

SOCIETÀ ITALIANA  
DEGLI STORICI DELL'ECONOMIA

*Innovazione e sviluppo.  
Tecnologia e organizzazione  
fra  
teoria economica e ricerca storica  
(secoli XVI-XX)*

ATTI DEL SECONDO CONVEGNO NAZIONALE  
4 - 6 MARZO 1993

MONDUZZI EDITORE

GIUSEPPE CONTI\*

# INNOVAZIONE FINANZIARIA E CONSERVAZIONE DEL CONTROLLO: FINANZA DI IMPRESA E CAPITALE DI RISCHIO IN ITALIA (1870-1939)\*\*

## 1. INNOVAZIONE, ADATTAMENTO E RIORGANIZZAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO: UNA PREMESSA

L'innovazione costituisce un potente mezzo concorrenziale anche in campo finanziario, con due differenze principali rispetto all'innovazione tecnologica: non è brevettabile e pertanto si diffonde a costo nullo tra gli operatori (a parte eventuali costi di informazione e di organizzazione); ha bisogno di un forte supporto fiduciario per riscuotere successo. Le ondate di innovazioni finanziarie si diffondono con maggiore facilità rispetto a quelle tecnologiche generando gravi situazioni schumpeteriane di disequilibrio ("distruzione creatrice"), accentuate e non riassorbite dalla stessa velocità di trasmissione dell'imitazione; nel contempo, aumentano la fragilità dell'intera struttura finanziaria, indebolendo le tendenze collusive e conservative proprie dei mercati creditizi.

Alla lunga un ambiente finanziariamente instabile trasferisce sulle imprese rischi crescenti di solvibilità e di perdita di controllo sulla gestione. In mancanza di innovazioni istituzionali (o "di processo"), che ricreino comportamenti cooperativi e fiduciari all'interno di nuove gerarchie d'affari, le innovazioni "di prodotto" tendono a sgretolare la coerenza interna di un sistema finanziario, con una perdita progressiva del grado di fiducia generale.

---

\* Dipartimento di scienze economiche, Università degli studi di Pisa.

\*\* Ringrazio T. Fanfani, R. Giannetti, P. Hertner, G. Mori e V. Zamagni che hanno letto e commentato una prima versione di questo lavoro. Con M. De Cecco ho avuto varie e stimolanti conversazioni in precedenza. Ringrazio A. Barzagli per la lezione sulla banca universale tedesca tenuta nell'ambito del gruppo Fi.St.Mo. nel 1987 e per le indicazioni bibliografiche fornitemi. Con questo non intendo renderli in alcun modo responsabili di quanto ho scritto. Il presente lavoro è già uscito con qualche variante in "Rivista di storia economica", n.s., 10 (1993), 3, pp. 307-332.

Innovazioni finanziarie di vasta portata, come la società per azioni o un nuovo tipo di banca o di mercato creditizio, per poter “ingranare” con il resto del sistema economico hanno bisogno di adattamenti progressivi, alcuni riguardanti la tecnica stessa dell’innovazione, altri - e più importanti - relativi all’ambiente istituzionale. Quest’ultimo livello risulta decisivo per il recepimento “naturale” dei cambiamenti. Se questi processi di adattamento tecnico e di adattamento istituzionale non convergono si possono creare dei fenomeni di incoerenza che danno luogo a vari inconvenienti e, alla lunga, possono generare conflitti insanabili. In tal caso, la resistenza delle istituzioni all’accoglimento di innovazioni, rese necessarie dal grado di sviluppo economico, impone, prima, riforme di tipo funzionale e, poi, riforme dei livelli istituzionali stessi per riportare ad una qualche coerenza il sistema nel suo complesso.

Questo schema *à la* Veblen di innovazione-instabilità e collusione-ristrutturazione<sup>1</sup> è preso a riferimento per lo sviluppo economico e finanziario italiano con lo scopo di fornire indicazioni su tre aspetti: 1) l’evoluzione di uno o diversi modelli di finanza di impresa; 2) il successo ed i limiti della banca mista all’italiana; 3) il senso di certe caratteristiche di fondo del finanziamento delle imprese, come la “mancanza di capitale di rischio”, o, in altri termini, l’eccesso di indebitamento, alla base di tanta parte della storiografia<sup>2</sup>.

## 2. VERSO LA RESPONSABILITÀ LIMITATA E LE ALCHIMIE DEL CONTROLLO

Due istituzioni contribuirono ad orientare il capitalismo italiano ottocentesco a proprietà e conduzione individuale verso il capitalismo industriale e finanziario moderno: le grandi banche e la nuova legislazione societaria. Il senso del cambiamento impresso da questi due fattori non fu né univoco né senza contraddizioni. Le carenze legislative dello stesso istituto della società per azioni furono denunciate più volte e fin dal varo del nuovo codice di commercio del 1882. Il sistema bancario modificò intensità e direzione dei flussi di finanziamento e modalità operative che, in molti casi, consistettero nel dare contenuto a forme funzionali preesistenti, prima che queste si adeguassero alla nuova situazione.

<sup>1</sup> Cfr. T.B. VEBLEN, *The Theory of Business Enterprise*, New York 1904, ed anche E.J. KANE, *Accelerating Inflation, Technological Innovation, and the Decreasing Effectiveness of Banking Regulation*, in “Journal of Finance”, 36 (1981), 2, pp. 355-367; M. DE CECCO, *Innovazione finanziaria e teoria monetaria*, in “Note economiche”, 1986, 3-4, pp. 167-177.

<sup>2</sup> Il problema dell’evoluzione delle strutture finanziarie è stato affrontato secondo vari approcci. Un sostenitore dell’adeguamento delle istituzioni finanziarie al grado di sviluppo economico è R.W. GOLDSMITH, *Financial Structure and Development*, New Haven-London 1969. Per un esame critico di tali posizioni: G. DELLA TORRE, *L’evoluzione dei sistemi finanziari nell’ap-proccio contabile di Raymond Goldsmith*, in “Moneta e credito”, 43 (1990), 170, pp. 233-254 e M. DE CECCO, *Presentazione a R.W. GOLDSMITH, Sistemi finanziari premoderni. Uno studio storico comparativo*, Roma-Bari 1990, pp. V-XIV. Diversa l’impostazione di A. GERSCHENKRON, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge (Mass.) 1962, fondata sul concetto di arretratezza. Su questa e sul caso italiano cfr. G. FEDERICO, G. TONIOLO, *Italy*, in *Patterns of European Industrialization. The Nineteenth Century*, a cura di R. SYLLA, G. TONIOLO, London-New York 1991, pp. 197-217; e P. HERTNER, *Foreign Capital in the Italian Banking Sector*, in *International Banking, 1870-1914*, a cura di R. CAMERON, V.I. BOVYKIN, New York-Oxford 1991, pp. 345-350, 603-605.

## 2.1. Imprese come affari, affari senza impresa

Prima del 1914 il quadro di legislazione societaria ed il sistema finanziario italiani si erano sviluppati su una matrice giuridica e amministrativa francese e secondo modelli di grande banca del tutto simili a quelli dei paesi da cui provenivano i principali flussi di capitale: il credito mobiliare e le istituzioni di risparmio prima della fine dell'Ottocento, tratti dall'esperienza francese; la banca mista dopo, di derivazione tedesca.

Le relazioni politico-diplomatiche con la Francia del Secondo Impero avevano portato all'apertura dell'economia nazionale alla *haute banque* parigina<sup>3</sup>. Sul piano economico e istituzionale si trattò di uno sbocco quasi naturale. Nella maggior parte degli stati preunitari il codice napoleonico del 1807 era stato mantenuto in vigore anche dopo la restaurazione ed il codice albertino del '42 per lo Stato sabaudo aveva ricalcato l'ordinamento francese<sup>4</sup>. L'integrazione finanziaria con Parigi sanciva una situazione affermatasi già da vari decenni e traeva vigore dall'accumulo di riserve valutarie a Parigi nei confronti dei paesi anglosassoni. Ciò permetteva di appoggiare su Parigi una parte rilevante del deficit che invece i paesi mediterranei e del nord Europa avevano nei confronti di Londra e dei paesi d'oltremare<sup>5</sup>.

In queste condizioni prevalsero due modelli bancari che in Francia avevano avuto un notevole successo: le modalità operative della *haute banque* (senza *haute banque*)<sup>6</sup> e le nuove istituzioni di credito mobiliare. I banchieri privati si rivolgevano alla rete di relazioni di credito commerciale, con puntate e interessi negli stessi grandi affari, oggetto prevalente delle operazioni dei crediti mobiliari<sup>7</sup>. Per questi ultimi l'emissione di titoli di Stato e specialmente di società ferroviarie, di imprese di servizi pubblici e di società industriali (tab. 1) avveniva con finalità di valorizzazione finanziaria. Scopo dei finanziatori era attendere il completamento degli investimenti d'impianto e la messa in funzione a regime dell'iniziativa, per ottenere dalla gestione corrente profitti adeguati e stabili in grado di ripagare il capitale anticipato secondo un piano di ammortamento prefissato, oppure in grado di fornire un *surplus* di valore sui titoli detenuti e di facile realizzo sul mercato mobiliare<sup>8</sup>. Si trattava pertanto di partire

<sup>3</sup> Cfr. F. CHABOD, *Storia della politica estera italiana dal 1870 al 1890*, Roma-Bari 1976.

<sup>4</sup> Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società commerciali. Linee evolutive della legislazione italiana e ordinamenti stranieri*, Roma 1968.

<sup>5</sup> Cfr. M. LÉVY-LEBOYER, *Le crédit et la monnaie*, in *Histoire économique et sociale de la France*, a cura di F. BRAUDEL, E. LABROUSSE, vol. III, *L'avènement de l'ère industrielle (1789-années 1880)*, Paris 1976, t. I, p. 355.

<sup>6</sup> Cfr. A. POLSI, *Prima della Banca d'Italia. Spinte unificanti e resistenze regionali*, in "Meridiana", 1992, 14, pp. 17-32 e G. DORIA, *La strategia degli investimenti finanziari di Raffaele De Ferrari dal 1828 al 1876*, in *I Duchi di Galliera. Alta finanza, arte e filantropia tra Genova e l'Europa nell'Ottocento*, a cura di G. ASSERETO et al., Genova 1991, pp. 449-510.

<sup>7</sup> Cfr. C. DE CUGIS, *Banca e credito nel decennio cavouriano*, Milano 1979 e J. BOUVIER, *Les interventions bancaires françaises dans quelques "grandes affaires" financières de l'unité italienne, 1863-1870*, in "Annali Feltrinelli", 4 (1961), pp. 224-233. Sugli istituti di credito mobiliare e sul loro modo di operare esistono pochi studi; cfr. M. PANTALEONI, *La caduta della Società generale di credito mobiliare italiano*, Milano 1977 (I ed. 1895); A. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906*, vol. I, *Le premesse: dall'abolizione del corso forzoso alla caduta del Credito mobiliare*, Milano 1974. Tra l'altro, Pantaleoni aveva messo in dubbio l'analogia tra gli istituti italiani e quelli francesi.

<sup>8</sup> Cfr. M. DE LUCA, *Il credito a media e lunga scadenza all'industria italiana dall'uni-*

**Tabella 1.** Società per azioni in Italia, 1872-1932: quote percentuali medie dello stock e dei flussi di aumento di capitale per settori.

settore	1872-95	1896-1914	1915-19	1920-32
<b>Capitale sociale</b>				
Banche e assicurazioni	40.3	17.9	14.7	15.6
Trasporti e acquedotti	34.4	32.5	20.3	10.1
Calce, edilizia e immobiliari	3.0	4.5	5.9	7.7
Diverse, commerciali, sylos, alberghi	5.5	4.7	6.6	9.6
Manifatturiere*	9.3	16.7	16.2	19.0
- tessili	5.8	8.3	7.3	10.0
- alimentari	2.2	5.8	5.9	5.7
Estrattive e metallurgiche	4.2	7.4	9.2	8.4
Meccaniche e autoveicoli	0.9	5.0	10.3	7.5
Elettriche e chimiche**	2.5	11.4	16.8	22.0
- elettriche	0.3	5.8	10.1	14.8
- chimiche	1.9	4.6	5.4	5.1
Totale	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>Capitale di nuova costituzione</b>				
Banche e assicurazioni	34.6	6.8	22.4	14.8
Trasporti e acquedotti	26.7	12.0	15.6	10.5
Calce, edilizia e immobiliari	7.1	8.3	8.3	15.0
Diverse, commerciali, sylos, alberghi	2.8	11.4	10.3	15.5
Manifatturiere*	17.0	29.0	12.5	21.4
- tessili	7.9	14.7	4.2	7.8
- alimentari	5.0	9.2	4.2	7.2
Estrattive e metallurgiche	5.2	7.3	7.7	7.3
Meccaniche e autoveicoli	1.2	6.7	12.4	6.8
Elettriche e chimiche**	5.4	18.5	10.8	8.7
- elettriche	2.2	9.5	3.2	2.8
- chimiche	2.7	7.5	5.7	4.5
Totale	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>Aumenti di capitale</b>				
Banche e assicurazioni	38.2	18.0	19.3	14.8
Trasporti e acquedotti	30.5	11.7	13.2	7.3
Calce, edilizia e immobiliari	7.2	7.6	5.8	10.5
Diverse, commerciali, sylos, alberghi	1.2	4.8	3.5	7.9
Manifatturiere*	8.8	18.0	10.0	19.2
- tessili	3.3	7.0	4.5	11.0
- alimentari	5.1	7.1	3.7	5.1
Estrattive e metallurgiche	6.4	10.9	12.8	8.1
Meccaniche e autoveicoli	0.4	6.4	14.9	5.3
Elettriche e chimiche**	7.4	22.5	20.5	27.0
- elettriche	1.2	14.1	13.4	17.8
- chimiche	5.7	7.1	4.5	7.2
Totale	100.0	100.0	100.0	100.0

\* Sotto la categoria "manifatturiere" sono state incluse oltre alle industrie tessili ed alimentari, le cartografiche e grafiche, pellami, legnami, ceramica e vetro.

\*\* Nelle elettriche e chimiche sono comprese anche le imprese che producono materiali elettrici e gomma.

Avvertenza: lo stock di capitale è riferito ai valori correnti di fine anno; le nuove costituzioni e gli aumenti di capitale sono riferiti ai flussi annuali, sempre ai valori correnti. Ogni colonna di dati somma i valori annuali del periodo relativo.

Fonte: elaborazioni da ASSOCIAZIONE FRA LE SOCIETÀ ITALIANE PER AZIONI, *Notizie statistiche sulle società italiane per azioni*, Roma 1928 e 1934 e ISTAT, "Bollettino mensile di statistica", anni 1933-39.

mediante trattative riservate tra gli enti che progettavano l'investimento (Stato, grandi società industriali e organismi di gestione) e le grandi banche che assumevano in blocco i titoli, per poi avviare, da parte di queste ultime, un *battage* pubblicitario per attirare banche e banchieri di secondo ordine, capitalisti privati, fino a membri della media borghesia che venivano a sgravare i finanziere degli impegni assunti realizzando consistenti plusvalenze<sup>9</sup>.

Il sistema volse comunque al termine strutturale, quando le costruzioni della rete ferroviaria furono completate e le grandi opere per altre infrastrutture pubbliche cominciarono ad esaurirsi. L'euforia edilizia degli anni '80 costituì l'apogeo e, al tempo stesso, l'ultimo tentativo per rilanciare in grande stile queste operazioni<sup>10</sup>.

Altre carenze minarono inoltre l'insieme della struttura finanziaria italiana. Anzitutto il modello finanziario francese si innestò su una realtà diversa: i) per struttura del mercato monetario; ii) per l'affermazione di un ordinamento commerciale ibrido.

Il mercato monetario italiano, su cui doveva poggiare in definitiva la liquidità degli istituti finanziari e dei banchieri, non aveva le dimensioni e le caratteristiche di quello francese<sup>11</sup>. Il sistema bancario era ancora in costruzione e la circolazione cambiaria si svolgeva per lo più in ambiti locali e regionali. I vari livelli delle attività di commercio (locale, interregionale, internazionale) creavano condizioni qualitativamente differenziate alla circolazione monetaria e alle operazioni di credito. Le cambiali di buona qualità, relative al commercio internazionale, ad esempio erano rimesse allo sconto, all'incasso, o presentate all'accettazione presso filiali di case bancarie straniere, di loro corrispondenti, o di banchieri italiani emergenti e accreditati internazionalmente<sup>12</sup>.

Pantaleoni aveva individuato la causa di fondo dell'insuccesso e del definitivo dissesto degli istituti di credito mobiliare nello stato della circolazione cambiaria interna che ne aveva impedito la conversione in banche di deposito per tentare di risanare i gravi immobilizzi<sup>13</sup>. La scarsità di cambiali realmente commerciali e la diffusione di quelle di comodo non era tanto e solo una questione di scadenze e di armonia del ciclo degli affari, quanto di utilizzo di forme tecniche e finanziarie propriamente commerciali per il finanziamento di

---

*ficazione ad oggi*, Bologna 1962; *La Società italiana per le strade ferrate meridionali nell'opera dei suoi presidenti (1861-1944)*, Bologna 1962; G. CAPODAGLIO, *Storia di un investimento di capitale. La Società italiana per le strade ferrate meridionali (1862-1937)*, Milano 1939.

<sup>9</sup> Cfr. P. ONIDA, *Costituzioni ed emissioni finanziarie nelle imprese di società per azioni. Documenti, note, commenti*, Milano 1931.

<sup>10</sup> Cfr. A. CARACCILO, *Roma capitale. Dal Risorgimento alla crisi dello Stato liberale*, Roma 1984 (I ed. 1956), pp. 185-193.

<sup>11</sup> Cfr. V. PARETO, *Le marché financier italien (1891-1899)*, Genève 1970.

<sup>12</sup> Cfr. F. BONELLI, *Introduzione*, in *La Banca d'Italia dal 1894 al 1913. Momenti della formazione di una banca centrale*, a cura di F. BONELLI, Roma-Bari 1991,

<sup>13</sup> Cfr. PANTALEONI, *La caduta* cit. Il modello di banca di deposito, che altralpe, faticava a diventare operativo per le grandi banche italiane a causa concorrenza che queste incontravano nella raccolta di depositi, appannaggio, momenti di crisi, delle istituzioni di risparmio (casse di risparmio, banche popolari, avvantaggiate specialmente al nord e al centro, da un'ampia diffusione territoriale di agenzie con bassi costi di gestione. Operazioni di impiego relativamente sicure e facevano che rafforzare la fiducia della media e della piccola borghesia urbana e tali istituzioni. I modelli bancari "puri" non attecchivano nella

investimenti industriali e di infrastrutture, se non, addirittura, per il sostegno di operazioni immobiliari<sup>14</sup>. Operazioni di credito rivestite da forme tecniche commerciali ripiegavano nella sostanza verso forme più tradizionali di credito diretto assistito da varie garanzie o da titoli trasferibili.

L'ordinamento giuridico era stato concepito come supporto a tale modello finanziario mentre era inadeguato a disciplinare ed orientare lo sviluppo delle società per azioni. Il codice di commercio del 1865 e, specialmente, quello del 1882 erano incentrati sulla ricchezza mobiliare e sulle forme della sua valorizzazione<sup>15</sup>. Tuttavia l'istituto dell'anonima risultava ancora imbastito all'interno della logica patrimonialistica propria delle imprese familiari, o delle accomandite semplici<sup>16</sup>. Nonostante ciò lo sviluppo delle società per azioni non fu arrestato. Anzi, allo slancio delle nuove costituzioni dopo il 1870 contribuirono, almeno in parte, l'abbattimento della legislazione vincolistica<sup>17</sup> e la riduzione delle forme di controllo nei tre anni successivi all'introduzione del codice del 1865, culminati nel 1869 con lo svuotamento delle funzioni del sindacato di governo sulle società<sup>18</sup>.

## 2.2. Banca mista, ma all'italiana

Quando si affermò la banca mista, sulle spoglie dei grandi istituti di credito mobiliare, il mercato monetario interno era congelato dalla grave situazione degli istituti di emissione, Banca d'Italia in testa, gravati dal patrimonio immobiliare ereditato dai salvataggi e dalla crisi. La banca mista costituì per un verso un adeguamento finanziario alle esigenze di una grande industria agli albori, permettendo la trasformazione in anonime di imprese manifatturiere e dell'industria di base (v. tab. 1), ma, al tempo stesso, il nuovo modello bancario servì a controbilanciare carenze di controllo sulle società, proprie del codice di commercio vigente. Per i gruppi promotori di nuove società e per quelli di comando nelle imprese già esistenti la forma giuridica della società per azioni permise non pochi vantaggi, oltre a quello della responsabilità limitata; infatti consentiva principalmente: 1) di mantenere ancora una conduzione familiare, specialmente in imprese manifatturiere come quelle tessili<sup>19</sup>; 2) di ampliare la capacità

<sup>14</sup> Cfr. F. BONELLI, *Lo sviluppo di una grande impresa in Italia. La Terni dal 1884 al 1962*, Torino 1975; CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906* cit., vol. I.

<sup>15</sup> La disciplina dei contratti e delle obbligazioni per agevolare i trasferimenti di proprietà aveva finito per alterare i tradizionali dispositivi di tutela fra le parti contraenti; cfr. F. GALGANO, *Storia del diritto commerciale*, Bologna 1976, pp. 83-86.

<sup>16</sup> Sul modello delle accomandite erano impostati i compiti degli organi societari. Ad esempio, la corretta valutazione delle prestazioni d'opera e dell'apporto di beni e di capitali, importante nelle accomandite per bilanciare la posizione dei vari soci, trasferita nelle società dava adito ad abusi specialmente in fase di costituzione. Per le differenze in proposito tra il codice italiano e quello tedesco cfr. C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, vol. II, *Le società commerciali*, Milano s.d., pp. 196-197, 220-221; e C. COSACK, *Traité de droit commercial*, Paris 1907, vol. III, pp. 144-147, 188-190, 252-254.

<sup>17</sup> Dopo l'unità fu abolita l'autorizzazione ed introdotta l'omologazione statutaria per via amministrativa: cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società* cit. e P. UNGARI, *Profilo storico del diritto delle anonime in Italia. Lezioni*, Roma 1974.

<sup>18</sup> Cfr. C. DE CESARE, *Il sindacato governativo, le società commerciali e gli istituti di credito nel Regno d'Italia*, Firenze 1867.

<sup>19</sup> Alcune norme tutelavano forme di capitalismo industriale a proprietà indivisa e su basi familiari. In particolare l'intrasferibilità delle quote sociali dei promotori fino al deposito del-

di credito presso le banche e permettere a queste ultime di accedere alle informazioni interne ed al processo decisionale; 3) di controllare la società senza un immobilizzo eccessivo di capitale da parte dei soci di maggioranza. I vantaggi operativi non avevano serie contropartite in termini di obblighi di pubblicità e di tutela di minoranze e di terzi. Ad esempio, in materia di controlli esterni, anche da parte di gruppi azionari di minoranza, il codice non prescriveva che il deposito di un bilancio annuale in forma stringata e del tutto vaga; nella formazione delle decisioni aziendali, organi come l'assemblea generale disponevano di funzioni consultive del tutto formali e di poteri di veto sminuiti di fatto dai deboli strumenti conoscitivi (bilanci e sistema di controllo)<sup>20</sup>. In alcuni casi gli statuti potevano contenere clausole che riducevano ulteriormente le funzioni dell'assemblea e dei sindaci. Per la banca finanziatrice divenne quasi una necessità attrezzarsi per esercitare una più accurata sorveglianza sulle imprese, come mostra il caso della rete di fiduciari costituita dalla Banca commerciale<sup>21</sup>, o, in senso opposto, le perdite bancarie in casi di poca vigilanza, o di abbandono di posizioni di controllo<sup>22</sup>.

Dalla fine del XIX secolo nella costituzione e nella trasformazione in società per azioni agirono alcune forze convergenti: 1) da parte industriale, la convenienza a sostenere la crescita dell'impresa facendo leva sul capitale di rischio per accedere al mercato del credito compatibilmente con le esigenze di controllo dei gruppi di comando; 2) da parte bancaria, lo scopo di tutelare i propri crediti, sorvegliare la redditività dei titoli in possesso e garantirsi un "lavoro ordinario" e corrente presso una clientela industriale resa sempre più matura anche attraverso le delicate fasi di trasformazione societaria, allargamento della compagine societaria, ricerca di mezzi di finanziamento permanenti<sup>23</sup>.

Con l'espansione delle anonime crebbe lo *stock* di titoli rappresentativi del capitale di rischio e per le società sorsero problemi di mantenimento e di gestione del controllo azionario. Per le banche il sistema delle società per azioni richiese nuovi metodi di finanziamento, ma fu anche un mezzo per sostenere il maggior volume di credito richiesto dalle imprese, senza tuttavia alterare né le

---

l'atto costitutivo mirava a garantire gli imprenditori da soci speculatori (cfr. A. K. KUHN, *A Comparative Study of the Law of Corporations with Particular Reference to the Protection of Creditors and Shareholders*, New York 1912), tuttavia, data la lentezza dei tribunali nel concedere l'omologazione, impegnava i promotori oltre qualsiasi termine e in maniera più rigida di quanto non avvenisse in altre legislazioni. Il codice stabiliva un diritto di recesso per gli azionisti ed inoltre non ammetteva il principio di "un'azione, un voto", ma fissava una graduazione nel diritto di voto per grandi e piccoli azionisti, per quanto la norma poteva essere derogata dagli statuti (CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società* cit., p. 36).

<sup>20</sup> Cfr. P. A. TONINELLI, *La Edison. Contabilità e bilanci di una grande impresa elettrica (1884-1916)*, Bologna 1990.

<sup>21</sup> Cfr. F. PINO PONGOLINI, *Sui fiduciari della Comit nelle società per azioni (1898-1918)*, in "Rivista di storia economica", n.s., 8 (1991), n. unico, pp. 115-148. Sul tipo di "ortodossia finanziaria" seguita dai dirigenti della Comit cfr. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906* cit., voll. II-III; ed i commenti critici di P. HERTNER, *Il capitale tedesco in Italia dall'Unità alla prima guerra mondiale*, Bologna 1983, pp. 112-115 e di G. MORI, *L'economia italiana dagli anni Ottanta alla prima guerra mondiale*, in *Storia dell'industria elettrica in Italia*, vol. I, *Le origini, 1882-1914*, a cura di Id., Roma-Bari 1992, pp. 68-70.

<sup>22</sup> Cfr. L. DE ROSA, *Storia del Banco di Roma*, Roma 1982-83; CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906* cit., vol. I-III e Id., *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907 all'agosto 1914*, Milano 1982.

<sup>23</sup> Cfr. CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906* cit., voll. II-III e HERTNER, *Il capitale tedesco* cit.

condizioni di solvibilità delle imprese, né le possibilità di smobilizzo del credito da parte delle banche. Proprio a partire dall'ultimo quindicennio dell'Ottocento fino al 1907 la crescita del capitale sociale (nominale) delle imprese non finanziarie superò quella del credito bancario verso il settore privato dell'economia. Un indice del tasso di indebitamento delle società per azioni mostra una riduzione dal 66 al 48% circa (fig. 1)<sup>24</sup>.

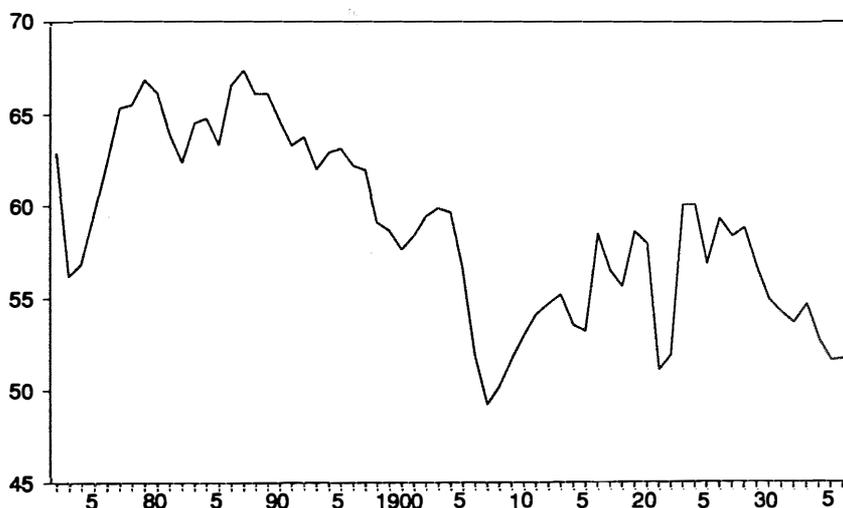


Figura 1. Tasso di indebitamento (in percentuale).

Avvertenze: è indicato come "tasso di indebitamento" il rapporto percentuale tra il credito bancario totale verso il settore privato dell'economia (con esclusione di azioni e obbligazioni detenute dal sistema bancario) e la somma dello stesso con il capitale sociale delle società non finanziarie.

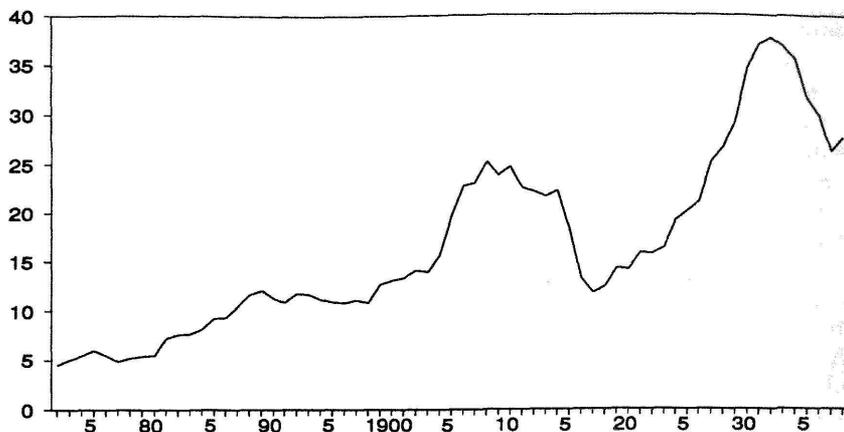
Fonte: v. tab. 1 e R. DE MATTIA, *I bilanci degli istituti di emissione italiani 1845-1936*, Roma 1967 (tab. 23 linea 2 e 2d).

Non per questo il ruolo delle banche risultava indebolito di fronte al progressivo aumento della capitalizzazione delle società anonime (non finanziarie). Le modalità di finanziamento e il ruolo svolto dall'apporto di capitale di rischio sottovalutano<sup>25</sup> l'effettivo orientamento del sistema verso le banche (*bank orien-*

<sup>24</sup> La fig. 1 offre un "tasso di indebitamento" improprio (cfr. le avvertenze al grafico) che per varie considerazioni - tralasciate in questa sede - può essere comunque apprezzato come indicatore di tendenza. Il tasso è calcolato come rapporto tra il credito bancario totale verso il settore privato dell'economia (F), con esclusione del valore del portafoglio di azioni ed obbligazioni di società, e la somma dello stesso con il capitale sociale delle imprese non finanziarie (C). Un indice analogo è stato proposto da F. CESARINI, *Il ruolo del mercato mobiliare nel primo trentennio del secolo*, in "Bancaria", 49 (1985), 2, pp. 181-186.

<sup>25</sup> Cfr. A. M. BISCAINI COTULA, P. CIOCCA, *Le strutture finanziarie: aspetti quantitativi di lungo periodo (1870-1970)*, in *Capitale industriale e capitale finanziario: il caso italiano*, a cura di F. VICARELLI, Bologna 1979, pp. 61-136.

ted system)<sup>26</sup>, quando tra la fine dell'Ottocento e il 1907 una parte consistente dell'aumento complessivo del capitale azionario avvenne per atti di nuova costituzione a cui le banche stesse erano direttamente interessate (per la capitalizzazione delle imprese, per il sistema di garanzie del credito, per la partecipazione ai sindacati di collocamento).



**Figura 2.** Società non finanziarie, 1872-1938: consistenza del capitale sociale/PIL in percentuale.

Fonte: v. tab. 1 e P. ERCOLANI, *Documentazione statistica di base*, in *Lo sviluppo economico in Italia*, a cura di G. FUA, Milano 1969, vol. III.

L'azione delle grandi banche e delle imprese nella formazione di capitale di rischio fu favorita durante l'età giolittiana dalla situazione economica generale (fig. 2). Come già osservato, una parte dell'aumento complessivo del capitale sociale riguardò la trasformazione di imprese già esistenti. In esse i problemi delle emissioni di capitale e del controllo erano risolti a monte: si trattava solo di un cambiamento di forma giuridica. In altri casi occorreva rafforzare il controllo dei gruppi di maggioranza e, per far questo, non erano estranee le banche che talora finanziavano i promotori o entravano esse stesse nella compagine sociale con posizioni di controllo. Una quota, seppure esigua, del capitale di nuova emissione passava per il mercato<sup>27</sup>. Un mercato finanziario tendenzial-

<sup>26</sup> In un modello di *bank oriented finance* le imprese mantengono un grado relativamente elevato di indebitamento costituito principalmente da debiti bancari, mentre nei *market oriented systems* la finanza delle imprese privilegia le emissioni di titoli (azioni e obbligazioni) sul mercato. Un sistema può essere apparentemente *market oriented*, ma nella sostanza *bank oriented* quando un alto grado di capitalizzazione delle imprese è mantenuto grazie alla presenza di banche di tipo misto, mobiliare, *investment trust* o altro, che detengono grossi pacchetti azionari; cfr. G. CONTI, *Alternative Financial Systems in Industrial Economies, 1970-1985*, in *Finance and the Enterprise*, a cura di V. ZAMAGNI, London 1992, pp. 207-246.

<sup>27</sup> Sul ruolo della borsa valori si veda F. BONELLI, *Osservazioni e dati sul finanziamento dell'industria italiana all'inizio del secolo XX*, in "Annali della Fondazione Luigi Einaudi", 2 (1968), pp. 257-286. Mancano tuttavia dati più dettagliati riguardo alle modalità degli aumenti di capitale e, tra queste, il peso effettivo degli aumenti a pagamento effettuati tramite borsa da società quotate.

mente al rialzo fino al 1907, con tassi di interesse in calo<sup>28</sup> e senza la pressione di nuove emissioni di titoli pubblici, facilitava il compito dei sindacati di collocamento e quello delle banche di trasferire su di esso una parte delle posizioni di rischio assunte nelle principali industrie.

### 3. SENZA INNOVAZIONI E SENZA CAPITALI

Dal 1896 al 1907 le società per azioni non finanziarie (con più di un milione di capitale sociale) erano passate da 572 a 3.010 (+15,4% su base annua), il capitale sociale da 1.247 milioni di lire a 4.023 milioni (+10,5%), mentre la crescita degli impieghi delle due principali banche miste (Banca commerciale e Credito italiano) era stata del 15,9%, quella delle banche ordinarie nel loro insieme del 7,3% e delle istituzioni di risparmio del 5,1%<sup>29</sup>.

La forte espansione dei titoli di società per azioni aveva comportato assunzione di vari oneri di gestione, tra cui costi di sorveglianza e di controllo, e di esercizio dei diritti collegati ai valori azionari posseduti, nonché rischi crescenti, in termini di immobilizzo di capitali e minusvalenze patrimoniali. Oneri e rischi che ricadevano in prevalenza su un gruppo relativamente ristretto di banche mentre il resto del sistema bancario, pur operando ai margini del sistema delle grandi industrie, non solo non era subordinato gerarchicamente alle grandi banche<sup>30</sup>, ma entrava spesso in concorrenza con queste sul lato della raccolta. Durante le fasi di espansione economica il credito bancario cresceva ad un ritmo minore del capitale di rischio perché le banche trovavano conveniente la sottoscrizione di titoli che il mercato avrebbe assorbito gradualmente. Non appena però iniziava la recessione l'indebitamento delle imprese tendeva a crescere, le stesse grandi banche godevano di minor fiducia rispetto agli istituti di risparmio ed i rischi di crisi aumentavano (fig. 1)<sup>31</sup>.

La crisi internazionale di liquidità del 1907 mise in evidenza le carenze di un sistema bancario scisso in due comparti senza alcuna forma di disciplina della concorrenza e con forti rivalità tra le stesse grandi banche<sup>32</sup>. Andamento prociclico della finanza d'impresa e compiti finanziari crescenti per poche banche contribuirono, dopo il 1907, a depotenziare i meccanismi di funzionamento della banca mista all'italiana. Fino ad allora un mercato mobiliare ancora ristretto ed un ordinamento societario inadeguato non avevano mostrato segni gravi di cedimento. Il modello di banca mista, adattandosi a questa situazione, aveva tenuto insieme una legislazione societaria e un mercato dei capitali rivolti entrambi ad assicurare le forme di controllo sulle imprese più che le funzioni finanziarie necessarie allo sviluppo delle moderne società per azioni.

<sup>28</sup> Cfr. S. HOMER, R. SYLLA, *A History of Interest Rates*, New Brunswick-London 1991 (I ed. 1963).

<sup>29</sup> I dati per tali elaborazioni sono stati tratti dalle fonti indicate in tab. 1 e graf. 1 e da CONFALONIERI, *Banca e industria in Italia, 1894-1906* cit., voll. I-III e ID., *Banca e industria in Italia dalla crisi del 1907* cit., voll. I-II.

<sup>30</sup> R. BACHI, *L'Italia economica*, voll. IV e XII, Città di Castello 1913 e 1921.

<sup>31</sup> Cfr. M. WARGLIEN, *Investimento industriale e instabilità finanziaria in Italia, 1878-1913*, in "Rivista di storia economica", n.s., 4 (1987), 3, pp. 392-393.

<sup>32</sup> Cfr. F. BONELLI, *La crisi del 1907. Una tappa dello sviluppo industriale in Italia*, Torino 1971.

L'ordinamento giuridico delle società per azioni era molto permissivo in fatto di procedure, accordi e patti fra promotori, soci e società, risultava tuttavia rigido, anche se non rigoroso, in materia di garanzie nei confronti del singolo azionista quale apportatore di capitali e di capacità imprenditoriali. Ad esempio, il codice del 1882 non contemplava alcuna disposizione riguardo ai sindacati azionari, alle catene di società, ed i vincoli sulle partecipazioni incrociate erano facilmente aggirabili. Ad ogni azionista era riconosciuto un diritto di recesso dal patto sociale, utilizzabile come arma di ricatto in caso di delibere di aumento o riduzione del capitale, fusione, proroga o cambiamento di oggetto sociale<sup>33</sup>. Erano consentiti apporti di capitale in beni senza però alcuna distinzione tra azioni di apporto e azioni ordinarie, né maggiori informazioni in bilancio<sup>34</sup>. Da un punto di vista giuridico, un quadro del genere non forniva molti elementi di tranquillità per un finanziatore della società, né per la continuità dell'impresa e per la stabilità della compagine sociale, se si considera inoltre che era uso anche delle maggiori società non liberare interamente le azioni e operare con un capitale nominale molto distante da quello effettivamente versato. La formazione delle decisioni avveniva in organi sociali ristretti e non sempre nelle sedi appropriate. Erano frequenti figure di amministratori "per decorazione"<sup>35</sup>. Organi di controllo come i collegi sindacali erano cooptati nella stessa amministrazione con confusione di ruoli<sup>36</sup>; poche le sanzioni previste per la responsabilità degli amministratori<sup>37</sup>.

Scappatoie non mancavano, ma imponevano un controllo serrato sull'amministrazione: in fase di statuto si poteva imporre la rinuncia al diritto di recesso<sup>38</sup>; oppure aggirare l'art. 89 del codice, estendendo a dismisura l'oggetto sociale<sup>39</sup>. La valutazione degli apporti era soggetta alla completa discrezione dei promotori o degli amministratori.

Nel complesso si trattava di una costituzione societaria molto diversa da quella tedesca in cui era motivo d'orgoglio l'orientamento rigidamente elitario e antispeculativo<sup>40</sup>: taglio minimo elevato delle azioni (rispetto alle legislazioni anglosassoni e continentali)<sup>41</sup>; divisione tra azioni ordinarie e privilegiate; procedure diverse in fase di costituzione in relazione al ruolo dei fondatori e alle modalità di sottoscrizione del capitale<sup>42</sup>; sistema di bilanciamento dei poteri tra organi amministrativi quali il consiglio d'amministrazione e la direzione (*Vor-*

<sup>33</sup> Sull'art. 158 del codice cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società* cit., p. 51; C. VIVANTE, "Per la riforma delle società anonime", in "Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni", 11 (1913), 2, p. 153.

<sup>34</sup> Cfr. V. ARTOM, *Le cause reali del marasma dei mercati finanziari italiani. A proposito del disegno di legge sulle borse*, in "La riforma sociale", 18 (1911), 2, pp. 141-146.

<sup>35</sup> VIVANTE, *Per la riforma* cit., p. 156; e cfr. P. SRAFFA, *The Bank Crisis in Italy*, in "Economic Journal", 32 (1922), 126, pp. 178-197 (trad. it. *La crisi bancaria in Italia*, in P. SRAFFA, *Saggi*, Bologna 1986, pp. 217-238).

<sup>36</sup> Cfr. VIVANTE, *Per la riforma* cit., pp. 151-152.

<sup>37</sup> Cfr. KUHN, *A Comparative Study* cit.; VIVANTE, *Per la riforma* cit., p. 147.

<sup>38</sup> Cfr. A. GEISSER, *Il regime legale e fiscale delle obbligazioni emesse dalle società per azioni*, in "La riforma sociale", 18 (1911), 5, p. 377; VIVANTE, *Per la riforma* cit., p. 146.

<sup>39</sup> Cfr. C. VIVANTE, *La riforma delle società anonime. Le società a catena*, in "Rivista bancaria", 1931, pp. 152-153.

<sup>40</sup> Cfr. W. RATHENAU, *La realtà delle società per azioni. Riflessioni suggerite dall'esperienza degli affari*, in "Rivista delle società", 5 (1960), pp. 912-947.

<sup>41</sup> Cfr. KUHN, *A Comparative Study* cit., p. 69.

<sup>42</sup> Cfr. *ibid.*, p. 72; COSACK, *Traité* cit., vol. III, pp. 133-147.

*stand*) e organi di controllo come il consiglio di sorveglianza (*Aufsichtsrath*) ed i revisori (nominati dall'ufficio distrettuale di commercio)<sup>43</sup>; un'ampia pubblicazione degli atti e delle situazioni aziendali, integrata con disposizioni di responsabilità civile e penale in caso di comportamenti fraudolenti<sup>44</sup>. Il consiglio di sorveglianza costituiva comunque l'elemento di maggiore originalità della legislazione tedesca<sup>45</sup>. In esso risiedevano rappresentanti delle banche in quanto fiduciari degli azionisti (questi ultimi ne erano esclusi) con funzioni di controllo sugli indirizzi amministrativi e sulla stessa gestione corrente della società<sup>46</sup>. Le banche, per la posizione occupata nei consigli di sorveglianza, venivano a svolgere i compiti di controllo necessari al loro ruolo di finanziatori e di intermediari nel collocamento dei titoli presso il pubblico, e funzioni straordinarie di ristrutturazione e di indirizzo amministrativo se le esigenze aziendali lo richiedevano<sup>47</sup>.

In Italia, con forme giuridiche di controllo e di sorveglianza più deboli, le banche ricorrevano a rapporti più intensi con la speculazione di borsa avvalendosi dei riporti e delle procure in bianco per accedere ai consigli di amministrazione, ottenere maggioranze alle assemblee generali, poter indire assemblee straordinarie al fine di promuovere aumenti di capitale, fusioni ed altri atti per i quali il codice prescriveva non solo procedure particolari ma anche il raggiungimento di *quorum* speciali. Si trattava per questa via di favorire inclinazioni, già radicate, alla speculazione di borsa<sup>48</sup>, al sostegno artificioso e temporaneo ai valori mobiliari, base principale del proprio sistema di garanzie patrimoniali. Anche in questo la situazione era distinta da quella tedesca in cui la legge sulla borsa del 1896, avendo escluso gran parte dei valori mobiliari dalle contrattazioni a termine e disposto una sorveglianza rigida sulle borse, non aveva fatto altro che portare "in banca" larga parte delle operazioni, favorendo così uno stretto controllo bancario sul mercato<sup>49</sup>.

Nel caso italiano un sistema giuridico a trama rada in fatto di garanzie per i creditori di società imponeva agli intermediari finanziari una gestione dei rischi contorta ed incerta che finiva per fondarsi su un controllo diretto e su una gestione rischiosa dei possessi azionari, dell'esercizio dei diritti relativi e del trasferimento eventuale delle partecipazioni.

Il mercato dei capitali era dominato da ondate speculative: quello ufficiale era costituito da un numero relativamente ristretto di imprese quotate, le contrattazioni stesse avvenivano per lo più fuori borsa<sup>50</sup>. Più che un mercato dei ca-

<sup>43</sup> Cfr. KUHN, *A Comparative Study* cit., p. 73.

<sup>44</sup> Cfr. *ibid.*, pp. 79-85 e VIVANTE, *Trattato* cit., p. 373.

<sup>45</sup> Cfr. *Recht und Entwicklung der Großunternehmen im 19. und frühen 20. Jahrhundert. Wirtschafts-, sozial- und rechtshistorische Untersuchungen zur Industrialisierung in Deutschland, Frankreich, England und den USA*, a cura di N. HORN, J. KOCKA, Göttingen 1979.

<sup>46</sup> Cfr. RATHENAU, *La realtà delle società* cit.

<sup>47</sup> Cfr. *ibid.* e J. RIESSER, *The German Great Banks and their Concentration in Connection with the Economic Development of Germany*, Washington 1911.

<sup>48</sup> Secondo ARTOM (*Le cause reali* cit.) la speculazione era esasperata anche dalla posizione assunta dalla giurisprudenza verso i contratti a termine a cui non era riconosciuta validità giuridica.

<sup>49</sup> Cfr. L. LESCURE, *Le marché à terme de bourse en Allemagne. Titre IV de la loi du 22 juin 1896. Étude juridique et économique*, Bordeaux 1908; J. RIESSER, *La riforma delle borse in Germania*, in "Rivista di diritto commerciale industriale e marittimo", 5 (1907), pp. 527-549.

<sup>50</sup> Cfr. G. ROSSI, *La scalata del mercato. La borsa e i valori mobiliari*, Bologna 1986; G. Pi-

pitali si trattava di un'organizzazione per il controllo sulle società<sup>51</sup>. Lo snodo delle due funzioni di mercato per l'offerta di capitale di rischio e di mercato per il controllo sulle imprese passava attraverso il ruolo delle banche miste senza che questo comportasse l'assolvimento di entrambi i compiti: se le banche preferivano il controllo rischiavano di immobilizzarsi, se privilegiavano la capitalizzazione delle imprese poteva sfuggir loro la "presa" sul mercato. È significativo che Einaudi vedesse una causa della ristrettezza del mercato obbligazionario (e forse anche azionario) nel fatto che le banche non avessero creato un mercato "in banca" dei titoli affiggendo prezzi di acquisto e di vendita per i titoli detenuti in portafoglio, così come avevano fatto le banche tedesche, francesi e austriache<sup>52</sup>. Dopo il 1907 divenne quasi insanabile un conflitto interno al mercato azionario tra le due funzioni. Il capitale azionario in Italia, prima del 1914, non aveva ancora raggiunto i livelli relativi di altre economie avanzate (cfr. tab. 2). La stessa ASSONIME denunciava gli inconvenienti di una "man-

**Tabella 2.** Capitale azionario nei principali paesi industriali (A: percentuale su attività finanziarie; B: percentuale su ricchezza nazionale\* - anni indicativi).

anni	Italia		Francia		Germania		Giappone		UK		US	
	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B	A	B
1875	3.2	0.9	7.6	2.7	6.0	1.7	2.0	0.5	16.8	3.6	23.6	9.2
1895	3.9	1.2			5.7	2.7	15.0	3.8	24.3	3.1	22.2	9.2
1913	2.6	0.8	10.4	5.1	9.0	3.9	12.1	4.7	21.2	3.4	27.5	12.5
1929	9.4	3.8	6.1	2.7	13.2	3.5	12.5	6.8	22.1	3.1	34.6	19.4
1938	7.2	3.0			8.5	3.1	20.2	11.8	24.1	2.8	20.3	11.5

Fonte: R.W. GOLDSMITH, *Comparative National Balance Sheets. A Study of Twenty Countries, 1688-1978*, Chicago - London 1985, pp. 153, 217, 225, 232-233, 249, 256, 300-301. Gli anni sono indicativi, quelli effettivi sono rispettivamente: Italia (1881, 1895, 1914, 1929, 1938), Francia (1880, 1913, 1929), Germania (1875, 1895, 1913, 1929, 1938), Giappone (1885, 1900, 1913, 1930, 1940), Regno Unito (1875, 1895, 1913, 1927, 1937), Stati Uniti (1880, 1900, 1912, 1929, 1939).

\* La diversità tra i due indicatori è dovuta al fatto che il debito pubblico, relativamente elevato in Italia rispetto all'insieme delle attività finanziarie, ha l'effetto di ridurre il livello del rapporto A della tab. 2 rispetto a quello inglese, mentre risulta compensato se incluso nel valore della ricchezza nazionale (indicatore B).

VATO, C. SCOGNAMIGLIO, *Scorcio storico della Borsa valori di Milano (1808-1970)*, in *La Borsa valori di Milano dal 1808 ad oggi*, Milano 1972, pp. 9-49; S. BAIÀ CURIONI, *Sull'evoluzione istituzionale della Borsa valori di Milano (1898-1914)*, in "Rivista di storia economica", n.s., 8 (1991), n. unico, pp. 41-80.

<sup>51</sup> Per una trattazione di carattere generale: H. G. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in "Journal of Political Economy", 73 (1965), 2, pp. 110-120.

<sup>52</sup> L. EINAUDI, *Intorno al credito industriale*, in "Rivista delle società commerciali", 1 (1911), 3, pp. 126-127. Occorre ricordare che l'ammontare massimo delle emissioni di obbligazioni era fissato dall'art. 171 del codice di commercio in corrispondenza del capitale versato, compresi i conferimenti: VIVANTE, *Trattato cit.*, pp. 425-426.

canza di capitali” di rischio per le imprese. Le società d'altra parte si erano sempre opposte ai tentativi (peraltro sporadici) di abbassare il muro di riservatezza attorno alle anonime e ai gruppi di controllo. I sistemi escogitati per aumentare il capitale non interessavano direttamente il mercato, ma solo, dopo accordi intercorsi con nuovi soci, per quote marginali non di controllo. Le ragioni delle diplomazie degli affari prevalevano nettamente sulle forze di mercato nello scioglimento di vecchie alleanze o nella stipulazione di nuove.

Queste caratteristiche di fondo del capitalismo industriale italiano fin dalle origini trovavano espressione nel basso profilo di innovazioni relative alla formazione del capitale sociale di impresa per apporto esterno del mercato e per ampliamento della compagine societaria: poco capitale di rischio, ma anche poche innovazioni per svilupparlo, per quanto il codice di commercio avrebbe consentito l'introduzione di strumenti e di tecniche già sviluppate in altri paesi<sup>53</sup>. L'amministrazione giudiziaria, il sistema finanziario e l'ordinamento fiscale opponevano alcune resistenze, per quanto - forse - non insormontabili. L'emissione di azioni privilegiate, ad esempio, non trovava molti favori, innanzi tutto presso le imprese, ma anche nei tribunali. In questi ultimi l'orientamento della giurisprudenza ondeggiava tra considerare il sovrapprezzo sulle emissioni una componente del capitale e una forma di reddito da assoggettarsi pertanto ad imposta<sup>54</sup>. Per le obbligazioni la situazione era ancor più complessa. Gli articoli 171 e 172 del codice impedivano emissioni superiori al capitale versato ed imponevano maggioranze qualificate in sede di delibera (presenza di 3/4 del capitale sociale)<sup>55</sup>. A ciò si aggiungeva un sistema fiscale avverso a tali emissioni dopo la riforma dell'imposta di ricchezza mobile del 1894<sup>56</sup>.

Industriali cotonieri e siderurgici, in particolare, avevano risentito di questa situazione e dell'onere crescente dei debiti bancari. Le proposte avanzate tuttavia concedevano poco o nulla in fatto di qualità e quantità di informazioni societarie, di tutela degli azionisti di minoranza e di obbligazionisti<sup>57</sup>. Le innovazioni - se così si possono chiamare - o riguardavano livelli istituzionali con precisi obiettivi di disintermediazione bancaria, ed erano nel complesso di improbabile attuazione, oppure concernevano vecchie e nuove pratiche (innovazioni finanziarie di processo e non di prodotto: v. par. 1) sul tipo dei “giochi di prestigio” delle maggioranze azionarie costituite mediante bilanci artefatti, operazioni speculative e di aggio, intrecci azionari<sup>58</sup>, astuti espedienti di aggiramento fiscale come quello per evitare la tassazione dei sovrapprezzi azionari<sup>59</sup> ed altro ancora, in un repertorio ai margini del lecito e talora del codice penale. La necessità di stabilizzare il controllo azionario per poter esercitare le funzioni proprie della conduzione di un'impresa industriale moderna e l'inadeguatezza dei mezzi adottati a tale scopo si mostravano come il “tallone d'Achille” della finanza industriale italiana.

<sup>53</sup> Cfr. VIVANTE, *Per la riforma* cit., p. 148.

<sup>54</sup> Cfr. *ibid.*, p. 154.

<sup>55</sup> Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società* cit., p. 58.

<sup>56</sup> Cfr. GEISSER, *Il regime legale* cit., pp. 381 e 384.

<sup>57</sup> Cfr. *Primo Congresso delle società per azioni*, in “Rivista delle società commerciali”, 1 (1911), 1, pp. 2-11.

<sup>58</sup> Cfr. VIVANTE, *Per la riforma* cit., p. 156.

<sup>59</sup> Cfr. A. SCIALOJA, *Gli aumenti di capitale nelle società per azioni e l'imposta di ricchezza mobile*, in “Rivista di diritto commerciale industriale e marittimo”, 5 (1907), p. 569.

#### 4. VECCHIO MODELLO DI FINANZIAMENTO E NUOVE FORME DI CONTROLLO

Allo scoppio del conflitto mondiale il modello di finanziamento che si era affermato in età giolittiana, inceppatosi nel 1907, era ancora incapace di affrontare difficoltà finanziarie settoriali acuitizzate dopo che le banche avevano ridotto i crediti, specialmente a lunga scadenza. Le condizioni del dopoguerra erano del tutto diverse da quelle d'inizio secolo e difficilmente compatibili con la semplice restaurazione del vecchio ordine bancario. L'aumento dei prezzi aveva falcidiato la ricchezza finanziaria, mentre le industrie di guerra avevano ottenuto profitti eccezionalmente elevati. Ciò comportò per varie imprese (elettricità in particolare, ma anche alcuni comparti della meccanica) un alleggerimento del carico debitorio ed una capacità finanziaria eccedente le necessità di accumulazione del capitale interne all'impresa e al settore. A questa situazione avevano contribuito distorsioni ed agevolazioni fiscali come, ad esempio, alcuni provvedimenti che, nel 1915-16, avevano introdotto un'imposta sui profitti di guerra con lo scopo di tassare i dividendi e le riserve. Le società trovarono però negli aumenti di capitale sociale il modo di aggirare ogni forma di confisca presente o futura. Questi aumenti avvennero in molti casi senza far appello al mercato, ma semplicemente per distribuzione gratuita di nuove azioni, o rivalutazione del capitale, assegnando ai soci, in forma di quote di capitale, dividendi che non potevano essere distribuiti e riserve che altrimenti rischiavano una pesante tassatura fiscale<sup>60</sup>. L'effetto tra il 1916 e il 1922 fu quello di una generale lievitazione dei capitali sociali e di una trasformazione di imprese individuali e di società di persone in società per azioni, che divennero così una sorta di *refugium peccatorum*. Il salto allora compiuto permise di raggiungere i tassi di capitale azionario di altri paesi industriali (tab. 2 e fig. 2) colmando un ritardo dell'arretratezza relativa.

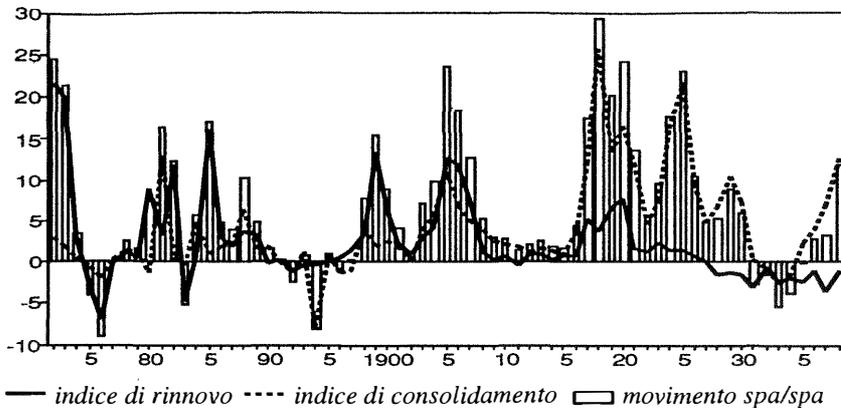
I mezzi accantonati servirono per ampliare e rinnovare gli impianti, ma soprattutto per rinsaldare e mettere in piedi complessi industriali e finanziari con ramificazioni polisetoriali. Furono varati ambiziosi piani di integrazione verticale, talvolta dai piedi di argilla (ILVA e Ansaldo), e di specializzazione e concentrazione settoriale, accanto a solide strutture finanziarie sganciate dalle grandi banche (società elettriche, FIAT e altre). Gli aumenti di capitale per logiche di acquisizione provocarono aumenti per scopi difensivi con l'effetto di innescare spirali speculative che servivano a sostenere nuovi aumenti ed ottenere una qualche liquidazione vantaggiosa dei pacchetti. Si confermava una netta prevalenza degli aumenti di capitale sulle nuove costituzioni nella formazione del capitale azionario delle società, emersa fin dal 1907 ma solo dal dopoguerra con un vigore tale da portare ad un minor tasso di rotazione e di rinnovo delle società (fig. 3).

Durante la fase terminale delle guerra le stesse grandi banche furono oggetto di tentativi di scalata per sanare gravi posizioni debitorie e disporre di ulteriori mezzi liquidi. Anche le banche reagirono in maniera difensiva dando vita a *holding* di controllo in cui vennero congelati i pacchetti di maggioranza<sup>61</sup>. Dopo

<sup>60</sup> Cfr. L. EINAUDI, *La condotta economica della guerra e gli effetti sociali della guerra italiana*, Bari-New Haven 1933, pp. 212-213.

<sup>61</sup> Cfr. G. MORI, *Le guerre parallele. L'industria elettrica in Italia nel periodo della grande*

la crisi di riconversione industriale, mentre la posizione di alcuni gruppi industriali era seriamente intaccata, si fecero esse stesse promotrici di un'opera di ricucitura di alleanze, di smembramento di imprese da gruppi avversi, per lo più secondo ottiche finanziarie anche a scapito di disegni di riordinamento industriale di più ampio respiro<sup>62</sup>.



**Figura 3.** Società non finanziarie 1872-1938: valori percentuali su capitale delle società per azioni esistenti.

Avvertenze: Indice di rinnovo = nuove costituzioni meno liquidazioni rispetto al capitale sociale delle società esistenti a fine periodo. Indice di consolidamento = aumenti meno diminuzioni di capitale rispetto al capitale delle società esistenti.

Fonte: v. tab. 1.

Anche in questa occasione le principali innovazioni riguardarono la gestione dei pacchetti azionari di controllo mediante: 1) la diffusione di azioni a voto plurimo, legittimate dopo una sentenza della Cassazione del 1923<sup>63</sup>; 2) la costituzione di società finanziarie con lo scopo di razionalizzare il controllo, guidare gli interventi sui valori mobiliari e dissimulare operazioni di rifinanziamento.

Tuttavia la proliferazione di società finanziarie non permise una restaurazione di quei meccanismi che avevano permesso il finanziamento industriale e garantito liquidità e solvibilità per le grandi banche; le industrie solo in pochi casi - anche se importanti - guadagnarono spazi di autonomia finanziaria conservando i vantaggi ottenuti con la guerra<sup>64</sup>.

guerra (1914-1919), in "Studi storici", 14 (1973), pp. 292-372, ora in ID., *Il capitalismo industriale in Italia. Processo d'industrializzazione e storia d'Italia*, Roma 1977, pp. 141-215; A. M. FALCHERO, *La Banca italiana di sconto, 1914-1921. Sette anni di guerra*, Milano 1990.

<sup>62</sup> Cfr. G. CONTI, *Finanza e industria nei cantieri navali dal primo dopoguerra agli anni '30*, in *La penisola italiana e il mare. Costruzioni navali, trasporti e commerci tra XV e XX secolo*, a cura di T. FANFANI, Napoli 1993, pp. 455-486.

<sup>63</sup> Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società cit.*, pp. 49 nota e 56.

<sup>64</sup> Cfr. G. MORI, *Per una storia dell'industria italiana durante il fascismo*, in ID., *Il capitalismo industriale cit.*, p. 234; *Storia dell'industria elettrica in Italia*, vol. II, *Il potenziamento tecnico e finanziario, 1914-1925*, a cura di L. DE ROSA, Roma-Bari 1993; G. PILUSO, *Lo speculatore*,

Banche e imprese si distinsero per mancanza di innovazioni “di prodotto” che meglio di altre avrebbero potuto svolgere funzioni di finanziamento industriale. Le istituzioni di credito non tentarono di specializzarsi e di rinnovare la gamma delle proprie attività entrando nel campo insidioso del credito a medio e lungo termine<sup>65</sup>, a parte il caso di alcune finanziarie pubbliche<sup>66</sup>; le imprese non seguirono esempi stranieri di emissione di azioni di risparmio<sup>67</sup>, e sporadici furono i casi di creazione di canali di finanziamento alternativi a quelli bancari attraverso il rafforzamento di reti di vendita e di strutture di commercio al dettaglio<sup>68</sup>. La logica prevalente restò quella di avviare accomodamenti istituzionali (innovazioni di processo) tipicamente difensivi per gli assetti proprietari nel solco dell'ordinamento giuridico commerciale, la cui rinuncia regolativa era oggetto di forti critiche da parte di giuristi autorevoli, anche se strenuamente difesa dall'ASSONIME ogniqualvolta si prospettava una riforma delle stesse parti più inadatte del codice<sup>69</sup>.

Tra il 1922 e il '25 si fece leva sul *boom* di borsa per mobilitare mezzi finanziari ed istituire *holding*, società a catena, realizzare acquisizioni e diversificazioni settoriali con finalità di crescita di gruppo e di compensazione di squilibri finanziari a livello di aziende di produzione con cicli d'affari complementari, anche se queste soluzioni richiesero un impiego di risorse superiore ai vantaggi immediati<sup>70</sup>. L'aumento del credito bancario fu il supporto necessario e favorì le nuove emissioni azionarie<sup>71</sup>. Rispetto al periodo 1905-07 le forme finanziarie adottate furono più indirette, mediante l'intervento di operatori e istituzioni di copertura, ai quali le banche fornivano finanziamenti che questi utilizzavano in riporti (un esempio è fornito da agenti di borsa prezzolati, come emerse dai dissesti successivi alla primavera del 1925), oppure attraverso l'istituzione di società finanziarie e di sindacati di controllo sui bilanci dei quali trasferire immobilizzazioni finanziarie, o ancora il sistema tradizionale dei titoli in custodia che mettevano in condizione le banche di esercitare i diritti relativi con operazioni tecnicamente “fuori bilancio”. Nel complesso erano sistemi per alleggerire - almeno in apparenza - i bilanci bancari di rischi incombenti. Analogamente le imprese e le *holding* capofila adottarono la medesima strategia: le

---

*i banchieri e lo Stato. La Bastogi da Max Bondi ad Alberto Beneduce (1918-1933)*, in “Annali di storia dell'impresa”, 7 (1991), pp. 319-373.

<sup>65</sup> Cfr. C. RODANÒ, *Le società anonime ed i finanziamenti bancari*, in “La riforma sociale”, 31 (1924), pp. 297-327. In Germania, ad esempio, le imprese elettriche avevano costituito società finanziarie proprie, fuori dalla tutela bancaria, per avviare la penetrazione commerciale nei mercati esteri: cfr. P. HERTNER, *Il capitale tedesco nell'industria elettrica italiana fino alla prima guerra mondiale*, in *Energia e sviluppo. L'industria elettrica italiana e la società Edison*, a cura di B. BEZZA, Torino 1986, pp. 211-256.

<sup>66</sup> Cfr. L. DE ROSA, *Banche e lavori pubblici in Italia fra le due guerre (1919-1939). Il Consorzio di credito per le opere pubbliche*, Milano 1979.

<sup>67</sup> Cfr. L. EINAUDI, *A favore delle azioni privilegiate (ma non di quelle a voto plurimo)*, in “La riforma sociale”, 39 (1932), pp. 619-630.

<sup>68</sup> Cfr. V. ZAMAGNI, *La distribuzione commerciale in Italia fra le due guerre*, Milano 1981.

<sup>69</sup> Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società cit.*

<sup>70</sup> Cfr. G. MORI, *Métamorphose ou réincarnation? Industrie, banque et régime fasciste en Italie, 1923-1933*, in “Revue d'histoire moderne et contemporaine”, 25 (1978), pp. 235-274; P. CIOCCA, G. TONIOLO, *Industry and Finance in Italy, 1918-1940*, in “Journal of European Economic History”, (1984), 2 (special issue), pp. 113-136.

<sup>71</sup> Cfr. R. BACHI, *Il mercato finanziario italiano, 1919-1936*, in “Annali di economia”, 12 (1937), pp. 203-229.

controllate ottenevano i crediti (non escluso in forma di anticipazioni su titoli) che utilizzavano per l'acquisto di azioni appositamente emesse dalla capogruppo e questa poteva adoprarsi per conquistare imprese con possessi azionari debolmente coagulati, oppure, nel caso opposto, per difendere le proprie posizioni di controllo contro eventuali attacchi.

Nella prima metà degli anni '20 tra questi gruppi industriali e finanziari si era aperto un vasto fronte di scontri. I metodi erano ancora quelli dell'Ansaldo dei Perrone o del gruppo Bondi, riproposti da un Panzarasa nella formazione di un gruppo diversificato, imperniato su SIP e Italgas<sup>72</sup>. Questo gruppo emergente aveva costruito in pochi anni complesse architetture finanziarie per procurarsi mezzi e ripagare debiti. Per gruppi minori la crescita autosostenuta era ancor più rischiosa e richiedeva una massa non meno consistente di crediti non escluso il ricorso a sistemi fraudolenti pur di ottenerli<sup>73</sup>. Su un altro versante si ponevano quei gruppi che godevano di posizioni di predominio settoriale e di quote di mercato relativamente sicure e questo permetteva loro di adottare comportamenti finanziari (formalmente) più ortodossi (è il caso, ad esempio, di Montecatini, Edison, FIAT)<sup>74</sup>. Una situazione del genere era gravida di pericoli di instabilità (dopo il crollo della Sconto, la crisi dell'Ansaldo e dell'ILVA, il salvataggio del Banco di Roma) derivanti da un *leveraged system* che approfondiva le fratture esistenti tra gruppi con esiti che risultavano incerti alle stesse banche che fino ad allora avevano svolto una sorta di patronato su tali iniziative.

Tutte queste misure volte a governare i ricambi di controllo e di gestione del sistema industriale e, al tempo stesso, a guidare le politiche di finanziamento non ricondussero i rapporti tra banca ed industria su basi di stabilità reciproca e di consolidati comportamenti fiduciarî. Il fallimento, su questo versante, delle innovazioni consistè nel restare al di qua di modifiche sui livelli istituzionali, tra loro connessi, della regolazione o autoregolazione delle società per azioni e dei meccanismi operativi della banca mista. In definitiva non ci fu né un allontanamento significativo, né un avvicinamento sostanziale da e verso il modello tedesco di banca universale<sup>75</sup>. Certo, alcuni di quei livelli potevano essere modificati solo per vie istituzionali e legislative, ma non mancava comunque lo spazio per comportamenti che andassero nelle direzioni richieste. Anche organismi rappresentativi (come l'ASSONIME) non riuscirono a mediare i contrasti interni su tali materie, data la stessa eterogeneità della classe dirigente industriale<sup>76</sup>.

<sup>72</sup> Cfr. B. BOTTIGLIERI, *SIP. Impresa, tecnologia e Stato nelle telecomunicazioni italiane*, Milano 1990; V. CASTRONOVO, G. PALETTA, R. GIANNETTI, B. BOTTIGLIERI, *Dalla luce all'energia. Storia dell'Italgas*, Roma-Bari 1987.

<sup>73</sup> Cfr. E. GIRETTI, *Il sistema "a catena" nella Società per le bonifiche ferraresi. Una lezione per gli azionisti*, in "La riforma sociale", 38 (1931), pp. 599-619.

<sup>74</sup> Cfr. *Montecatini 1888-1966. Capitoli di storia di una grande impresa*, a cura di F. AMATORI, B. BEZZA, Bologna 1990; *Energia e sviluppo* cit.; V. CASTRONOVO, *Giovanni Agnelli. La Fiat dal 1899 al 1945*, Torino 1977; R. GIANNETTI, *Mutamento tecnico e sviluppo economico italiano (1880-1980)*, relazione presentata alla riunione della Società italiana degli economisti, Roma, 30-31 ottobre 1992.

<sup>75</sup> Cfr. P. MENGARINI, *Il sistema di banca continentale e quello inglese nell'anteguerra*, in "Annali di economia", 9 (1933), 1, pp. 1-31 e cfr. par. 3.

<sup>76</sup> Questo punto meriterebbe una trattazione a parte. Le implicazioni sono suffragate da varie indicazioni: cfr. C. S. MAIER, *La rifondazione dell'Europa borghese. Francia, Germania e Italia nel decennio successivo alla prima guerra mondiale*, Bari 1979, p. 105 e, sugli aspetti economico-strutturali del problema, GIANNETTI, *Mutamento tecnico* cit.

Con la politica di rivalutazione della lira la situazione si complicò ulteriormente poiché caddero nell'immediato le condizioni finanziarie delle emissioni azionarie fittizie. I decreti De Stefani della primavera del 1925, mentre colpivano la speculazione di borsa e relegavano definitivamente ai margini del sistema finanziario il mercato mobiliare, intervenivano non meno pesantemente sui meccanismi di riequilibrio della liquidità e della stabilità delle grandi banche. Queste vennero a trovarsi nel difficile stato di acquirenti esclusivi di titoli dai quali dipendevano le possibilità stesse di finanziamento della clientela<sup>77</sup> e la solvibilità patrimoniale dei debitori e della banca<sup>78</sup>. La situazione delle banche e di molti gruppi era aggravata dal fatto che l'esito di molti scontri in corso non era volto ancora al termine. Le grandi banche giustificarono con imprescindibili doveri di sostegno all'economia l'acquisizione di ulteriori partecipazioni e l'assunzione di nuovi impegni che costituiranno un fardello insostenibile con la crisi del '29<sup>79</sup>.

A partire dalla guerra era stata fortemente intaccata la capacità di queste banche di svolgere il credito mobiliare così come avevano da sempre fatto<sup>80</sup> e il loro arbitrato in molti assetti societari della grande industria italiana, due compiti tra loro strettamente intrecciati. L'elevata conflittualità fra gruppi industriali e finanziari e all'interno del sistema bancario nonché i limiti istituzionali ricordati avevano contribuito a portare sempre più sul terreno della moneta le funzioni di stabilità finanziaria dell'intero sistema e quelle di mantenimento dello stesso processo di accumulazione. Gran parte delle analisi di economisti contemporanei non mancava di sottolineare questo aspetto tra le cause della debolezza del sistema finanziario italiano, seppure con accenti diversi: la presenza di un mercato monetario sottile e di deboli relazioni di credito commerciale a cui doveva supplire un finanziamento industriale con mezzi raccolti attraverso depositi e, nelle fasi critiche, un ricorso alle sovraemissioni monetarie<sup>81</sup>; la tendenza all'inflazionismo da parte delle banche<sup>82</sup>; il binomio "moneta malata" - despecializzazione creditizia<sup>83</sup>.

Il "risanamento" della circolazione monetaria era stato peraltro accompagnato da altre misure: la sistemazione dei debiti di guerra e la negoziazione dei prestiti americani con l'apertura di Wall Street alle grandi imprese italiane, la regolazione delle emissioni azionarie e la rimozione di alcune limitazioni alle emissioni di obbligazioni nel 1927<sup>84</sup>. Lo stesso riordino delle funzioni di emissione

<sup>77</sup> La possibilità di realizzare i titoli industriali in un mercato al rialzo consentiva una relativa riduzione dei rischi di credito.

<sup>78</sup> La svalutazione dei titoli annullava le garanzie delle anticipazioni e procurava perdite su partecipazioni.

<sup>79</sup> Cfr. E. CIANCI, *Nascita dello Stato imprenditore in Italia*, Milano 1977.

<sup>80</sup> Cfr. M. DE CECCO, *La "protezione del risparmio" nelle forme finanziarie fasciste*, in "Rivista di storia economica", n.s., 3 (1986), 2, pp. 237-241; e anche M. PANTALEONI, *Istituti di credito mobiliare italiani o stranieri*, in *Id.*, *Studi storici di economia*, Bologna 1936 (I ed. 1915).

<sup>81</sup> Cfr. PANTALEONI, *La caduta cit.*; M. FANNO, *Le banche e il mercato monetario*, Roma 1912; SRAFFA, *The Bank Crisis cit.*

<sup>82</sup> Cfr. EINAUDI, *La condotta economica cit.*, p. 19; *Id.*, *Ci sono troppe banche in Italia?*, in "La riforma sociale", 37 (1930), pp. 356-364.

<sup>83</sup> Cfr. A. CABIATI, *Scambi internazionali e politica bancaria in regime di moneta sana ed avariata*, Torino 1929; M. ALBERTI, *La finanza moderna. L'evoluzione e la essenza tecnica del credito mobiliare*, Milano 1934 e altri.

<sup>84</sup> Cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Ricerca sulle società cit.*, p. 58.

monetaria nel 1926 fino ai provvedimenti degli anni '30 (costituzione dell'Imi e dell'Iri, e riforma bancaria) si possono inquadrare in un disegno più vasto di intervento su meccanismi di accumulazione (ritenuti) distorti.

Specialmente verso la fine degli anni '20 erano state consentite e perfezionate alcune pratiche di formazione delle riserve, palesi od occulte, delle imprese. Fin dal 1922 si era affermato un fenomeno di riduzione del capitale sociale che interessava un numero sempre più ampio di società. Una componente delle riduzioni derivava dal processo di ristrutturazione industriale in atto. A questa si aggiungevano però riduzioni per formazione di riserve occulte con procedure contabili e di evasione fiscale<sup>85</sup>. Dopo il 1927 la svalutazione di poste patrimoniali divenne una necessità ed il ricorso a simili artifici contabili e di riduzione fittizia del capitale sociale un mezzo che, se usato bene, poteva irrobustire quelle stesse compagini societarie che si erano affermate negli anni precedenti di rialzo dei valori di borsa.

Di fatto - e forse non a caso - si veniva a creare un trattamento differenziale rispetto alle banche. A queste non erano offerti sistemi per rafforzarsi patrimonialmente in fase di deflazione. La svalutazione di poste dell'attivo costituiva un pericolo serio e molto temuto. Le grandi banche tentarono anzi con ogni mezzo di evitare i cedimenti di prezzo che i titoli anche migliori subivano in borsa, imbottendo ulteriormente il proprio portafoglio di azioni industriali ed anche di azioni proprie e di collegate. Peraltro, manovre contabili su poste attive o passive per occultare fondi non apparivano agevoli in aziende di credito, senza frodi manifeste. Non restava loro che continuare lungo la strada, altrettanto insidiosa, di istituire società finanziarie e, per mezzo di queste, depurare i bilanci bancari in attesa di tempi migliori, che non arriveranno.

## 5. MUTAZIONE O MODELLO IBRIDO?

Un esame di lungo periodo, per quanto sommario, sulla struttura del capitale

<sup>85</sup> La procedura consisteva in questo: né il codice di commercio né la legge permettevano alle società la costituzione di riserve occulte *sic et simpliciter* (anche su questo le differenze rispetto all'esperienza tedesca erano rilevanti), tuttavia l'applicazione dell'imposta di ricchezza mobile al reddito delle società e gli obblighi minimali in materia di bilancio (cfr. par. 2.2) avevano portato ad evasione fiscale tollerata. Difatti una società poteva dissimulare gli utili realizzati nel corso dell'esercizio tramite una valutazione "prudenziale" di determinate poste dell'attivo (magazzino), o addirittura svalutare le stesse e dichiararsi in perdita. Esisteva un obbligo di pubblicità solo per la riserva legale, quelle occulte potevano essere formate senza incappare in illeciti di bilancio mediante la riduzione del capitale sociale. La riduzione, per il fatto di essere deliberata dall'assemblea (in caso di perdite accertate per almeno un terzo del capitale sociale per l'art. 146 del codice), non poteva essere inficiata dalla presunzione di finalità fraudolenta e di falso in bilancio, il cui accertamento da parte del fisco (ammesso sulla base però delle sole risultanze di bilancio) era condizione necessaria, ma non sufficiente, per la tassazione di utili imboscati. In società ben controllate operazioni del genere potevano essere effettuate senza incontrare la resistenza di azionisti di minoranza e con ogni probabilità di non essere scoperti entro tre anni, dopo i quali l'accertamento induttivo si prescriveva e le riserve occulte potevano essere riportate alla luce e distribuire persino dividendi non soggetti ad imposizione. Sull'intera questione cfr. V. SAMPERI MANGANO, *Riserve occulte ed imposta*, in "La riforma sociale", 39 (1932), pp. 631-669. All'inizio degli anni '30 alcune disposizioni legislative sgombrarono ogni ombra di dubbio rafforzando l'inazione del fisco in materia di riserve occulte che diventavano non tassabili anche se costituite per scopi fraudolenti (*ibid.*, p. 642). Sulla questione delle valutazioni patrimoniali, per la consapevolezza dell'importanza della questione, cfr. A. DE STEFANI, *L'oro e l'aratro*, Milano 1929, pp. 11-15.

e sul modello di finanziamento delle imprese consente di trarre alcune indicazioni da sottoporre a verifiche più approfondite. Anzitutto alle soglie degli anni '30, prima della grande crisi, non si può più parlare di carenza di capitale di rischio per le imprese italiane, almeno da un punto di vista quantitativo e comparato. Si può tuttavia ritenere che la funzione del capitale azionario era - solo in via subordinata - quella di costituire una forma di finanziamento permanente per le imprese. La società per azioni, che sul finire del secolo scorso aveva costituito una delle innovazioni più importanti dal punto di vista finanziario e organizzativo per lo sviluppo del sistema industriale italiano, aveva derivato il proprio successo dalla responsabilità limitata offerta alla proprietà nei confronti di terzi creditori e dalla possibilità di esercitare il controllo sull'impresa con una frazione del capitale complessivo. Su queste due caratteristiche si innestarono tutta la serie di innovazioni successive che contribuirono a formare il modello di finanziamento delle imprese e ne tracciarono il corso evolutivo.

I tre cardini istituzionali di questo sistema erano composti: 1) da una legislazione societaria e commerciale a imitazione di quella francese, che resse per tutto il periodo a vari tentativi di modifica e di aggiornamento; 2) da un modello di banca mista sviluppatosi dalla fine dell'Ottocento nelle due maggiori grandi banche secondo l'esperienza tedesca; 3) da un sistema di governo della moneta che si era staccato dagli schemi ottocenteschi assumendo, anche in conseguenza di alcune gravi crisi finanziarie, compiti nuovi più adeguati ai meccanismi di finanziamento dell'accumulazione. Come si è mostrato, questi tre livelli, dopo una prima fase di relativa armonia operativa, erano entrati in collisione. Le frizioni funzionali che esistevano furono accentuate da eventi esterni di vasta portata, come crisi internazionali, la guerra, la politica economica.

Le due innovazioni principali di fine Ottocento, la società per azioni e la banca mista, erano diventate strumenti di crescita economica e di concorrenza. La banca mista nella versione italiana rischiava sistematici slittamenti verso il credito mobiliare (immobilizzi industriali) e spingeva alla monetizzazione del credito: in assenza di mercati finanziari ampi e robusti, la liquidità delle banche si sosteneva sul credito di ultima istanza. Le innovazioni di processo (come sono stati qui chiamati i comportamenti volti a ristrutturare relazioni stabili e fiduciarie) non andarono ad investire il livello dell'ordinamento commerciale e societario con norme o comportamenti di maggior trasparenza delle società per permettere un allargamento dei mercati finanziari in alternativa alle stesse banche. Tali innovazioni non intaccarono neppure il livello di operatività tecnica ed istituzionale delle banche, sempre oscillante tra il credito ordinario da banca di deposito ed il credito mobiliare, con sconfinamenti pericolosi verso funzioni di capogruppo industriale e acquisto di azioni proprie, degenerando così nel "cattoblepismo" bancario di Mattioli<sup>86</sup>. Quella che poteva sembrare una naturale confluenza del sistema verso il modello tedesco si arrestò a metà, soprattutto per i limiti istituzionali ricordati. Nel caso tedesco le società per azioni risultavano "impenetrabili" da parte di soggetti esterni, ma erano comunque facilmente accessibili alle banche fin nel *sancta sanctorum* dei comitati di direzione.

Nel dopoguerra emerse con maggior chiarezza una sorta di capitalismo disor-

<sup>86</sup> R. MATTIOLI, *Problemi attuali del credito*, in "Bancaria", 25 (1961), 12, pp. 1315-1322.

dinato: l'ordinamento giuridico continuava a privilegiare gli aspetti patrimoniali delle società per azioni rispetto a quelli funzionali di gestione del processo di accumulazione, divenendo però estremamente permissivo sui gruppi che si stavano formando; le grandi banche spostavano il peso degli impieghi verso operazioni mobiliari e speculative; il mondo industriale diventava più turbolento con la formazione di conglomerati finanziari, concepiti per rafforzare il controllo sulle imprese minimizzando il capitale di rischio e le responsabilità degli organi dirigenti.

La banca mista aveva affermato comunque un modo originale di governare i flussi finanziari in un periodo di forte espansione delle società per azioni nel sistema industriale. La diffusione delle società avvenne tuttavia senza dotare il sistema di strumenti regolativi adeguati di informazione e di controllo, la cui predisposizione doveva necessariamente investire le modalità giuridico-istituzionali di regolazione. A questa mancanza di riforme istituzionali supplì la riforma della politica monetaria e creditizia e della stessa costituzione economica dello Stato.