbligazioni da parte di Crediop ed Icipu vedi P.F. ASSO M. DE CECCO, *Storia del Crediop*, cit, per una storia di sindacati di collocamento delle obbligazioni dei due Istituti vedi L. DE ROSA, *Banche e Lavori pubblici in Italia fra le due guerre*, cit.

visione dello statistico casertano¹². Un sistema finanziario con un mercato obbligazionario ampio ed efficiente, asseriva in esso Beneduce, avrebbe contribuito in maniera decisiva ad equilibrare l'intero sistema finanziario. Al capitale azionario sarebbe stata restituita la funzione che gli è propria, ossia sopportare il rischio d'impresa. Il sistema bancario avrebbe riacquisito l'equilibrio tra raccolta ed erogazione limitandosi a finanziare il circolante. La povertà del mercato obbligazionario, però, era evidente¹³. "L'unico segnale positivo proveniente da questo mercato – nota più avanti Beneduce – è costituito dalle emissioni del Consorzio di Credito per le Opere Pubbliche" che, al momento della redazione del memorandum citato, risalente ai primi mesi del 1925, aveva immesso sul mercato oltre 325 milioni di lire di obbligazioni. Segnali di vitalità sarebbero venuti anche dalle emissioni dell'Icipu., di cui Beneduce andava organizzando la prima emissione di obbligazioni ipotecarie¹⁴. In corrispondenza ai mutui concessi l'istituto era autorizzato ad emettere obbligazioni garantite oltre che dal suo capitale sociale anche dalle annualità dovute dai mutuatari e da immobili costruiti dagli stessi. "Si potrebbe obiettare, continua più avanti Beneduce, che gli stessi risultati sarebbero ottenibili con le emissioni e collocamenti delle obbligazioni ordinarie fatti direttamente dalle società. Ma le obbligazioni, intanto, non possono eccedere il capitale versato e poi sono gravate da forti tasse ipotecarie e di Ricchezza mobile. Invece per il nuovo istituto la legge stabilisce un trattamento fiscale surrogativo di ogni altra imposta o tassa di R.M., ipotecaria, di bollo etc". Le obbligazioni del Crediop e dell'Icipu erano, infatti, esentate da ogni imposta presente o futura e sottoposte ad una tassa molto bassa. Esse, inoltre, erano equiparate alle cartelle fondiariale il che implicava l'ammissione di diritto alla quotazione. Su di esse le banche potevano, inoltre, ricevere anticipazioni dalla Banca d'Italia. Grazie a questa rete di protezione il Crediop, affiancato successivamente dall'Icipu, negli anni Venti e Trenta, arrivò quasi a monopolizzare il mercato. Già nel '27 i due istituti emettevano oltre il 50% delle passività di tutti gli istituti di credito mobiliare e circa il 25% di quelle degli istituti di credito speciale che comprendevano anche il credito agrario ed il credito fondiario per rappresentare, in tutti gli anni Tren-

¹² A.S.B.I., Beneduce, pratiche, corda 313, si tratta di un memorandum in più copie in cui si possono leggere le correzioni scritte di pugno da Beneduce sul documento dattiloscritto.

¹³ «Fra le deficienze del nostro mercato finanziario – scrive l'autore – v'è rilevata la scarsa entità dei valori obbligazionari i quali costituiscono, invece, il fondo dell'attività creditizia nei principali mercati esteri. I paesi meglio organizzati, dal punto di vista finanziario, attingono ad investimenti di lunga durata e a tasso fisso la maggior parte dei capitali necessari per l'attrezzatura economica della loro attività produttiva. Le cartelle fondiariale rappresentano più che un mezzo per mobilitare la proprietà terriera ed edilizia ad ulteriori fini produttivi, quasi appena uno strumento cui i patrimoni immobiliari hanno fatto ricorso, nell'evenienza di bisogni di carattere eccezionale. Le obbligazioni industriali assommano, poi, una cifra estremamente esigua in confronto alla cospicua entità dei capitali delle Società anonime» (in un'altra stesura, parlando delle società elettriche egli dice che su quasi 5 m.di di capitali azionari le emissioni obbligazionarie delle stesse ammontano a soli 216 m.ni circa). *Ibidem* p. 3-7 della seconda stesura.

¹⁴ L'Icipu era stato creato nel maggio 1924 per finanziarie le imprese di pubblica utilità. Esso infatti, per usare le parole di Beneduce "risponde(va) ad un desiderio sentito specialmente dall'industria elettrica. L'Istituto, per vero, non si prefigge soltanto il credito elettrico, ma estende le sue operazioni anche alle altre imprese esercenti servizi di pubblica utilità". *Ibidem*, p. 7. Sulla nascita dell'Icipu vedi P.F. ASSO. M. DE CECCO, *Storia del Crediop*, cit. p. 175 e ss. *Ibidem*.

ta, più del 60% del mercato obbligazionario degli istituti di credito mobiliare. Tutto ciò, se da un lato ha garantito al Paese il superamento delle varie crisi susseguitesesi, essendo il sistema coeso, ha d'altro canto consegnato alla storia dei nostri giorni un mercato obsoleto ed inefficiente, dove i risparmiatori non sono messi in condizione di scegliere le operazioni più redditizie e le aziende di ricevere finanziamenti sulla base esclusiva dei propri meriti¹⁵. I filtri frapposti tra soggetti in surplus di risparmio e soggetti in deficit hanno finito per consegnare la gestione del risparmio e la sua erogazione in mani che in senso lato possiamo definire politiche. Con la fine della banca mista, gli istituti di credito ordinario trovavano una nuova collocazione all'interno del sistema finanziario. La loro presenza capillare sul mercato e l'appeal esercitato sui risparmiatori, in assenza di gestori alternativi, lasciava pur sempre nelle mani delle banche, a cui veniva inibito il credito a medio termine, il potere di indirizzo del risparmio italiano. Le banche assumevano così, all'interno del "blocco storico" della finanza italiana, il ruolo di collettore¹⁶. Questo ruolo risulta evidente se si considera il contributo che di volta in volta le banche hanno dato al collocamento dei titoli di credito degli istituti di credito speciale¹⁷ (valga come esempio la raccolta che le tre bin hanno fatto per Mediobanca collocandone i certificati di deposito) o se si analizza il fenomeno della doppia intermediazione¹⁸ sviluppatosi negli anni Sessanta del nostro secolo (e cresciuto in misura notevole negli anni Settanta a seguito del vincolo di portafoglio imposto dalla Banca d'Italia) e se si guarda all'ampio uso dei sindacati di collocamento delle obbligazioni. Essi, infatti, hanno rappresentato un mezzo di controllo del mercato orientando la ricchezza dei risparmiatori nella direzione voluta dai gruppi appartenenti al blocco, determinando, così, le sorti di patrimoni di risparmiatori e di imprenditori che, nella maggiore o minore possibilità di accesso al capitale di prestito, hanno una delle chiavi di successo. Negli anni Venti il sistema dei sindacati di

¹⁵ Per un'analisi di lungo periodo del rapporto tra banca e industria, , finanza e impresa, vedi P. Ciocca, *Interesse e Profitto. Saggi sul sistema creditizio*, Bo. 1982.

¹⁶ Come ha scritto M. De Cecco "Lo sviluppo finanziario in Italia comincia con le banche e prosegue con le banche ... La borsa valori in Italia è un mercato molto ristretto, molto professionale, in cui l'aspetto speculativo predomina. Gli investitori istituzionali del modello angloamericano non sono apparsi sulla scena". (M. DE CECCO, *Note sugli sviluppi della struttura finanziaria del dopoguerra*, Mi), 1968 p. 48-49.

¹⁷ Per un'analisi del ruolo degli Istituti di credito speciale vedi V. Pontolillo, *Il sistema del credito speciale in Italia*, Bo, 1980, M. BAGELLA, *Gli istituti di credito speciale e il mercato finanziario (1947-1962)*, Mi, 1962, C. Pace G. Morelli (a cura di) *Origini e identità del credito speciale*, Mi, 1984, A. CONFALONIERI, *Credito ordinario e "medio termine": considerazioni sull'esperienza italiana*, O. CASTELLINO, *intermediari finanziari e politica e del credito. L'esperienza italiana (1947-1963)*, To, 1964, A. CALAMANTI, *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Mi, 1977. Sul ruolo della banca d'affari ricco di spunti è M. DE CECCO G. FERRI, *Origini e natura speciale dell'attività di Banca d'affari in Italia*, Temi di discussione del Servizio Studi della Banca d'Italia N. 242, Dicembre 1994. Sul ruolo dell'Imi vedi invece di F. CESARINI, *Alle origini del credito industriale: l'Imi negli anni trenta*, Bo, 1982 e su Mediobanca N. COLAJANNI, *Il capitalismo senza capitale. La storia di Mediobanca*, Mi, 1991, F. TAMBURINI, *Un siciliano a Milano*, 1992 e S. BATTILOSSI, *L'eredità della Banca mista. Sistema creditizio, finanziamento industriale e ruolo strategico di Mediobanca, 1945-1956* in "Italia contemporanea", 1984, n. 5.

¹⁸ Sul fenomeno della doppia intermediazione degli anni Sessanta vedi tra gli altri M. ONADO, *Il sistema finanziario in Italia*, Bo. 1980, p. 148-167.

collocamento, utilizzato dalla Bastogi¹⁹ per gli aumenti di capitale o per le emissioni obbligazionarie delle società nelle quali la finanziaria fiorentina aveva investimenti, venne perfezionato per il collocamento delle obbligazioni del Crediop e dell'Icipu. Le carte dell'archivio del Crediop evidenziano come, sin dalla creazione, per tali istituti, Beneduce cerchi di ampliare il bacino nel quale collocare le obbligazioni. Se, infatti, la finanziaria fiorentina aveva privilegiato il rapporto con le banche miste, che avevano costituito la spina dorsale dei sindacati di collocamento, data la natura semipubblica che Icipu e Crediop avevano, Beneduce tentò di impegnare nel collocamento e nel sostegno delle obbligazioni anche gli istituti di emissione, le Casse di Risparmio e gli altri investitori istituzionali dell'epoca quali l'INA, la Cassa delle assicurazioni sociali, la Cassa nazionale degli infortuni²⁰. Per ottenere la partecipazione delle Casse di Risparmio l'opera di convincimento fu piuttosto laboriosa e fece leva sul carattere semipubblico dei titoli. Già collaudato era, come si è detto, il rapporto con le banche miste che avevano spesso partecipato a sindacati di collocamento insieme alla Bastogi. Tale sistema era talmente collaudato che, come nel caso dell'emissione di titoli obbligazionari da parte della Società Meridionale di Elettricità, avvenuta nel 1928 per un importo di Lit. 50.000.000 al tasso nominale del 6%, prima della delibera di emissione, avvenuta il 17 ottobre, il presidente Cenzo²¹ aveva sul tavolo l'impegno della Banca Commerciale Italiana, capofila del sindacato, a collocare le obbligazioni e ad assumere a fermo l'ipotato²². La Comit, insieme ad una serie di investitori svizzeri coordinati dalla casa finanziaria svizzera Italo-suisse, alla Bastogi e ad altre banche miste, faceva parte del nocciolo duro del capitale della Meridionale²³. Il prestito era costituito da 100.000 obbligazioni dal valore nominale di L. 500 con ammortamento

¹⁹ La Società Italiana per le Strade Ferrate Meridionali, prima del riscatto da parte dello stato dei tronchi ferroviari da essa gestiti e la sua trasformazione in finanziaria, aveva fatto ampio ricorso al mercato obbligazionario per finanziare le sue attività. A partire dal 1862, anno di costituzione della società, la Bastogi aveva collocato, in Italia e all'estero, (Svizzera, Inghilterra, Francia, Belgio) 8 serie di obbligazioni da L. 500 nominali per un valore complessivo di L. 1.076.150.000 pari a 2.152.300 titoli. Successivamente, con la fine dell'attività di gestione delle ferrovie, la Bastogi era divenuta ente sottoscrittore di obbligazioni emesse da partecipate piuttosto che emittente essa stessa.

²⁰ Nella documentazione relativa alle emissioni dei titoli obbligazionari, presente nella sezione T dell'Archivio del Crediop sono conservati i carteggi tra Beneduce e le principali istituzioni finanziarie dell'epoca. Attraverso essi è possibile ricostruire la trama che Beneduce costruì, non senza difficoltà, a causa delle condizioni del mercato depresso dalla ricostruzione postbellica prima, e dal Prestito del Littorio, poi, per dare un mercato stabile alle obbligazioni di Crediop e Icipu. Un'analisi dei sindacati di collocamento delle obbligazioni Crediop si trova in L. DE ROSA, *Banche e lavori pubblici in Italia fra le due guerre (1919-1939) il consorzio di credito per le opere pubbliche*, Va. 1979, p. 44 e ss.

²¹ Per una storia della S.M.E. nel periodo considerato vedi saggio di G. Bruno dal titolo *Il Gruppo Meridionale di Elettricità*, in *Storia dell'Industria Elettrica*, a cura di G. Galasso, Laterza, Vol. III, pp. 815-905.

²² A.S.B.I., Beneduce, serie pratiche, 45 fgt. 1821 e ss.

²³ G. BRUNO, *Il gruppo della Meridionale Elettricità*, cit. pp. 815-905. La storia delle società elettriche, nella sua evoluzione che va dalla partecipazione delle banche miste e del capitale straniero, alla presenza crescente dell'IRI, sino alla nazionalizzazione, rappresenta uno spaccato fondamentale per la comprensione del sistema finanziario italiano, delle sue evoluzioni, del suo plasmarsi sulla base delle logiche di potere che guidavano i gruppi di comando. Vedi, a tal proposito

mento trentennale a partire dal 1 gennaio 1929²⁴. La società, senza curarsi di tutelare il risparmiatore, in assenza di un “market maker” che garantisse la stabilità dei prezzi delle obbligazioni, poteva procedere all’estinzione dei titoli o tramite il riacquisto sul mercato o tramite sorteggio. È noto che, quando un titolo viene emesso sotto la pari, come in questo caso, e la modalità di rimborso del capitale è tramite estrazione, una delle ragioni che rende appetibile il medesimo è la possibilità di essere estratto. Ciò dà, al portatore del titolo, la possibilità di beneficiare subito del differenziale tra prezzo di emissione e valore nominale, aumentando, così, il rendimento effettivo netto del titolo. Senza un obbligo preciso ad ammortizzare il titolo tramite estrazione, la Società Meridionale di Elettricità, in presenza di un mercato controllato dalle banche che partecipavano al sindacato di collocamento, avrebbe potuto procedere al riacquisto del titolo sul mercato fin quando lo stesso fosse stato quotato sotto la pari. Il sindacato di collocamento era, come si è detto, guidato dalla Banca Commerciale Italiana. I vertici della Comit, con lettera del 17 ottobre, chiesero a Beneduce di procedere all’assunzione a fermo delle obbligazioni rispettando le proporzioni utilizzate in occasione dell’aumento di capitale da poco varato dalla Meridionale. La delibera del 17 novembre 1927 aveva portato il capitale a 450 milioni con un aumento di 150. Tale aumento era stato collocato a fermo. Per il 35% all’estero e per i restanti 65/100 in Italia secondo le seguenti proporzioni: 28/65 alla COMIT, 16/65 al Credito italiano, 15/65 alla Bastogi, 6/65 il Banco di Roma²⁵. Tali proporzioni corrispondevano al 45% per la COMIT, al 25% per il Credito Italiano, al 23% per la Bastogi, al 9% per il Banco di Roma. La Banca Commerciale, nel proporre queste proporzioni a Beneduce, si dichiarava disposta, nel caso che la Finanziaria guidata dallo statistico casertano avesse voluto assumere una cifra inferiore, ad aumentare la propria quota di partecipazione al sindacato di collocamento. Il prezzo a cui le obbligazioni venivano acquistate dal sindacato di collocamento era di Lit. 445 (ogni obbligazione costava Lit. 500). A tale somma andavano sottratti i dietimi che maturavano dal momento dell’acquisto da parte del sindacato al momento del godimento dei titoli. Il prezzo a cui le obbligazioni vennero offerte al pubblico fu di 475 lire. Il guadagno lordo fu dunque di ben 30 lire di cui 5 come differenziale tra prezzo di acquisto e prezzo di vendita, 10 come provvigione di sportello e 15 per la gestione del prestito. Certo ad esso andavano sottratti i costi di pubblicità, le imposte, le provvigioni da riconoscere ad alcune banche svizzere che

to, la già citata Storia dell’industria elettrica in Italia, in cinque volumi, di AA.VV., ed in particolare il saggio presente nel primo volume ad opera di L. SEGRETO, *Gli assetti proprietari*, pp. 89-162, nonché, per ciò che riguarda la vocazione finanziaria dei gruppi elettrici il già citato S. BATTILOSSI, *Accumulazione e finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia (1945-1990)*, e E. SCALFARI, *Storia segreta dell’industria elettrica*, Ba. 1963 e E. SCALFARI, G. TURANI, *Razza padrona. Storia della Borghesia di Stato*, Mi, 1974.

²⁴ Le obbligazioni erano state emesse secondo questi tagli: 1250 con numerazione da 1 a 1250 di valore unitario, 3250 certificati da 5 obbligazioni con numerazione da N. 1251 a 4500, 3250 certificati da 10 obbligazioni con numerazione da 4501 a 7750, 1500 certificati da 25 obbligazioni con numerazione da N. 7751 a 9250; 250 certificati da 500 obbligazioni con numerazione da 9251 a 9500. A.S.B.I., Beneduce, serie pratiche, 45.

²⁵ A.S.B.I., Beneduce, pratiche, corda 45 fig. 1822.

si incaricarono di collocare una parte del debito all'estero, ma si trattò pur sempre di una cifra pari al 6,75% dell'importo incassato dalla S.M.E.. La cosa che più colpisce, leggendo i carteggi intercorsi tra COMIT, Bastogi e SME, è la rapidità e la disinvoltura con cui venivano raggiunti gli accordi relativi al collocamento dei titoli, sintomo evidente che il sistema era già collaudato. Scriveva, infatti, Cenzato a Beneduce, che faceva parte del consiglio di amministrazione della Sme, "Poiché altre importanti questioni renderanno necessaria la convocazione del Consiglio nel prossimo mese di novembre il Comitato, trattandosi di una prima operazione intesa ad iniziare il consolidamento del debito bancario della società in prossima scadenza ha ritenuto superfluo disturbare i colleghi per questa sola deliberazione e sufficiente di provocarne il voto per corrispondenza"²⁶. Il consorzio dunque fu costituito rapidamente, le obbligazioni emesse al portatore con facoltà di essere tramutate in nominative a norma di legge e a spese del richiedente, il pagamento degli interessi ed il rimborso pagati presso le filiali della COMIT, del Credito Italiano, della Banca di Roma e presso la sede della Società Italiana per le Strade Ferrate Meridionali.

Il controllo del mercato primario richiedeva, comunque, anche un controllo di quello secondario. Perché i titoli potessero essere collocati presso i sindacati di collocamento e presso il pubblico ad un prezzo congruo, era necessario che non ci fosse tensione sui loro prezzi. Essendo il mercato poco liquido, bastavano ordini di vendita provenienti da un solo agente di borsa a determinare la discesa dei corsi. La flessione dei corsi dei titoli del Crediop era avvenuta alla vigilia della undicesima emissione di obbligazioni ordinarie realizzata nel 1933. Beneduce, sospettando che la flessione fosse stata causata da una vendita effettuata dall'Istituto S. Paolo di Torino, scriveva al suo presidente, Demetrio Di Bernezzo, accusandolo dell'accaduto. Il Di Bernezzo, dopo aver tentato inutilmente di essere ricevuto da Beneduce, rispondeva con una missiva datata 20 aprile 1933 che fornisce uno spaccato interessante del funzionamento del sistema finanziario italiano²⁷. Nella seconda quindicina di marzo il S. Paolo si era rivolto all'Agente di Cambio Giovanni Grasso, della Banca Grasso di Torino, per acquistare una partita di 5-10.000 obbligazioni del Crediop offrendo un prezzo di Lit. 450 per obbligazione. In risposta aveva saputo che il Crediop era in procinto di emettere nuovi titoli al prezzo di Lit. 445 ognuno e ne aveva, pertanto, sconsigliato l'acquisto in borsa. Il Presidente del S. Paolo si era allora rivolto al Comm. Pantano, stretto collaboratore di Beneduce²⁸, chiedendo conferma ed offrendo, in caso di risposta affermativa, la disponibilità all'acquisto di una partita di 15.000 obbligazioni. Un emissario del Crediop alla fine della contrattazione negoziò la assunzione a fermo di 15.000 obbligazioni al prezzo di Lit. 440. Il S. Paolo, affermava il Di Bernezzo, aveva tenuta segreta la notizia, dunque l'accusa di aver diffuso in tutte le borse la notizia della pros-

²⁶ *Ibidem*, fig. 1833 e ss.

²⁷ A.S.B.I. fondo Beneduce, serie pratiche, Corda 313, carteggio tra A. Beneduce e D. Di Bernezzo.

²⁸ Salvatore Pantano (1885-1961) era stato assunto dal Crediop nel 1920. Nel 1935 ne sarebbe diventato segretario generale e direttore generale nel giugno 1941. Dal 1933 al 1941 fu anche segretario generale dell'IRI. P.F. ASSO M. DE CECCO, *Storia del Crediop*, cit. p. 51

sima emissione era infondata. Inoltre, l'intento di acquistare obbligazioni del Crediop implicitamente scagionava il S. Paolo dall'accusa di aver venduto un ingente quantitativo di titoli. L'unica vendita di obbligazioni fatta dal S. Paolo era stata di 400 m.ni ed era stata eseguita il 5 aprile (1933) dalla filiale di Biella per conto di un cliente al prezzo di 454,5. Il S. Paolo era, infatti, solito, nel momento in cui c'erano persone desiderose di vendere titoli di enti pubblici, trovare delle controparti tra i suoi clienti evitando così che le vendite potessero passare attraverso la borsa, il che è un'ulteriore conferma della scarsa trasparenza e significatività del mercato. Il Presidente del S. Paolo continuava la lettera dicendo che aveva notizia che realmente il 6 o il 7 aprile erano state offerte in vendita alla Borsa di Milano varie migliaia di obbligazioni a mezzo di un agente di cambio di Torino che da due anni non aveva più rapporti con l'Istituto piemontese. A richiesta di Beneduce avrebbe potuto fornire il nome dell'agente e della Cassa di Risparmio che aveva richiesto la vendita²⁹. Al di là della questione specifica discussa nella lettera, quello che va rilevato è il controllo che il Crediop aveva anche sul mercato secondario tanto da aver individuato un caprio espiatorio dei ribassi che si erano avuti in borsa che, alla vigilia di una nuova emissione, avrebbe turbato la nuova raccolta. Questo controllo serratissimo sarebbe stato assurdo in un mercato degno di questo nome.

2. LA TASSAZIONE DEI VALORI MOBILIARI

Il sistema tributario italiano, ed in modo particolare la legislazione riguardante la tassazione delle rendite finanziarie, non ha sempre risposto alla concezione devitiana dell'imposta definita «quella parte della ricchezza che lo Stato domanda al cittadino per procurarsi i mezzi necessari alla produzione dei servizi pubblici generali»³⁰. Di fatto, accanto ai tributi con finalità prettamente fiscali ne sono esistiti altri, preordinati a compiti di ordine politico ed economico-finanziario che la dottrina ha chiamato extrafiscali.

Seppure l'imposta vera e propria, ossia quella che trova la sua ragione d'essere nella necessità di creare sufficienti entrate allo stato e ad altri enti pubblici non prescinde del tutto dal profilo politico ed economico-finanziario, esiste una differenza sostanziale tra i due tipi di tributi. Nel caso di un tributo il cui scopo sia preminentemente fiscale, appare naturale valutare preventivamente le ripercussioni sul mercato, in modo da evitare perturbamenti o, comunque, influenze pericolose sullo stesso. Nel caso, invece, si tratti di applicare un tributo con finalità extrafiscali, è il solo obiettivo economico-finanziario a costituirne la giustificazione, prescindendo dal gettito che ne potrà derivare ed adempiendo tanto meglio allo scopo quanto minore sarà il gettito che avrà prodotto: ne è un esempio l'imposta straordinaria progressiva sui dividendi introdotta col

²⁹ *Ibidem*, p. 4 della lettera

³⁰ A. DE VITI DE MARCO, (1934), *Principi di economia finanziaria*, Torino, 1934, p. 84. Sulla teoria devitiana dell'imposta si veda anche A. Pedone, (a cura), *Antonio De Viti De Marco*, Roma-Bari, 1995.

R.D.L. 5/10/1936, n. 1744, e con essa gran parte della legislazione tributaria fascista del periodo autarchico e bellico³¹.

Quest'imposta, che andò a colpire con aliquote fortemente progressive (dal 5 al 60 per cento) la distribuzione di dividendi superiori al 6 per cento del capitale versato³², non fornì grosse entrate allo stato³³, preferendo le società non distribuire dividendi ma accantonarli a riserva. In compenso – ed era questo lo scopo primario del provvedimento – l'imposta generò gravi ripercussioni sul mercato dei valori azionari³⁴, nel quale, come è noto, si vanno a capitalizzare soprattutto le aspettative di dividendi. Si neutralizzarono, così, gli effetti positivi che tale mercato avrebbe potuto trarre dalla decretata svalutazione monetaria e di conseguenza si convogliò il risparmio nazionale verso i prestiti statali emessi dal Tesoro per il finanziamento dell'Impero e della guerra³⁵.

L'imposta introdusse, dunque, un regime di libertà legale di distribuzione dei dividendi che andò a sostituirsi al provvedimento che, nel settembre precedente³⁶, aveva disposto per un triennio la limitazione al 6 per cento del capitale e delle riserve degli utili ripartibili dalle società azionarie. I maggiori utili dovevano essere accantonati in una speciale riserva vincolata ed investita in titoli di stato³⁷. Tale obbligo di carattere dichiaratamente non fiscale³⁸, insieme all'in-

³¹ Sulla funzionalità dell'imposta straordinaria progressiva sui dividendi agli obiettivi di politica economica si veda L. Biamonti, *Recenti aspetti caratteristici del diritto tributario italiano*, Roma, 1938, pp. 36-42.

³² Nel 1937 il limite di esenzione dall'imposta sui dividendi fu portato all'8 per cento.

³³ Solo 7 milioni nel 1938-39, 5 nel 1939-40, 15 nel 1940-41. L'imposta sarà soppressa nel 1948 (art. 8 del d.l. 14/2/48 nr. 49).

³⁴ Utilizzando gli indici dei corsi delle azioni elaborati dal Bachi in base ai prezzi di compenso del dicembre dell'anno precedente, fissati dalla borsa dove il movimento degli affari era stato più cospicuo, si è registrato, tra settembre e dicembre 1936, un incremento del 14,4 per cento, risultato del favore con cui il mercato accolse l'abbandono del gold standard (5/10/1936) e della ripresa delle attività produttive legate ai beni necessari alla guerra e ad alcuni servizi pubblici. Il valore di mercato dei titoli scambiati a termine nelle borse, calcolato secondo i prezzi di compenso e l'entità quantitativa delle operazioni denunziate dagli agenti di cambio, scese, invece, dell'8,75 per cento. Tale calo appare imputabile alla diminuzione del volume fisico degli scambi. (R. BACHI, *Il mercato finanziario nel 1936*, in «Rivista Bancaria», pp. 124-143. Per un corretto utilizzo degli indici elaborati dal Bachi si veda: L. LENTI, *Gli indici dei prezzi di borsa in Italia*, in «La Riforma Sociale», 1933, pp. 451-473; R. BACHI, *Monete banche e mercato finanziario*, in «Trattato Elementare di Statistica», voll. IV e V, Milano, 1933, pp. 45-68).

³⁵ Si ricorda che nel febbraio del 1934 c'era stata l'emissione del prestito redimibile 3, 50 per cento in conversione del Littorio; nel maggio del 1935 si era ripresa l'emissione di buoni ordinari del Tesoro; nel settembre dello stesso anno si era avuta la conversione del redimibile nel nuovo titolo perpetuo "Rendita 5 per cento" – quotato solo nell'ottobre 1936 – seguito, infine, dal prestito redimibile 5 per cento rimborsabile in 25 annualità a carattere obbligatorio per i possessori di beni immobili. (A. CONFALONIERI, E. GATTI, *La politica del debito pubblico in Italia, 1919-1943*, Vol. I, cit., pp. 251-275).

³⁶ R.D.L. 5/9/1935, n. 1613.

³⁷ La limitazione non riguardava quelle società che nel triennio antecedente il provvedimento avevano distribuito dividendi superiori al 6 per cento (e poi, all'8). In tale eccezione, Pietro Grifone (*Capitalismo di stato e imperialismo fascista*, cit., pp. 49-57) ha ravvisato un evidente favore dello stato per la salvaguardia degli interessi dei grossi gruppi monopolistici.

³⁸ L'extrafiscalità del provvedimento è chiaramente espressa nella Relazione della Giunta del Bilancio, in sede di conversione in legge del decreto. (*Atti Parlamentari*, Camera dei Deputati, Legisl. XXIX, sess. 1934-36, doc. 959-A, Relazione della Giunta Generale del Bilancio, relatore On. Redenti, p. 3).

troduzione della cedolare secca³⁹ che, nella misura del 10 per cento, colpiva i dividendi e i frutti dei titoli al portatore emessi da società ed enti diversi dallo stato⁴⁰ ed era destinata a compensare l'evasione di quei redditi che approfittando dell'anonimato sfuggivano alla Complementare⁴¹, causò un'inevitabile battuta d'arresto al rialzo del prezzo dei titoli azionari e al movimento degli affari a termine⁴².

«La necessità di far partecipare lo stato all'utile derivante alle società dalla rivalutazione degli enti patrimoniali conseguenti all'allineamento monetario e la necessità di compensare il danno che deriva[va] ai portatori di titoli pubblici dal minor contenuto aureo della moneta»⁴³ richiese un nuovo intervento dello stato. Nell'ottobre del 1937, si introdusse, così, l'imposta "una tantum" sul capitale delle S.p.A. e di quelle in accomandita per azioni⁴⁴ che non mancò di determinare, malgrado la discreta presenza di risparmio liquido sul mercato e la vivace attività industriale che il Paese stava vivendo in quegli anni⁴⁵, una nuova fase di regresso del mercato⁴⁶. Questo nuovo prelievo sul capitale, per quan-

³⁹ R.D.L. 7/9/1935, n. 1627.

⁴⁰ L'imposta era prevista a carico delle società con l'obbligo della rivalsa nei confronti dei perceptor. L'esenzione dei frutti dei titoli di stato venne giustificata dal fatto «che tali titoli [erano] sempre stati ammessi a beneficiare di un trattamento fiscale di favore per la necessaria salvaguardia del credito statale». L'esenzione oltre che per i titoli di stato venne prevista per le obbligazioni collocate all'estero già esentate dall'imposta di Ricchezza Mobile. (*Atti Parlamentari*, Camera Deputati, Legisl. XXIX, sess. 1934-35, docc. 779 e 779-A, Disegno di Legge e Relazione della Giunta Generale del Bilancio, relatore On. Bruchi).

⁴¹ L'imposta straordinaria sui dividendi, a conferma della natura integrativa e sostitutiva all'imposta complementare, ne mantenne l'aliquota massima; nel 1941 l'aliquota fu portata al 20 per cento.

⁴² L'indice del prezzo delle azioni, dall'agosto al settembre del 1935, registrò un calo del 18, 88 per cento; il valore delle operazioni a termine del 17, 5 per cento. (Dati tratti da «Rivista Bancaria», *Rilevazioni sul mercato finanziario*, 1935, pp. 739-758).

⁴³ *Atti Parlamentari*, Camera Deputati, legisl. XXIX, sess. 1934-37, doc 2013-A, Relazione della Giunta del Bilancio, relatore On. Olivetti.

⁴⁴ R.D.L. 19/10/1937, n. 1729. L'aliquota della nuova imposta era del 10 per cento da calcolarsi sul capitale e sulle riserve.

⁴⁵ Sullo sviluppo industriale italiano si veda, tra gli altri: G. GUALERNI, *Economia e politica industriale: il caso italiano (1891-1944)*, Vol. I, Torino, 1988; G. Fuà, *Lo sviluppo economico in Italia*, Milano, 1974; G. Toniolo, (a cura), *L'economia italiana 1861-1940*, Roma-Bari, 1978. Una conferma dell'effervescenza dell'attività industriale viene anche dall'abbondante richiesta di liquidità delle aziende al mercato dei capitali. Su un campione di 128 società quotate nelle borse del regno nel 1935, gli aumenti a pagamento ammontarono a soli 60 milioni, quelli gratuiti a ben 450; nel 1936 prevalsero gli aumenti a pagamento con 239 milioni, quelli gratuiti non raggiunsero, infatti, i 100 milioni; nel 1937, infine, gli aumenti a pagamento, sebbene rilevanti, 400 milioni, riguardarono prevalentemente due sole grosse società, la Montecatini, con 200 milioni e la S.I.P. con 180 (gli aumenti gratuiti ammontarono ad appena 22 milioni). (Nostra elaborazione da: Mediobanca, «Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati nelle borse italiane, 1928-1949», Milano, 1950, e da «Il taccuino dell'azionista», Milano, 1951).

⁴⁶ La diffusione della notizia di una probabile imposta sui titoli azionari ebbe delle inevitabili ripercussioni sui prezzi. Nel settembre del '37 l'indice dei prezzi delle azioni calcolato dal Bachi (base dic. 1936) scese, rispetto al mese precedente, da 113, 64 a 109, 47 (-3,67 per cento); l'effettiva introduzione dell'imposta sul capitale, nel mese successivo, incrementò il calo da 109,47 a 103, 88 (-5,11 per cento); nel novembre la più chiara esposizione delle modalità di applicazione dell'imposta sul capitale, che, grazie al sistema delle detrazioni, soprattutto quelle relative ai titoli di Stato, risultò meno gravosa del previsto, favorì una nuova ripresa dei prezzi (4,43 per cento). Il valore delle azioni scambiate a termine nelle borse, al contrario, aumentò del 60,9 per cento tra

to giustificato da ragioni di equità tributaria, indebolì comunque la consistenza della ricchezza nazionale, andandosi ad aggiungere alla già esistente imposta di negoziazione. Quest'ultima, benché destinata a colpire la circolazione delle azioni e delle obbligazioni, era in realtà una vera e propria imposta sul capitale riguardando la sola potenziale negoziabilità del titolo azionario (per quello obbligazionario occorre l'effettiva collocazione)⁴⁷.

A questi provvedimenti ne seguirono altri, tutti preordinati ad agevolare il collocamento dei titoli di stato. Ecco, dunque, l'introduzione, nell'ottobre del 1939⁴⁸, dell'*Imposta ordinaria sul patrimonio* che, con un'aliquota dello 0,50 per cento⁴⁹, andò a colpire tutto il patrimonio del contribuente nel quale non confluivano, però, né i titoli dello stato o da esso garantiti, né i depositi a risparmio in conto corrente⁵⁰.

Solo grazie all'autorizzazione accordata alle società di effettuare il trasferimento delle riserve a capitale, in esenzione dall'imposta progressiva sui dividendi e dall'imposta sui frutti dei titoli al portatore, fu possibile compensare sul mercato gli effetti perturbatori legati all'introduzione, nel luglio del 1940, di un'*imposta sui maggiori utili di guerra*. Il provvedimento, permettendo una migliore remunerazione del capitale senza l'aumento percentuale dei dividendi, favorì una nuova fase di rialzo dei titoli delle aziende industriali. Il timore che tale ripresa potesse compromettere il risultato della sottoscrizione dei buoni novennali⁵¹, la cui emissione era stata autorizzata nel febbraio 1920⁵², indusse il regime ad adottare nuovi provvedimenti⁵³: aumento dell'aliquota dell'imposta sui frutti dei titoli al portatore al 20 per cento (ad eccezione delle obbligazioni per le quali rimase al 10 per cento); nuova limitazione dei dividendi distribuibili al 7 per cento del capitale e delle riserve⁵⁴; imposta del 100 per cento, con

agosto e settembre, del 10,3 per cento tra settembre ed ottobre e continuò a salire nel mese di novembre, 25, 42 per cento, per poi scendere del 28 per cento nel mese di dicembre. L'incremento, per i mesi di settembre ed ottobre, è imputabile al solo incremento del volume fisico degli scambi; quello di novembre, sia all'indice di quantità che a quello di valore. Il calo del mese di dicembre, infine, investì sia i volumi fisici sia i livelli dei corsi. (I dati sono stati tratti da «Rivista Bancaria», *Rilevazioni sul mercato finanziario*, settembre, ottobre, novembre e dicembre 1937, pp. 779-787, 845-859, 926-943, 43-59).

⁴⁷ L'imposta di negoziazione era annuale e colpiva in misura diversa i titoli nominativi e quelli al portatore. Il fine dichiarato dell'imposta era quello di "evitare di tassare i titoli ad ogni trasferimento con innegabile intralcio agli affari". (*Sulla natura della tassa di negoziazione* in «La società per azioni», maggio 1936, p. 155).

⁴⁸ R.D.L. 12/10/39, n. 1529.

⁴⁹ L'aliquota fu elevata allo 0,75 per cento a partire dal gennaio 1945 e ridotta allo 0,40 per cento nel 1947. L'imposta fu soppressa col D.L.Pr. 11/10/47, n. 1131.

⁵⁰ Quaderni dell'Associazione fra le società per azioni, *L'imposta sul patrimonio in Italia ed all'estero*, 1940, Roma, pp. 31-38.

⁵¹ La stessa preoccupazione veniva espressa in una lettera anonima inviata alla Presidenza del Consiglio dei Ministri. (Archivio Centrale di Stato, Presidenza del Consiglio dei Ministri, 1940-42, fasc. 9/5/7987, busta 3094).

⁵² L. 4/2/1940, n. 20.

⁵³ R.D.L. 27/12/1940, «Gazzetta Ufficiale» del 28 dicembre 1940.

⁵⁴ L'utile distribuibile poteva anche essere pari all'ammontare dei dividendi dell'ultimo esercizio diminuito del 12,50 per cento, o alla media degli ultimi tre esercizi anteriori a quello in corso al 28 dicembre 1940, decurtato il 20 per cento di imposta cedolare per ottenere il dividendo netto.

effetto retroattivo, sui trasferimenti delle riserve a capitale⁵⁵. Tuttavia i titoli a reddito variabile continuarono ad essere preferiti dai risparmiatori ai titoli a reddito fisso⁵⁶, per la maggiore garanzia che offrivano in prospettiva di nuove svalutazioni monetarie malgrado i continui attacchi ad essi mossi dal regime per soffocarne il mercato e il loro esiguo rendimento a causa dell'alto prezzo d'acquisto⁵⁷.

In risposta a tale atteggiamento il regime ravvisò la necessità di frenare ogni ulteriore spostamento delle quotazioni, di individuare i possessori dei titoli azionari e di impedire ogni evasione dai tributi sul reddito globale, sul patrimonio e sulle successioni, facile ad aversi con i titoli a reddito variabile al portatore. In sostanza, si tese a perfezionare il cosiddetto «circuito dei capitali» destinato a riportare nelle casse del Tesoro quel denaro uscitone per far fronte all'eccesso di spese statali determinate dalla guerra, sotto forma di buoni postali, buoni del Tesoro, conti correnti con la Cassa Depositi e Prestiti e con altri istituti. Ecco dunque l'imposta sul plusvalore dei titoli azionari⁵⁸, la sovrimposta di negoziazione sugli stessi⁵⁹ e, soprattutto, la reintroduzione della nominatività

⁵⁵ Banca d'Italia, Adunanza generale ordinaria dei partecipanti, marzo 1941, pp. 43-44; A.S.B.I., Servizio Studi Economici e Statistica, *Rilevazioni sul mercato finanziario*, 1940-1941, Fondo Studi, corda 260, fasc. 1-2.

⁵⁶ A.S.B.I., Fondo Studi, *Dati riservati. Rilevazioni sul mercato finanziario 1940*, corda 260, fasc. 2.

⁵⁷ Nel 1941 il rendimento di un'azione si aggirava intorno al 3 per cento (quello delle azioni più trattate all'1 per cento); quello dei titoli di stato intorno al 5 e mezzo per cento. (Banca d'Italia, Adunanza Generale Ordinaria dei partecipanti, marzo 1942, p. 74).

⁵⁸ L'imposta sul plusvalore dei titoli azionari fu introdotta dal R.D.L. 25/7/1941, n. 647. Tale plusvalore era dato dalla differenza fra il prezzo di cessione del titolo e il prezzo di riferimento costituito dal prezzo di acquisto del titolo quando fosse posteriore al 1° ottobre 1940, oppure, quando l'acquisto fosse anteriore o il prezzo non potesse essere provato mediante regolare foglietto bollato, dal prezzo di compenso per il settembre 1940, o ancora dal valore nominale se superiore; l'aliquota, dapprima progressiva fu poi resa proporzionale (20 per cento, a carico del venditore). (Rassegna di legislazione, in «Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze», maggio-agosto 1941, pp. 150-151). Le ripercussioni dell'imposta sul plusvalore dei titoli azionari furono, per ciò che riguarda il numero delle contrattazioni e le loro quotazioni, alquanto diverse. Il fine di ridurre il volume delle operazioni di borsa e dunque gli investimenti del risparmio nei titoli azionari fu pienamente raggiunto. Da ciò il crollo delle contrattazioni che, nel luglio del 1941, avevano raggiunto cifre rilevanti malgrado la limitazione dei dividendi e l'immutata consistenza dei patrimoni sociali originari: il movimento degli affari alla borsa di Milano per i titoli azionari scese dall'aprile del 1941 al dicembre dello stesso anno dell'83 per cento. Le quotazioni, invece, nel mese d'agosto raggiunsero il livello massimo. (A.S.B.I., Fondo Studi, *Dati riservati. Rilevazioni sul mercato finanziario 1941*, corda 260, fasc. 1).

⁵⁹ La sovrimposta di negoziazione sui titoli azionari, pari al 4 per cento del prezzo o valore pieno di cessione del titolo, fu affiancata all'imposta sul plusvalore col R.D.L. 27/9/1941, n. 1014, e fissata ad esclusivo carico del compratore. Tale sovrimposta, insieme all'estensione dell'imposta sul plusvalore ai titoli azionari non quotati in borsa, e alla fusione delle sue aliquote progressive in un'aliquota proporzionale del 20 per cento, fissata a carico del venditore, se nel loro insieme, estesero l'azione dei nuovi tributi ed eliminarono i frazionamenti delle vendite, non incoraggiarono gran che la smobilizzazione dei titoli. Ciò derivò principalmente dalla persistenza della domanda a fronte di una offerta non sufficiente sia per gli ostacoli posti alle nuove emissioni, sia per la già detta tendenza dei possessori, alla luce dei costi di smobilizzazione, a conservare le vecchie azioni. (A. AMATO, *La nuova imposta sul plusvalore dei titoli azionari nella finanza di guerra italiana*, in «Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze», 1941, Vol. V, parte I, pp. 160-169). Nel 1943, alle due imposte si sostituì per tutti i titoli, quotati o non in borsa, un'unica sovrimposta di

obbligatoria⁶⁰, nonché, nel 1942, l'obbligo per gli acquirenti dei titoli azionari di investire in speciali buoni del Tesoro 3 per cento, inalienabili durante i loro nove anni di vita, una somma uguale al prezzo pagato per il suddetto acquisto⁶¹.

La nominatività dei titoli non venne estesa ai valori a reddito fisso, assicurando così ad essi, in confronto agli azionari, quella continua e facile redistribuzione fra i risparmiatori che tanto concorse ad assicurarne l'immediato collocamento⁶². La mancata differenziazione tra titoli di stato ed obbligazioni private è però sintomatica della scarsa concorrenzialità assunta da queste ultime sul mercato. Le obbligazioni private, infatti, malgrado l'alto tasso di impiego – generalmente più che doppio di quello dei titoli azionari – non avevano avuto sino ad allora un grosso mercato⁶³. Non appena note le limitazioni legislative sulle azioni, tuttavia, divennero oggetto di importanti contrattazioni. Si assottigliarono così gli investimenti azionari – meno convenienti a causa dei gravami tributari straordinari e delle formalità della nominatività – e aumentarono quelli nei valori obbligazionari⁶⁴.

Con la nominatività sorse conseguentemente l'esigenza di esentare dall'imposta complementare quei contribuenti già accertati ai fini dell'imposta cedolare. Tale esenzione, su istanza del contribuente, fu accordata solo a partire dal 1943⁶⁵ e «sino a quando l'aliquota massima dell'imposta complementare si [fosse] mantenuta inferiore all'aliquota della cedolare»⁶⁶. Difatti, con l'aumen-

negoiazione nella misura del 3 per cento del valore di cessione fino a concorrenza del nominale e del 20 per cento di tale valore sulla parte eccedente il nominale. Col D.L. 23/4/43 la sovrimposta sulla parte del valore di cessione eccedente il nominale fu portata dal 20 al 35 per cento. Col decreto 12/8/43, n. 738, l'aliquota sulla parte del valore di cessione eccedente il nominale scese nuovamente al 20 per cento, per poi essere elevata al 25 per cento col D.M. 4/9/43. (G. BIANCHINI, *Disciplina dei titoli azionari e provvedimenti tributari per la negoziazione*, Relazioni per la Commissione di Finanza del Senato del Regno, Tipografia del Senato, 1941, Roma, pp. 18-30).

⁶⁰ La nominatività, già introdotta da Giolitti, nel 1920, e revocata da De Stefani, nel 1922, di fatto non fu mai applicata. Fu reintrodotta per i soli titoli azionari col R.D.L. 25/10/1941.

⁶¹ R.D.L. 21/11/1942, n. 1316. L'obbligo sarà soppresso dal R.D.L. 23/4/1943, n. 235.

⁶² Gli effetti benefici per i titoli del debito pubblico non tardarono a manifestarsi: la rendita 5 per cento, quotata 93, 40 alla fine di luglio, salì, alla fine di dicembre a 95, 55, registrando un aumento del 2, 3 per cento rispetto alla quotazione minima del febbraio dello stesso anno.

⁶³ Si tenga conto che il fisco decurtava il 50 per cento circa del reddito derivante dai titoli obbligazionari (dal 1926 al 1936 gli interessi delle obbligazioni avevano, invece, beneficiato dell'esenzione dall'imposta di R.M.).

⁶⁴ Un provvedimento di favore per il mercato dei titoli obbligazionari privati può essere ravvisato già con l'introduzione dell'imposta sul patrimonio. La legge istitutiva dell'imposta, all'art. 12, pur stabilendo che le società commerciali dovessero l'imposta sull'ammontare delle obbligazioni emesse, riconosceva loro la possibilità di non rivalersi sui portatori delle obbligazioni. Ciò costituiva un evidente vantaggio per le società che così operando incontravano il favore del risparmiatore e non vedevano di conseguenza preclusa una importante via di finanziamento (per l'imposta straordinaria sui dividendi la rivalsa era, invece, obbligatoria).

⁶⁵ Art. 12 del R.D.L. 25/10/1941, n. 1148. Si veda anche: G. GRECO, *Imposta speciale sui frutti dei titoli al portatore, nominatività obbligatoria dei titoli azionari ed esenzione dall'imposta complementare*, in «Rivista Italiana di Diritto Finanziario», 1942, pp. 28-32; M. D'AMELIO, *Circa la nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, Relazione della Commissione senatoriale di finanza per la conversione del decreto sulla nominatività dei titoli azionari, in «Rivista Italiana di Diritto Finanziario», cit., 1942, pp. 33-49.

⁶⁶ L'art. 12 fu così modificato in seguito alle obiezioni mosse, in sede di conversione in legge (L. 9/2/1942, n. 96), dalla Commissione di Finanza del Senato.

to dell'aliquota massima della complementare al 50 per cento⁶⁷, i frutti dei titoli azionari furono inclusi nel reddito complessivo imponibile senza peraltro abolire l'imposta cedolare che si ridusse al 15 per cento con facoltà per le società ed enti emittenti di limitare la rivalsa obbligatoria al 10 per cento dei frutti corrisposti⁶⁸.

Il nuovo regime di circolazione dei titoli azionari, contrariamente a quanto facessero prevedere le dichiarazioni del Ministro delle Finanze, Thaon Di Revel, «.....il provvedimento mira a questa importantissima finalità fiscale: rendere possibile al momento opportuno il giusto riparto delle spese di guerra... finita la guerra si rivedranno le posizioni»⁶⁹, non fu revocato con la fine del conflitto. In una memoria, predisposta nel marzo 1945 dall'Associazione Italiana degli Agenti di Cambio e trasmessa al Governatore della Banca d'Italia, ai ministri delle Finanze e del Tesoro, e alla Commissione finanziaria alleata, veniva messo in evidenza come la legislazione tributaria degli anni passati avesse gravemente danneggiato l'attività delle borse e come potesse ulteriormente compromettere il riassetto dell'economia nazionale se non si fosse prontamente provveduto ad una sua revisione. Era opportuno, dunque, che tale revisione comprendesse, innanzitutto, l'abolizione della nominatività dei titoli azionari o, almeno, l'adozione di un sistema agile e pratico di circolazione degli stessi che non costringesse i possessori, attraverso le innumerevoli pastoie fiscali e burocratiche, a preferire la loro tesaurizzazione piuttosto che la loro circolazione a tutto vantaggio dell'economia pubblica generale. L'abolizione della nominatività obbligatoria veniva perciò vista come un provvedimento necessario a ridare fiducia al mercato e favorire così gli impieghi capitalistici destinati ad assorbire la grossa mole di aumenti di capitali delle imprese occorrenti per la loro riattivazione produttiva⁷⁰. Nella stessa memoria l'Associazione invocava, altresì, l'abolizione della sovrimposta di negoziazione che, nel marzo del 1945, risultava pari a ben 45 volte l'imposta di negoziazione di cui costituiva il duplicato⁷¹. Tale sovrimposta costituiva un grosso deterrente alla cessione dei valori

⁶⁷ D.M. 20/11/1943, n. 840.

⁶⁸ A.S.B.I., Studi, Pratiche, Associazione società per azioni, circolare n. 14, *Modificazioni all'imposta complementare progressiva sul reddito*, 26 febbraio 1944, corda 306, fasc. 4. Si veda anche M. D'AMELIO, *Imposta speciale sui frutti dei titoli al portatore, nominatività obbligatoria dei titoli azionari ed esenzione dall'imposta complementare*, in «Rivista Italiana di Diritto Finanziario», 1942, pp. 28-49.

⁶⁹ *Atti Parlamentari*, Camera dei deputati, XXX Legisl., Sess. 1939-43, Relazione della Commissione Generale del Bilancio del 19 dicembre 1941, p. 1468.

⁷⁰ A.S.B.I., Direttorio Azzolini, 1945, corda 117, bob. 53, fgt. 117, pp. 4-7. Un'analogia critica alla nominatività ed un'invocazione alla sua abolizione venne espressa da Antonio Deni nell'articolo *Nominatività obbligatoria e sistema tributario*, pubblicato su «Rivista di Politica Economica», febbraio 1949, pp. 783-795. Sulla nominatività dei titoli azionari si veda anche F. FLORA, *La politica tributaria del regime azioni ed obbligazioni*, 1942, Roma; G. BEVIONE, *La nominatività dei titoli azionari*, Commissione di Finanza del Senato, Riunione dell'8 gennaio 1942, Roma, 1942.

⁷¹ Così l'Associazione commentava l'introduzione della sovrimposta: «... introdotta per l'idea falsa e demagogica di arrestare le negoziazioni ed i corsi nei mercati non più liberi nella loro naturale sede di domanda ed offerta, ma coartati nel sistema corporativistico che praticamente [si] concludeva anche in questo campo nella difesa degli interessi di pochi - i veri speculatori larvati da difensori della pubblica finanza - a scapito della generale floridezza delle industrie e dei commerci nazionali». (A.S.B.I., Direttorio Azzolini, bob. 53, corda 117, fgt. 1, pp. 6, 1945).

da parte di chi ne era in possesso, pregiudicando gli afflussi diretti del risparmio privato agli investimenti nelle imprese nazionali⁷².

Logiche le conclusioni che si possono trarre dalla disamina dei provvedimenti considerati. Un regime fiscale che, nell'arco cronologico esaminato, ha pesantemente discriminato le varie categorie di reddito, non ha mancato di influenzare, agendo sui costi, le modalità di finanziamento delle imprese e, agendo sui rendimenti, le scelte di investimento dei risparmiatori. Tale regime, seppure modificato negli anni a venire, con l'abolizione di gran parte dei provvedimenti considerati, ha comunque lasciato delle profonde tracce nel sistema impositivo del capitale azionario. È rimasta difatti immutata la tendenza discriminatoria nei confronti dei titoli azionari⁷³ che per molto tempo hanno sofferto di un regime fiscale di sfavore che ne ha penalizzato la diffusione a vantaggio dei titoli pubblici. Allo stesso modo è rimasto pressoché immutato il gravame fiscale sulle società per azioni che ha sovente portato le imprese al ricorso all'indebitamento come strategia di difesa dalla tirannia del nostro sistema tributario⁷⁴.

⁷² Nel maggio del 1945 si ebbe la riduzione dell'imposta al 3 per cento del prezzo o valore di cessione del titolo, dedotto da esso il valore nominale del titolo stesso; nel maggio 1946 si ebbe la sua abolizione; nell'aprile del 1947 il suo ripristino; nell'agosto 1949 una nuova sospensione e, nel settembre 1950, la sua definitiva abolizione.

⁷³ La discriminazione ha riguardato sia il regime di circolazione sia il peso fiscale. È stato difatti necessario attendere il 1974 per aversi l'emissione delle azioni di risparmio al portatore, il 1986 per aversi la tassazione, seppure preferenziale, dei titoli di stato o da esso garantiti ed il 1994 per l'introduzione dell'opzione per la cedolare secca (12,50 per cento) sui dividendi delle azioni quotate nei mercati regolamentati, diretta ad uniformare il trattamento dei dividendi a quello degli interessi (la possibilità di optare per la ritenuta a titolo di imposta era già stata accordata nel 1974 e abrogata nel 1977). L'opzione per la cedolare secca tuttavia precludeva il diritto al credito d'imposta (introdotto nel 1977 con la legge Pandolfi per evitare la doppia tassazione delle proventi azionari), favorendo, dato il vigente sistema degli scaglioni e delle aliquote, solo i contribuenti appartenenti alle fasce di reddito più alte. (Sul regime di tassazione dei titoli di stato e sui suoi effetti si veda: G.M. BERNAREGGI, *Effetti della tassazione dei titoli pubblici in Italia*, in «Economia pubblica», n. 4-5, 1986, pp. 151-158); G. GALLI, *La tassazione dei titoli pubblici in Italia: effetti distributivi e macroeconomici*, in «Temi di Discussione della Banca d'Italia», n. 88, aprile 1987; Franco, N. SARTOR, *Alcune considerazioni sugli effetti di capitalizzazione determinati dalla tassazione dei titoli di Stato*, «Temi di Discussione della Banca d'Italia», n. 102, luglio 1988; P.A. Vagliasindi, *Arbitraggi fiscali, neutralità tributaria e tassazione dei titoli pubblici*, in V. Visco (a cura), *Imposte e prezzi relativi*, Milano, 1993, pp. 311-331. Sull'introduzione della cedolare secca si veda A. ARONICA, A. DI MAJO, M.G. PAZIENZA, *Il fisco e il rafforzamento della struttura finanziaria delle imprese*, in «Settimo rapporto CER-IRS sull'industria e la politica industriale italiana», Bologna, 1995, pp. 192-197).

⁷⁴ Gli oneri fiscali erano e sono ancora oggi considerati tra le voci di costo più rilevanti. In un articolo pubblicato sulla rivista «Società per azioni», del 1937, si stimava che l'imposta di R.M. con le sue appendici giungeva al 36 per cento del reddito imponibile complessivo. Un carico fiscale più incisivo risultava da una relazione del consiglio di amministrazione della società Edison in cui il presidente, l'On. Motta, dichiarava che gli oneri pagati allo stato e ad enti parastatali dalla società, dal 1930 al 1937, ammontavano al 51, 70 per cento delle entrate. (A. STABILINI, *I profitti del capitalismo nei riguardi dell'opinione pubblica sul fisco*, in «Società per azioni», 15-30 aprile 1937, pp. 125-127). Anche il Bianchini, nel 1941, procedette ad una medesima stima, adottando come campione una società con un capitale nominale di 100 milioni, un valore di borsa di 250 milioni, un utile di bilancio di 10 milioni, un utile fiscale di 12 milioni e un dividendo di 9 milioni. Dai calcoli è emerso un peso fiscale pari al 67 per cento dell'utile di bilancio, al 56 per cento dell'utile fiscale e al 75 per cento del dividendo. (G. BIANCHINI, *Disciplina dei titoli azionari e provvedimenti tributari per la negoziazione*, cit., p. 18-24). Volendo riprendere lo stesso esempio del Bianchini, per il 1996, escludendo per semplicità di calcolo e di comparabilità ogni forma di imposizione locale o straordinaria, il carico tributario di una società per azione è risulta-

3. IL MERCATO AZIONARIO

Le caratteristiche del mercato azionario italiano sono note: non un meccanismo di finanziamento delle imprese, ma un mercato molto ristretto e fortemente speculativo⁷⁵. Le ragioni di questa situazione sono sinteticamente riconducibili al ruolo preponderante che, sempre, ha avuto il sistema bancario nel finanziamento dell'attività industriale e la stretta dipendenza da esso delle imprese⁷⁶. Questa struttura finanziaria, pur risultando funzionale al modello di sviluppo prevalso nel secondo dopoguerra, ha bloccato il rinnovamento del settore finanziario in una gabbia protezionistica che, a partire dalla legge bancaria del '36, si è successivamente rafforzata per effetto di una politica economica e creditizia costantemente preoccupata di allargare l'area dei canali privilegiati⁷⁷. La stessa "doppia intermediazione", modello di finanziamento tipico degli anni Sessanta, sarebbe infatti coerente con la storia finanziaria del nostro paese e con il ruolo assegnato al mercato creditizio dalla legge bancaria del '36⁷⁸. In questi anni gli Istituti di credito speciale riusciranno – laddove l'Imi da solo aveva fallito negli anni '30 – a dilatare il mercato a reddito fisso che risulterà successivamente funzionale per la collocazione dell'ingente massa dei titoli del debito pubblico⁷⁹.

to pari al 59,45 per cento dell'utile fiscale, al 71,34 dell'utile di bilancio e al 79,3 per cento del dividendo. Non troppo diversi sono dunque i risultati, né dissimili sono apparse le strategie adottate dalle imprese per limitare l'incisività del fisco. D'altra parte entrambi i T.U. delle Imposte Dirette, il 4021/1877 ed il 917/1986, hanno riconosciuto la possibilità di dedurre dal reddito imponibile gli oneri finanziari.

⁷⁵ Per una analisi di lungo periodo del mercato azionario italiano si veda A. ALEOTTI, *Borsa e industria 1861-1989: cento anni di rapporti difficili*, cit. Per il periodo che va dal 1808 al 1938, si veda S.B. CURIONI, *Regolazione e competizione, storia del mercato azionario in Italia (1808-1938)*, cit. Per il periodo 1961-1976 si vedano, invece, le *Relazioni di Borsa*, a cura di G. Pivato, vari anni.

⁷⁶ D. GARRAPA, in *Alcune note sui rapporti tra mercato finanziario e sviluppo economico italiano: il caso della borsa valori*, "Impresa, Ambiente e Pubblica Amministrazione", 1975, pp. 602-621, così afferma: "Il capitalismo italiano sorto tardivamente e sotto la spinta decisiva dell'intervento statale e del capitale bancario straniero, non è riuscito successivamente ad affrancarsi dalla dipendenza finanziaria della banca sviluppando al proprio interno quel complesso di istituzioni finanziarie – tipiche dei paesi anglosassoni – capaci di concorrere effettivamente alla costruzione di un mercato di borsa efficiente e in grado di svolgere la sua funzione propulsiva ai fini dello sviluppo del sistema stesso". Sul ruolo dello stato nello sviluppo delle imprese si vedano anche F. BONELLI, *Il capitalismo italiano. Linee generali d'interpretazione*, cit.; M. DE CECCO, *Note sugli sviluppi della struttura finanziaria del dopoguerra*, in *Saggi di politica monetaria*, cit.

⁷⁷ F. CESARINI, *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Bologna, 1976, p. 25.

⁷⁸ Si veda S. BATTILOSSI, *Accumulazione e Finanza. Per una storia degli investitori istituzionali in Italia (1945-1990)*, in *Annali di storia di impresa*, cit, p. 195. Le caratteristiche della "doppia intermediazione", e le tappe della sua formazione, sono analizzate nei saggi contenuti nel volume *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. Vicarelli, cit, in particolare il saggio di R. Balducci, M. Marconi, M.L. Marinelli, A. Niccoli, p. 212.

⁷⁹ Da tempo, infatti, il risparmio viene sottratto dallo stato per finanziare la notevole crescita del debito pubblico che ha raggiunto rapporti sempre più crescenti rispetto al PIL: dal 31% del PIL nel 1960 a oltre il 100% da fine 1991. Questo, che è stato definito lo *spiazzamento* del settore pubblico sul mercato dei capitali, è stato in parte compensato dai finanziamenti pubblici alle imprese con conseguenti distorsioni nell'allocazione delle risorse da risparmi a consumi. Su questa linea, M. DE CECCO, *Il finanziamento delle imprese industriali*, in *La crisi dell'impresa indu-*

Questa massiccia crescita del mercato a reddito fisso e, all'interno di esso l'alterna dinamica nel rastrellamento del risparmio fatto di volta in volta dai grandi enti, dagli istituti di credito speciale e direttamente dal Tesoro, non mancherà di influire sul funzionamento dell'intero mercato. Di qui, infatti, discenderebbe la scelta di mantenere una discriminazione fiscale mirata a penalizzare i titoli azionari e a favorire l'espansione dei titoli a reddito fisso⁸⁰. D'altra parte, è chiave interpretativa corrente, nella nostra letteratura economica, addebitare il mancato sviluppo in Italia del mercato azionario, al carattere vessatorio e irrazionale del regime fiscale⁸¹. Ciò ha obbligato le imprese a limitare l'offerta azionaria e ad intensificare l'autofinanziamento e l'indebitamento bancario⁸². In questo quadro di sviluppo la strutturale debolezza del mercato azionario come strumento di finanziamento delle imprese va dunque interpretata come il costo pagato ad un modello di finanziamento e dell'accumulazione basato sulla centralità del credito bancario, "espressione e causa al tempo stesso di una imprenditoria irresponsabile, prigioniera di un sistema di incentivazione finanziaria che, dagli anni Cinquanta in poi, ha aumentato la propria specializzazione parallelamente alla dipendenza del potere politico"⁸³. Infatti, è pur vero, che l'assenza di innovazione del settore finanziario non può essere imputata soltanto al dirigismo delle leggi fasciste, essendo viceversa il prodotto di una composizione dei rapporti di forza tra pubblico e privato⁸⁴. Da questo punto di vista è nota la collocazione di Mediobanca, nella complessa geografia del potere economico italiano⁸⁵. Rivolgendosi esclusivamente alle grandi imprese pri-

striale. Ristrutturazione, riconversione, risanamento finanziario, a cura di G. Minervini, Napoli, 1980, p. 24. Per un'analisi di lungo periodo del debito pubblico si veda ENTE PER GLI STUDI MONETARI, BANCARI E FINANZIARI "L. EINAUDI", *Il disavanzo pubblico in Italia e politiche di rientro*, Vol. I e II, Bologna, 1992.

⁸⁰ Fino alla riforma tributaria del 1973, fra i titoli a reddito fisso, solo le obbligazioni emesse dalle imprese private erano soggette a imposizione fiscale (circa il 30% degli interessi), mentre i titoli di stato, e, di fatto, anche quelli degli enti pubblici e degli Istituti di credito speciale risultavano esenti. Questa disparità di trattamento, che non trovava riscontro in alcun paese industrialmente evoluto, venne lievemente attenuata dalla riforma fiscale del settembre 1973. Ma questo modesto riequilibrio dei carichi fiscali riguardò solo la natura degli emittenti e non lo strumento obbligazionario che rimase, anche dopo il 1973, fiscalmente avvantaggiato rispetto allo strumento azionario. A. ALEOTTI, *Borsa e industria*, cit., pp. 195-198.

⁸¹ Su questa linea G. PIVATO, *Le autorità monetarie e gli intermediari finanziari*, in *Lecture di politica monetaria e finanziaria*, vol. II, Milano, 1967, pp. 745-747.

⁸² Ancora PIVATO G., *Le strutture patrimoniali nell'industria italiana*, Milano, 1971, pp.18-19.

⁸³ S. BATTILOSSI, *L'eredità della banca mista. Sistema creditizio, finanziamento industriale e ruolo strategico di Mediobanca 1946-1956*, cit., p.184.

⁸⁴ Si veda F. BONELLI, *L'entroterra storico di alcuni problemi attuali del sistema bancario*, in P. Vitale (a cura di), *L'ordinamento del credito fra due crisi*, Bologna, 1977, citato da Battilossi in *Accumulazione e Finanza*, p. 187: "L'articolazione delle strutture finanziarie del nostro paese, con tutte le sue peculiarità e le carenze che si lamentano, può dirsi il risultato del tentativo di ovviare alla mancanza, che il capitalismo italiano abbia ripetutamente a denunciare, di retrovie sufficienti a sopportare l'impatto degli urti esterni che hanno origine nelle zone nevralgiche dell'area capitalistica, alla cui periferia l'economia italiana viene a trovarsi. Certi rapporti di forza all'interno dell'organizzazione finanziaria italiana non sono un *accidente* originato, checché se ne pensi, dalla grande crisi degli anni Trenta, ma dalla stessa identità dell'Italia come paese giunto per ultimo, tra quelli dell'area mediterranea, a svilupparsi".

⁸⁵ Nell'aprile 1946 la Banca d'Italia e il gruppo Iri acconsentirono alla creazione di una banca che avrebbe dovuto chiamarsi Unionbanca ma il cui nome fu cambiato all'ultimo momento in Me-

vate e garantendo loro stabilità degli assetti proprietari e risorse per crescere, Mediobanca ha, sicuramente, rappresentato un freno al disegno egemonico della classe politica mirante ad assumere il pieno controllo dell'economia⁸⁶. Essa, tuttavia, è stata anche il simbolo di una economia governata da complesse architetture finanziarie, priva di trasparenza e di controlli, che in quel periodo ha espresso il proprio rifiuto ad un modello di capitalismo diffuso realizzato attraverso la borsa⁸⁷. A tale proposito, c'è chi ha, infatti, evidenziato che le azioni non sono state mai considerate un normale e indispensabile mezzo per finanziare lo sviluppo dell'impresa, ma uno strumento di controllo⁸⁸. Appare, dunque, evidente che la marginalità del mercato azionario in Italia, non si è limitata ai dati quantitativi, pur eloquenti, ma ha compreso anche una dimensione qualitativa che si è concretizzata nell'abbandono politico-culturale del fenomeno borsistico.

Si pensi alle mancate riforme istituzionali – come quella delle società per azioni, degli intermediari e della stessa borsa (colmata solo in parte con la mini riforma del 1974)⁸⁹ – che sarebbero state necessarie per dare maggiore traspa-

diobanca. Nell'intenzione del suo ideatore, Raffaele Mattioli, presidente della Comit, Mediobanca doveva essere un istituto di credito a medio termine che, controllato congiuntamente dalle tre banche di interesse nazionale, si specializzasse nel concedere prestiti a medio e lungo termine all'industria. Solo più tardi Mediobanca, che fu diretta fin dal momento della sua costituzione da Enrico Cuccia, allargò le sue funzioni assicurandosi le partecipazioni azionarie dei più grossi complessi industriali italiani, come Fiat, Pirelli, Olivetti, Montedison, Generali. Negli anni Cinquanta, Enrico Cuccia riuscì a rendere più saldo il proprio potere, creando un sindacato di azionisti legati tra loro da un patto segreto; tale patto, rinnovato più volte, nel 1958, nel 1967 e nel 1983, ma divenuto di pubblico dominio soltanto nel 1985, di fatto divideva il potere decisionale in seno a Mediobanca in parti uguali tra le banche di stato, che possedevano il 56, 9%, e un pugno di piccoli azionisti che all'inizio possedevano insieme il 6% delle azioni. La gestione di Cuccia, se pure ha tradito quelle che erano le intenzioni di Mattioli, ha conferito a Mediobanca un'influenza notevole diventando la chiave di volta del capitalismo italiano. Sul ruolo di questa istituzione finanziaria e sulla figura di Enrico Cuccia si vedano, N. COLAJANNI, *Il capitalismo senza capitali*, cit.; S. BATTILOSSI, *L'eredità della banca mista*, cit.; F. TAMBURINI, *Un siciliano a Milano*, Milano, 1992.

⁸⁶ Così F. TAMBURINI in *Un Siciliano a Milano*, cit., p. 112, spiega il ruolo di Mediobanca: "Negli anni Sessanta il sistema industriale italiano era contraddistinto da una mancanza cronica di capitali. ... Cuccia riuscì a presentarsi fornendo la sua assistenza,.... determinante nel garantire stabilità a un sistema le cui colonne portanti risultavano indebolite. Proprio in quel ruolo nacque il potere straordinario del banchiere che, fin dall'inizio, puntò a diventare il manovratore per definizione. ... Di sicuro grazie alla bacchetta magica rappresentata da rapporto privilegiato con le tre BIN, Cuccia portò in dote ai principali gruppi industriali risorse significative esponendosi così alla critica più diffusa: avere messo risorse pubbliche a disposizione di poche famiglie dell'imprenditoria italiana. Lui stesso del resto lo aveva teorizzato. L'IRI e gli altri enti pubblici possono contare sui fondi di dotazione dello Stato, diceva, mentre i privati no. Per questo fin dagli anni '50, Mediobanca ha assunto la missione di aiutarli".

⁸⁷ S. BATTILOSSI, *L'eredità della banca mista*, cit., p. 625.

⁸⁸ E. FILIPPI, *Le 200 maggiori società italiane 1967-68*, in "L'Impresa", 1970, p.17 con cui concorda F. CESARINI, *Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia*, in A. LAMFALUSSY, *I mercati finanziari europei*, Torino, 1972, p.193-195.

⁸⁹ La legge 216 del 7 giugno 1974, pur costituendo un avanzamento nella nostra legislazione economica, non fu un legge di riforma della borsa ma piuttosto una legge di riforma degli organi che la controllavano (venne infatti istituita la CONSOB). Nata per disciplinare la grande impresa organizzata nella forma giuridica delle società per azioni, ha assimilato la grande impresa alla società quotata in borsa di conseguenza, ha dovuto por mano anche ad una disciplina del mercato borsistico che la vetusta legge del 1913 lasciava andare ormai alla deriva. (G. ROSSI, in *Trasparenza e vergogna*, Milano, 1982, pp. 113-131).

renza ed efficienza al nostro mercato azionario⁹⁰. Da questo punto di vista, infatti è innegabile, come l'indifferenza mostrata nei confronti di questi problemi dai vari governi, succedutisi nel corso del tempo, abbia giovato all'attività di speculazione che, in un mercato di dimensioni ridotte, come quello italiano, ha agito sempre al di là dei valori fondamentali delle imprese quotate⁹¹.

La capacità del mercato di allocare gli investimenti agli usi più efficienti si è, così, significativamente indebolita, influenzando negativamente sulla propensione dei sottoscrittori ad apportare capitale di rischio alle imprese. Gli esempi citabili a supporto di tale opinione sarebbero numerosissimi. Tuttavia, in questa sede, ci limiteremo a considerare soltanto due casi che ci forniranno elementi di conoscenza e valutazione, non solo, delle reali opportunità di investimento offerte dal mercato azionario, ma anche, delle regole che hanno governato il suo funzionamento.

Il primo caso esamina, molto sinteticamente, le vicende borsistiche della Finsider, finanziaria del gruppo Iri costituita come holding di controllo dell'impresa siderurgica pubblica⁹². Nata nel 1937, fu quotata al listino nel 1940. Nel corso degli anni Sessanta, questa società, sotto il profilo dell'analisi fondamentale (vedi Tab. 1), esprimeva un indice capitalizzazione/mezzi propri da poco meno di 3 a poco meno di 1, mentre il rapporto prezzi/utili oscillava tra 40 a 10. Il dividendo distribuito era di lire 50 per azione, che diminuirà a lire 40, nel 1964 e a lire 37,50, nel 1971. A seguito della grave crisi economica, la distribuzione dell'utile nel periodo 72-73, subirà una temporanea interruzione, che sarà, tuttavia, definitiva a partire dal 1976⁹³. Combinando tra loro tali valori fondamentali è possibile riscontrare il progressivo deterioramento del titolo Finsider. La forte diminuzione del primo rapporto – che a partire dal 1970 raggiungerà

⁹⁰ Soltanto negli ultimi tempi in Italia sono state approvate una serie di leggi di grande importanza per la borsa: la legge istitutiva delle SIM (L. 1/91), momento centrale e più diretto della riforma dei mercati mobiliari e dell'intermediazione, cui si è aggiunta la legge n. 149/92 volta a regolamentare le offerte pubbliche di acquisto (OPA), la legge sulla trasformazione della banca pubblica (L. 218/90), la legge antitrust (L. 287/90), la normativa in materia di insider trading (L. 157/91) e la disciplina dell'antiriciclaggio. (L. 197/91). Si tratta di un insieme di provvedimenti che pur avendo ad oggetto momenti diversi della vita economica e del mercato sono da considerarsi strettamente interdipendenti. Questo non solo per le norme e i concetti che vi vengono reciprocamente richiamati, ma soprattutto perché investendo con la loro disciplina banche, intermediari ed istituzioni finanziarie e imprese hanno creato le premesse per una riforma radicale del mercato. Al riguardo si veda A. TOMASCU, *L'evoluzione del quadro normativo*, in *Verso una Borsa Europea*, (a cura di) A. Gervasoni, 1992, pp. 269-290.

⁹¹ Occorre osservare che quando la speculazione è frutto di una valutazione razionale del rendimento dei titoli, non danneggia il mercato, anzi, rappresenta – se contenuta entro limiti fisiologici – un elemento indispensabile e stimolante.

⁹² La siderurgia pubblica ha detenuto un ruolo preponderante all'interno del settore ed è stata, per lunghe fasi, il più importante segmento dell'Iri, imponendosi come uno dei principali blocchi produttivi delle partecipazioni statali nel loro complesso. Fino al 1960, infatti, la Finsider da sola era più grande dell'Eni. A questo va aggiunto il fatto, meno facilmente quantificabile, che gli investimenti mossi dalla siderurgia a partecipazioni statali hanno esercitato una funzione trainante su altri settori produttivi sia a monte che a valle del ciclo siderurgico. (G.L. OSTI, *L'industria di Stato tra l'ascesa e il degrado*, Bologna, 1993, p. 12).

⁹³ Occorre osservare che già nel periodo 67-68, per mantenere stabile la distribuzione del dividendo si era fatto ricorso a riserve non distribuite. *Calepino dell'azionista*, Mediobanca, vari anni.

minimi sempre più bassi – stava ad indicare la presenza in bilancio di minusvalenze nascoste che deprimevano oltremisura il patrimonio della società.

Tab. 1 - *Analisi fondamentale* - Finsider*

anno	n. az.	cap. soc.	mezzi propri(a)	mezzi freschi(b)	ut. netto (c)	cap.zione (d)	va%	div.comp.	P/mp	P/utile
1960	188	94248		24033	7350	290661	100	6712		39,5
1961	188	94248	99792	0	9913	299143	103	9412	2,9	30,2
1962	188	94248	110292	0	9949	254375	88	9425	2,3	25,6
1963	283	141372	157305	58905	10660	278786	96	9987	1,8	26,1
1964	283	141372	158039	0	13714	220116	76	12796	1,4	16
1965	283	141372	158958	0	13598	249946	86	12723	1,6	18,4
1966	390	195000	302715	0	16426	281580	97	15600	0,9	17,1
1967	390	195000	303540	0	14780	237413	82	15600	0,8	16
1968	390	195000	303450	0	15507	235170	81	15600	0,8	15,1
1969	390	195000	304006	0	16352	265980	91	15600	0,9	16,2
1970	390	195000	305089	0	18483	201240	69	17550	0,7	10,9
1971	390	195000	306355	0	6183	124020	43	14625	0,4	20
1972	390	195000	298283	0	677	124800	43	0	0,4	184,3
1973	390	195000	299273	0	-680	137670	47	0	0,5	--
1974	390	195000	279225	0	8228	124800	43	7800	0,4	15,2
1975	390	195000	300581	0	16413	102570	35	15600	0,3	6,2
1976	390	195000	301493	0	167	86580	30	0	0,3	518
1977	390	195000	318950	0	-8323	25155	9	0	0,07	--
1978	2340	1170000	700627	1170	-35147	313560	108	0	0,4	--
1979	2340	1170000	1250480	0	-389961	211185	73	0	0,2	--
1980	2340	2028000	608500	1420	-283272	663000	228	0	0,8	--

Fonte: ns. elaborazione su "Indici e Dati" di Mediobanca - vari anni.

* I dati sono espressi in milioni di lire – (a) (b) e (c) al 30/4 – (d) al 31/12.

D'altra parte le ampie oscillazioni del P/U confermano la scarsa appetibilità del titolo che, in caso contrario, avrebbe dovuto registrare, pur in presenza di variazioni del numeratore e del denominatore, un risultato tendenzialmente costante. Infine la crescente difficoltà della società di mantenere inalterata la misura del dividendo, pur in presenza di un aumento nei primi anni sessanta, conferma la scarsa redditività degli investimenti e quindi, in definitiva, la non convenienza per i piccoli azionisti a sottoscrivere tale titolo. Il cattivo andamento del corso delle azioni del titolo Finsider – sinteticamente testimoniato dall'indice percentuale di capitalizzazione che diminuisce da 88, nel 1962, a 43 nel 1971, a fronte di una media annuale del corso delle azioni alla borsa di Milano (Mediobanca 1961=100) che scende, invece, da 91.67, nel 1962, a 55.16, nel 1972 – era da ascrivere principalmente al progressivo indebolimento della

struttura finanziaria del gruppo che risulta evidente se si guardano i dati del bilancio consolidato (vedi Tab 2).

Tab. 2 - Principali dati finanziari del gruppo Finsider*

Voci di bilancio consolidato (mld)	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
A) Immobilizzazioni tecniche	637	687	765	892	1045	1398	1573	1715	1832	1967	2096	2325
B) Riman., cred. e part. var.	241	300	356	459	574	734	838	871	926	949	912	1063
C) Fondo Ammortamenti	214	250	283	321	301	312	310	350	405	463	532	614
D) Capitale e riserve	239	271	279	326	343	460	539	539	510	511	510	490
E) Debiti finanz. a l/t	192	230	273	335	464	639	677	753	784	881	897	976
F) Debiti finanz. a b/t	112	101	117	165	239	366	543	637	750	742	724	857
G) Debiti finanz. tot.	304	331	390	499	703	1005	1220	1390	1534	1623	1621	1883
<i>Rapporti finan. significativi</i>												
Ammortam./Immobil. tecn. (C/A)	0,34	0,36	0,37	0,36	0,29	0,22	0,2	0,2	0,22	0,24	0,25	0,26
Deb. fin. B/Deb. fin. L (F/E)	0,59	0,44	0,43	0,49	0,51	0,57	0,8	0,85	0,96	0,84	0,81	0,88
Tasso di indeb. tot. (G/D)	1,27	1,22	1,4	1,53	20,5	2,18	2,26	2,58	3,01	3,18	3,18	3,74

* I dati si riferiscono alle società Ilva e Cornigliano (dal 1961 Italsider), Terni, Dalmine, SIAC (dal 1967 pure Italsider), Breda Siderurgica, Cementir, Sidercomit, Ferromin e dal 1962 CIMI. Dal 1964 anche Terni Industrie Chimiche (fino al 1968) e Terni Cementerie Spoleto (quest'ultima fino al 1966).

Fonte: Finsider, "Relazione annuale", vari anni, elaborati da M. BALCONI, in *La siderurgia italiana (1945-1990)*, Il Mulino, Bologna, 1991, p. 151.

Nonostante il contributo al capitale sociale e alle riserve, derivante dall'assorbimento dei fondi di indennizzo delle società elettriche a partecipazioni statale ottenuti in seguito alla nazionalizzazione dell'industria elettrica⁹⁴, la dinamica del capitale proprio delle società del gruppo Finsider divenne infatti del tutto insufficiente a finanziare l'espansione degli anni Sessanta. Il rapporto indebitamento/mezzi propri, tra il 1959 e il 1970, aumentò di circa 3 volte. Inoltre la componente più dinamica dei debiti finanziari fu quella a breve, tanto che il rapporto tra debiti a breve e debiti a lungo termine all'incirca raddoppiò, passando dal 44%, nel 1960, a valori sempre superiori all'80%, dopo il 1965. Del resto, in una fase in cui i saggi di interesse erano bassi (ancorati ad un saggio di sconto del 3,5% tra il 1958 e il 1968), il finanziamento con debiti di progetti di investimento di particolare mole risultava più conveniente dell'emissione di titoli. Tuttavia, un modello di crescita aziendale, basato sul ricorso all'indebitamento va considerato come una anomalia per un'impresa operante in un mercato internazionale nel quale l'eccessivo aumento dei debiti in rapporto al capitale proprio comporta dei rischi crescenti⁹⁵. Non a caso, infatti, negli anni Settanta i problemi del gruppo Finsider emergeranno con sempre maggiore

⁹⁴ Ciò fu attuato nel 1964 e nel 1965 attraverso la fusione per incorporazione nell'Italsider delle società ex-elettriche del gruppo SME e nella Finsider della Finelettrica, della Terni Società per l'Industria e l'elettricità e di altre società minori. Al riguardo si veda M. BALCONI, *La siderurgia italiana (1945-1990) tra controllo pubblico e incentivi del mercato*, cit., pp. 148-150.

⁹⁵ Su questo tema si veda tra gli altri, R. MAINO-F. MENGHINI, *Considerazioni e spunti in tema di finanza e di fiscalità aziendale*, "Il Risparmio" n. 4, 1995, pp. 725-743.

chiarezza nei loro aspetti strutturali, trascendendo gli effetti di una congiuntura momentaneamente negativa. I rilevanti investimenti effettuati dall'Italsider, i processi di ammodernamento realizzati a Bagnoli insieme alla ristrutturazione e all'ampliamento dell'EGAM, determineranno una situazione finanziaria difficile che diverrà insostenibile negli anni Ottanta⁹⁶. Nonostante gli aiuti, i tagli e le ristrutturazioni, la Finsider sarà messa in liquidazione nel 1988 passando le proprie attività all'Ilva, nata nello stesso anno, sotto il controllo dell'IRI⁹⁷. Giova, tuttavia, ricordare che prima di questa fase la Finsider effettuò sul mercato, tra il 1978 e il 1985, sedici operazioni sul capitale⁹⁸ finalizzate al reintegro del patrimonio eroso dalle perdite piuttosto che allo sviluppo della impresa. Il ruolo istituzionale della borsa valori venne così sacrificato nell'indifferenza dell'organo di vigilanza, la Consob, che, soltanto il 27 maggio del 1985, dopo ben sei svalutazioni del capitale, pari ad una perdita totale di L. 8.320 miliardi, deliberò la sospensione della quotazione di questo titolo. Il costo per i piccoli azio-

⁹⁶ La crisi del mercato provocò nel 1975 un rigonfiamento del capitale circolante delle aziende del gruppo, dovuto in parte all'accumulazione di scorte e in parte alle dilazioni di pagamento concesse ai clienti. Ne derivò un sostanziale aumento del fabbisogno di finanziamenti a breve sotto la cui pressione il rapporto tra debiti e fatturato crebbe notevolmente. L'aumento del tasso di interesse in queste circostanze produsse oneri finanziari (fino al 20% del fatturato) incompatibili coi risultati operativi. Le perdite risultanti continuarono ad aumentare a partire dal 1975 (vedi Tab. 1) fatto salvo il miglioramento del 1979 indotto dalla congiuntura favorevole. Ma, con la nuova svolta negativa del mercato nella seconda metà degli anni Ottanta, il deficit balzò a 1.264 miliardi, il 18% in rapporto al fatturato. Per un'analisi di questo periodo del gruppo Finsider si rimanda a M. BALCONI, *La siderurgia italiana (1945-1990)*, cit., pp. 310-340.

⁹⁷ Iniziata nel maggio 1988 l'operazione di liquidazione della Finsider e di passaggio all'Ilva si è svolta attraverso le seguenti tappe:

- con effetto dal primo gennaio 1989 sono stati conferiti all'Ilva i principali stabilimenti e le partecipazioni dell'Italsider, della N.Deltasider, della Terni acciai speciali e della Finsider, società tutte in liquidazione. In relazione all'operazione di conferimento, il capitale dell'Ilva è stato aumentato da 34 a 2.095 miliardi, mentre le azioni sono state assegnate alle diverse società in proporzione al valore degli apporti: per il 54,2% all'Italsider, per il 19,3% alla Finsider, per il 15% alla Terni Acciai Speciali e per l'11, 5% alla N. Deltasider;
- nel novembre 1989 è stato stipulato l'atto di fusione nell'Ilva per incorporazione delle società interamente possedute: Deltacogne, Attività industriali Triestine, N. Deltasider e Deltavaldarno. La fusione ha avuto decorrenza dal 1° gennaio 1989.
- con decorrenza dal 1° aprile 1990 sono stati conferiti all'Ilva: impianti di Bagnoli, gli stabilimenti di Torino, di Campi, il 5% della Compagnia siderurgica di Tubarao e il 10% delle Acciaierie di Tirreno.

Dopo il trasferimento del capitale dall'Ilva all'IRI (ottobre 1990), la definitiva sparizione della Finsider segnerà la conclusione dell'operazione di salvataggio della Finsider, pp. 509-511 (*Ibidem*, pp. 509-511).

⁹⁸ Tali operazioni si sono così succedute: nel 1978 il capitale della Finsider sale da 195 a 1.170 per effetto di due aumenti: il primo da 95 a 585 miliardi (2 ogni 1 alla pari), il secondo da 585 a 1.170 (1 ogni 1 alla pari); nel 1980 si ha la prima svalutazione a 608,4 con successivo reintegro a 2.028 mld (7 ogni 3 alla pari); allo stesso modo, nel 1981 si ha la seconda svalutazione a 1.404 e successivo reintegro a 2.052 (6 ogni 13 alla pari); nel 1982 il capitale sale a 2.673 mld con tre operazioni: la prima a 2.412 (10 ogni 57 alla pari), la seconda che svaluta a 2.170, 8, la terza che reintegra il capitale a 2.673 (31 ogni 134 alla pari); nel 1983 si ha la quarta svalutazione a 1.716 e successivo reintegro a 3.753 (19 ogni 16 alla pari); nel 1984 svalutazione a 1.804 e reintegro a 3.773 (19 ogni 16 alla pari); nell'85, infine, svalutazione a 2.264 e reintegro a 3.848 (emissioni azioni alla pari). (*Il Taccuino dell'azionista, SASIP*, vari anni). *Il Taccuino dell'azionista*, Milano, 1986, p. 835.

nisti⁹⁹ – che di volta in volta sottoscrissero gli aumenti di capitale – crebbe così in maniera macroscopica, fino ad annullare completamente il capitale investito. Ne dà sintetica testimonianza l'andamento delle quotazioni che passarono da L. 1858, nel 1960, a L. 513 nel 1970 per diminuire inesorabilmente negli anni '80 a L. 46¹⁰⁰.

Naturalmente la situazione peggiora se si passa ad esaminare il secondo caso, la Pacchetti, società sulla quale forte è stata l'attività speculativa ad opera di Michele Sindona, *outsider* degli anni Settanta che, con le sue spericolate operazioni, ha rappresentato un pezzo di storia della nostra borsa¹⁰¹. Fino al 1968 questa società era amministrata dallo stesso gruppo familiare che l'aveva creata (nel 1905) e svolgeva un'attività concentrata prevalentemente nella lavorazione delle pelli. Sotto il profilo dell'analisi fondamentale, i dati della società (vedi Tab. 3) esprimevano una dubbia attendibilità, a causa delle ampie oscillazioni dei due indici di valutazione borsistica: il P/mp che passa da 8 a 2 e il P/U, da 34 a 21, raggiungendo, nel 1962, un picco di 102. D'altra parte, la progressiva diminuzione dell'indice percentuale di capitalizzazione – fatta eccezione per il 1961 e 1962 – sintetizza in maniera eloquente la scarsa appetibilità del titolo. Tuttavia, quando nel 1969 il controllo della società passa a Michele Sindona, questo indice sale vertiginosamente riflettendo non un miglioramento economico-reddituale dell'impresa – il P/mp e il P/U restano variabili e inattendibili¹⁰² – quanto, piuttosto, l'abilità dello stesso Sindona di mantenere alto il prezzo del titolo, indispensabile per collocare le ingenti operazioni sul capitale.

Trasformata in una conglomerata, la Pacchetti, infatti, nel periodo '69-'73, incorporò ben sei società, naturalmente dello stesso Sindona a prezzi elevati e con dubbia solidità economica¹⁰³.

⁹⁹ Per quanto la presenza privata, nel gruppo Finsider, diminuì progressivamente nel corso del tempo, col conseguente snaturamento della formula IRI, al momento della liquidazione, il numero degli azionisti era ancora poco più di 70.000. *Taccuino dell'azionista*, vari anni. (*Il Taccuino dell'azionista*, cit., p. 834).

¹⁰⁰ *Ibidem*

¹⁰¹ Ecco come viene descritto su un articolo dell'Espresso del maggio 1982 di M. De Luca: "Per primo con spericolate operazioni di ingegneria finanziaria, legò al suo nome banche italiane e statunitensi, svizzere e tedesche. Fuse, scorporò a suo piacimento società di ogni tipo, s'alliedò con banchieri di gran lignaggio, come gli Hambros di Londra, sbarcò in gran pompa a Wall Street, allacciò stretti rapporti con Richard Nixon, presidente degli Stati Uniti, e con molti suoi uomini, come David Kennedy, già segretario del tesoro americano, finito stritolato negli ingranaggi dell'impero dell'avvocato di Patti".

¹⁰² Occorre, infatti, evidenziare che con delibera assembleare del 18 dicembre 1974, venne approvata una nuova edizione dei bilanci dal 1960 al 1973, a seguito dei rilievi fatti dal nuovo collegio sindacale, nominato dall'assemblea del 30 aprile 1974, sia per le impugnative di un gruppo di azionisti nei confronti di tali bilanci nonché delle delibere di aumento di capitale dal 1969 al 1972 e delle relative operazioni di fusione avvenute nel frattempo (*Il Taccuino dell'azionista*, cit., 1977, p. 924).

¹⁰³ Una delle tecniche che solitamente Sindona utilizzava nelle sue operazioni era quella dell'"acquirente di se stesso". Egli, infatti, faceva deliberare alle assemblee delle società di cui deteneva la quota di controllo l'acquisto di altre sue società, in genere possedute al 100%. Ovviamente ad un prezzo più che remunerativo. Poteva farlo, non solo perché la sua posizione maggioritaria gli consentiva di decidere per sé e per gli altri, ma anche perché nella società acquirente conservava il comando della società acquisita. Al riguardo si veda LOMBARD, *Soldi truccati: i segreti del sistema Sindona*, Milano, 1980, pp. 53-54.

Tab. 3 - Analisi fondamentale* - Pacchetti

anno	n. az.	cap. soc.	mezzi	mezzi propri	ut. netto freschi	cap.zione	va%	div.comp.	P/mp	P/utile
1960	1	200	222	0	56	1900	100	40	8,6	34
1961	1	200	231	0	37	1945	102	40	8,4	52
1962	1	400	427	0	18	1845	97	40	4,3	102
1963	2,5	500	523	107	75	2047	108	62	3,9	27
1964	2,5	500	533	0	71	1450	76	63	2,7	20
1965	2,5	500	604	0	62	1625	85	63	2,7	26
1966	2,5	500	573	0	68	1475	78	63	2,6	22
1967	2,5	500	575	0	71	1170	61	63	2	16
1968	2,5	500	556	0	73	1573	83	63	2,8	21
1969	20	4000	4111	3675	445	7800	410	200	1,9	17
1970	42	8400	8706	4263	688	17808	937	210	2	25
1971	65,1	13020	13842	12873	719	46156	2429	651	3,3	64
1972	65,1	13020	13708	0	710	72912	3837	651	5,3	102
1973	130	26040	26768	8400	1424	59892	3152	1302	2,2	42
1974	130	26040	26530	0	-5760	23176	1219	-----	0,9	-----
1975	130	26040	34215	0	-2853	11458	603	-----	0,3	-----
1976	130	26040	26437	0	-3099	9374	493	-----	0,4	-----
1977	130	15624	15922	0	-7383	4622	243	-----	0,3	-----
1978	217	26040	28710	10416	-2643	7215	379	-----	0,2	-----
1979	217	26040	32506	0	332	16926	890	-----	0,5	-----

Fonte: ns. elaborazione su "Indici e Dati" di Mediobanca - vari anni.

* I dati sono espressi in milioni di lire.

A fronte di questi acquisti Sindona fece deliberare sei aumenti di capitale. Il capitale fu elevato, così, da 500 milioni, nel 1968, a 26 miliardi, nel 1973¹⁰⁴. L'onerosità di queste operazioni richiese una politica di sostegno del titolo per attrarre maggiori sottoscrittori e in questo l'abilità di Sindona fu notevole. È

¹⁰⁴ In particolare questa società incorporò nel 1969 le seguenti società: S.P.A. Microfusione italiana, con sede in Milano e capitale di L. 1 miliardo; S.P.A. Anonima Macchine Agricole, con sede in Tortona e capitale di L. 300 milioni, delle quali la Pacchetti aveva già acquisito la totalità del capitale con esborsi rispettivamente di L. 4 miliardi e di L. 1 miliardo. Questa operazione comportò l'aumento di capitale da 500 milioni a 4 miliardi. Nel corso del 1970 la Pacchetti a fronte dell'aumento di capitale da L. 4,2 miliardi a L. 8,4 miliardi, acquistava altre due aziende: la Sampas, con sede a Milano e capitale di L. 800 milioni e la Comel, con sede a Genova e capitale di L. 200 milioni. La Sampas, acquistata per L. 2,4 miliardi, venne incorporata con delibera 7 novembre 1970. La Comel, acquistata per L. 800 milioni, rimase, per motivi di ordine fiscale, solo un partecipazione. Nel 1971, la Pacchetti procedette ad un'altra incorporazione: quella della Galini S.p.A., con sede a Monza e capitale di L. 2.900 milioni (delibera assembleare straordinaria 1° ottobre 1971) e quella della Paolo Marasutti, con sede in Padova e capitale di L. 2.831 milioni. Per l'acquisto di queste società la Pacchetti aumentò il capitale sociale da 1,8,4 miliardi a L. 12,6 miliardi e inoltre emise un prestito obbligazionario per L. 8,4 miliardi al 6%. Nel corso del 1973, infine, la Pacchetti attuò nuovi investimenti azionari per l'acquisto di azioni Invest, Beni Immobili Italia, Saffa. A fronte di questi nuovi investimenti azionari si ebbe il raddoppio del capitale che passò da 13,020 miliardi a 26,040 miliardi. (*Il Taccuino dell'azionista*, cit., 1977).

noto, infatti, che, attraverso il sistema di banche di cui disponeva, Sindona riusciva sempre a creare un clima rialzista intorno ai suoi titoli: Banca Privata Finanziaria, Banca Unione si scambiavano titoli tra di loro, all'interno di un circuito chiuso in cui domanda e offerta erano la stessa cosa¹⁰⁵. Così, in una situazione in cui l'indice generale di borsa (Mediobanca 1961=100) segnava un crollo di circa il 40%, i prezzi delle azioni Pacchetti videro crescere smisuratamente il loro valore: da 425, nel 1971, passarono a 1280, nel 1972¹⁰⁶. Tuttavia, quando nel 1974 l'impero Sindona crollò, per coloro che avevano sottoscritto gli aumenti di capitale, fu un miraggio mai realizzato. Inutile dire che anche in questo caso, il costo per i piccoli azionisti, il cosiddetto *parco buoi*, espressione coniata dagli organi di stampa dell'epoca, crebbe fino ad annullare completamente il capitale investito¹⁰⁷.

Per tale via si dileguava, insieme ai risparmi, anche la possibilità di creare quel clima di fiducia necessario per guardare all'investimento azionario come una componente affidabile del portafoglio delle famiglie. E questo è apparso tanto più grave in un paese, come l'Italia, caratterizzato da una delle più alte propensioni al risparmio. Da questo punto di vista appare perciò assai poco convincente la posizione di chi, nella arretratezza culturale particolarmente radicata in Italia, individua la causa della scarsa propensione degli italiani all'investimento azionario¹⁰⁸. Tale tendenza è da ricercarsi, piuttosto, nella inefficienza del mercato, che se è stata utile per collocare l'ingente massa di titoli a reddito fisso, emessi dal sistema bancario prima e dallo Stato poi, dall'altro ha impedito lo sviluppo di un capitalismo diffuso fondato sulla partecipazione, sulla trasparenza e sul rispetto dei ruoli nel mercato.

¹⁰⁵ Così, infatti, la Commissione Parlamentare d'inchiesta sul caso Sindona e sulle responsabilità politiche ed amministrative ad esse eventualmente connesse, descriveva l'attività delle due banche: "Le banche servivano (inoltre) a realizzare la strategia di borsa del gruppo, sostenendo le quotazioni, allargando la cerchia degli investitori e fornendo credito nella forma di riporto. Complessivamente, quindi, il gruppo riceveva un sostegno massiccio sotto forma di finanziamenti diretti o sotto forma di interventi in borsa. Si è quindi detto che le due banche presentavano caratteristiche particolari: si è parlato di banca mista, banca di affari, di società finanziaria e quant'altri. Siamo piuttosto di fronte a banche di gruppo nel senso peggiore del termine, a quelle cioè che gli anglosassoni chiamano *captive bank*, banche prigioniere, cogliendo l'aspetto più preoccupante della pericolosa situazione che si verifica allorché vi sono interessenze di banche in società diverse e viceversa".

¹⁰⁶ *Il Taccuino dell'azionista*, cit., 1971, p. 881.

¹⁰⁷ Nel 1974 il minimo raggiunto dalle quotazioni Pacchetti fu di L. 160. (*Ibidem*).

¹⁰⁸ In particolare si veda C. SCOGNAMIGLIO, *Mercato dei capitali, borse valori e finanziamento delle imprese industriali*, Milano, 1974, p. 112.