

STORIA ECONOMICA

ANNO IX (2006) - n. 2-3



Edizioni Scientifiche Italiane

SOMMARIO

ANNO IX (2006) - n. 2-3

ARTICOLI E RICERCHE

- C. BARGELLI, *Produzione e produttività nelle terre ecclesiastiche emiliane nel secolo dei Lumi: il caso dei Gesuiti del collegio S. Rocco di Parma.* pag. 201
- F. DANDOLO, *Giovanni Marcora e la legge sulla partecipazione dei lavoratori nella gestione delle imprese in crisi (1981-1985)* » 263
- L. DE MATTEO, *Imprenditori a Napoli nell'Ottocento* » 305
- D. MARENOT, *Borsa, fisco e politica negli anni sessanta* » 339
- M. MORONI, *Circuiti fieristici e scambi commerciali nel medio Adriatico tra basso Medioevo e prima età moderna* » 379
- M. OSTONI, *Controllo contabile e contabilità. I progetti di riordino delle finanze lombarde nella prima metà del XVII secolo* » 415
- F. PILLER HOFFER, *La Federazione delle Casse Rurali ed Artigiane del Friuli-Venezia Giulia dalle origini alla nuova legge bancaria (1968-93)* » 439

NOTE E INTERVENTI

- R. GIULIANELLI, *Sulla élite economica nell'Italia pre-repubblicana. I presidenti delle camere di commercio* » 469
- A. GIUNTINI, *Ascesa e declino delle prime officine ferroviarie italiane. Appunti per una storia di Pietrarsa dalle origini al museo* » 485
- M.P. ZANOBONI, *L'inventario di una fornace «a coquendo bochalles terre» a Milano nel secondo Quattrocento* » 505

STORIOGRAFIA

- A. ZANINI, *Saperi mercantili e formazione degli operatori economici preindustriali nella recente storiografia* » 519

RECENSIONI

- A. LEONARDI, *Una stagione «nera» per il credito cooperativo. Casse rurali e Raiffeisenkassen tra 1919 e 1945*, il Mulino, Bologna 2005.; ID., *Collaborare per competere. Il percorso imprenditoriale delle Cantine Mezzacorona*, il Mulino, Bologna 2005. (F. Bof) » 539
- P. PECORARI, *Storie di moneta e di banca*, Venezia, Istituto Veneto di Scienze Lettere ed Arti, Venezia 2006. (F. Bof) » 552
- G. VITOLO (a cura di), *Città e contado nel Mezzogiorno tra Medioevo ed Età moderna*, Laveglia, Salerno 2005. (F. Dandolo) » 563
- P. SYLOS LABINI, *Scritti sul Mezzogiorno (1954-2001)*, a cura di Giuliana Arena, Pietro Lacaita, Manduria-Bari-Roma 2003. (F. Dandolo) » 569
- M. FORNASARI, *Finanza d'impresa e sistemi finanziari. Un profilo storico*, G. Giappichelli, Torino 2006. (F. Dandolo) » 575
- F. SBRANA, *Portare l'Italia nel mondo. L'IMI e il credito all'esportazione 1950-1991*, il Mulino, Bologna 2006. (F. Dandolo) » 578
- M. OTTOLINO, *L'agricoltura in Italia negli anni del corso forzoso*, Cacciucci, Bari 2005. (G. Farese) » 581
- F. NOVARA, R. ROZZI, R. GARRUCCIO (a cura di), *Uomini e lavoro alla Olivetti*, Bruno Mondadori, Milano 2005. (G. Farese) » 584

BORSA, FISCO E POLITICA NEGLI ANNI SESSANTA

Introduzione

Se la capitalizzazione di borsa aveva raggiunto livelli significativi in rapporto all'economia del paese già negli anni '20, la crisi delle «banche miste», vere protagoniste del mercato, e la legislazione bancaria del 1936-38 che ne conseguì, inibirono fino al dopoguerra la capacità delle imprese di rivolgersi alla borsa quale mezzo di reperimento di finanziamenti. Nel corso degli anni '50 il mercato finanziario italiano è stato interessato da un aumento delle emissioni di titoli da parte delle imprese, questa volta senza il peso delle banche che, in virtù della specializzazione imposta dalla legge bancaria, non potevano più assumersi le importanti partecipazioni azionarie degli anni '20. La crescita della borsa (o meglio delle borse) nel dopoguerra, tanto in termini di quotazioni, di scambi e di emissioni di titoli, pur non essendo sufficiente a dare all'Italia un mercato finanziario di dimensioni paragonabili a quelle delle realtà maggiori quali Regno Unito e Stati Uniti, ha tuttavia offerto la possibilità alle imprese italiane di trovare un canale di finanziamento alternativo a quello del sistema bancario. Se le dimensioni non erano certo quelle dei mercati maggiori, la capacità di collocare titoli azionari della borsa italiana è stata superiore, soprattutto nel periodo 1957-62. Il culmine nella capacità di collocare titoli è stato raggiunto nel 1962, in presenza già di un andamento calante delle quotazioni in tutti i paesi. Gli anni successivi precipitarono sia le quotazioni che le emissioni, nonostante lo slittamento salariale del 1961-62 avesse aumentato il fabbisogno finanziario delle imprese. Contrariamente a quanto accadde in altri paesi, le imprese italiane ridussero negli anni '60 il ricorso ai mercati finanziari, rivolgendosi invece al sistema bancario¹.

¹ Sull'argomento si vedano i saggi di B. BIANCHI, P. NARDI, R. VECCLIA, *Elementi per una valutazione degli investimenti finanziari in Italia*, in *Bollettino*, a cura della

La normativa fiscale relativa ai titoli mobiliari, modificata nel 1962, ha impedito lo sviluppo dei mercati finanziari e ne ha determinato la crisi². Se il regime della nominatività non era l'unico impedimento allo sviluppo della borsa, perlomeno per quel che riguarda gli investitori, è stato determinante nello scoraggiare le imprese, che hanno trovato più conveniente aumentare il loro indebitamento nei confronti del sistema bancario, piuttosto che ricorrere all'aumento di capitale o all'emissione di obbligazioni. L'ipotesi di questo saggio è che la politica economica in materia di mercati finanziari della nuova compagine governativa di centro-sinistra, sia stata responsabile della preferenza delle imprese, emersa in quegli anni, a ricorrere all'indebitamento anziché alla borsa. Se l'avvento del centro-sinistra viene solitamente associato alla nazionalizzazione dell'industria elettrica, non sono stati meno significative per la crisi dei mercati finanziari gli inasprimenti fiscali e le innovazioni normative in tema di nominatività, particolarmente care al partito socialista. La centralità che il sistema bancario andava assumendo nel finanziamento delle imprese trovava origine nell'estraneità della borsa al modello politico emerso in quella compagine governativa, incapace di dare vita ad una coerente politica in materia di mercati finanziari e produrre quelle riforme normative, dalla riforma delle società per azioni all'istituzione dei fondi d'investimento, di cui il settore aveva bisogno.

Banca d'Italia, 1972, pp. 407-428; B. BIANCHI-E. PERFETTI, *Le emissioni di valori mobiliari*, in *Bollettino*, a cura della Banca d'Italia, 1967, pp. 561-595; A. CALAMANTI, *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Milano 1977; F. CESARINI, *Sistema bancario e offerta di capitale di rischio in Italia*, in A. LAMFALUSSY, *I mercati finanziari europei*, Torino 1972, pp. 175-208; F. CESARINI, *Struttura finanziaria, sistema creditizio e allocazione delle risorse in Italia*, Bologna 1976; L. IZZO, *Cause dell'evoluzione della struttura finanziaria dell'economia italiana negli ultimi dieci anni e considerazioni sulla politica economica che ha contribuito a determinarli*, in *Struttura finanziaria e politica economica in Italia*, a cura di F. Bernabé, Milano 1976, pp. 21-86; A. LAMFALUSSY, *I mercati finanziari europei*, Torino 1972; M. MONTI, *La struttura finanziaria italiana: una sintesi*, «Tendenze Monetarie», 20-21 (1975); *Nota Carli sul capitale di rischio in Italia*, «Mondo Economico», 8 (1975), pp. 29-33.

² Sull'argomento si vedano F. BARBIELLINI AMIDEI-C. IMPENNA, *Il mercato azionario e il finanziamento delle imprese negli anni '50*, in *Stabilità e sviluppo negli anni '50*, III, *Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, a cura di F. Cotula, Roma-Bari 1999, pp. 657-877; A. CALAMANTI, *Il mercato mobiliare italiano. Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra*, Milano 1977.

1. *Emissioni di titoli e regime fiscale*

In Italia, le imprese si sono rivolte fino al 1962 in modo crescente ai mercati finanziari attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni, fino a coprire nel triennio 1960-62 quasi la metà delle emissioni di titoli e una parte significativa del finanziamento esterno a cui hanno fatto ricorso. Il grafico (p. 342) descrive la composizione percentuale dell'offerta dei valori mobiliari per tipo e per categoria di emittenti dal 1950 al 1973, divisi per sottoperiodi. Se dal 1950 al 1956 era ancora alto il fabbisogno di finanziamento da parte della Pubblica Amministrazione, in relazione alle necessità della ricostruzione³, nei sei anni successivi le emissioni di titoli pubblici passarono dal 45,3 al 14,7% del totale delle emissioni. Dal 1960 al 1962 lo stato emise titoli solamente per il 9,7% del totale e anche dal 1963 al 1965 la percentuale rimane su livelli bassi: 11,7%. Il fabbisogno di capitali da parte dello stato tornò a farsi consistente negli ultimi due sottoperiodi considerati: dal '66 al '70 lo stato emise valori per il 38,9% del totale e nei tre anni successivi per il 36,6%. Le emissioni di titoli azionari, il 24,6% dei titoli emessi dal 1950 al 1956, aumentarono nel periodo successivo (1957-62) al 33,6% del totale, raggiungono l'apice negli anni 1960-62 (37,3%), per poi subire una brusca contrazione: 24% dal 1963 al 1965, 16,8% dal 1966 al 1970, 15,5% nei tre anni seguenti.

Per quel che riguarda gli enti pubblici, il volume delle loro emissioni, in percentuale del totale, raddoppiò nel 1957-62, rispetto ai sette anni precedenti e raddoppiò ancora nel sottoperiodo 1963-65 (sono gli anni in cui l'ENEL colloca obbligazioni per eseguire gli indennizzi) costituendo il 21,5% del totale dei valori mobiliari collocati. Negli anni seguenti il volume delle emissioni di questo settore diminuì considerevolmente.

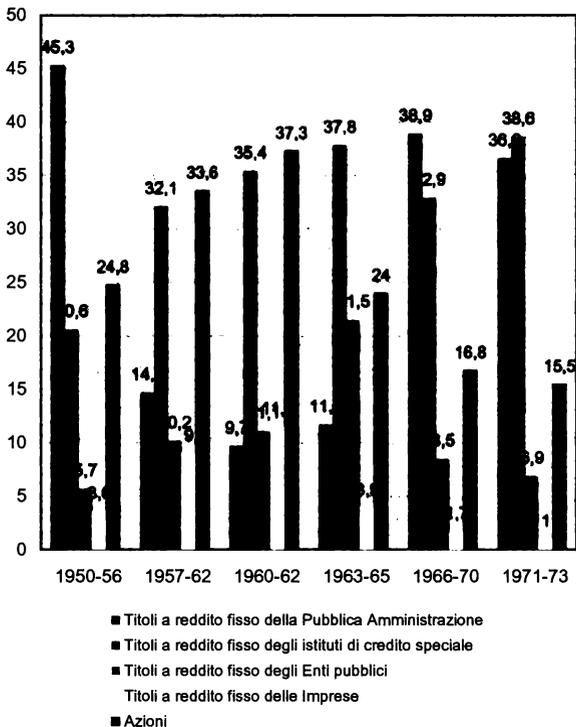
Gli istituti di credito speciale diventarono progressivamente i maggiori emittenti di valori mobiliari. Se dal 1950 al 1956 occuparono il 20,6% del mercato, nel 1957-62 ne costituirono quasi un terzo e dal 1963 al 1965, con il 37,8%, furono i maggiori emittenti. Nel quinquennio seguente si registrò una lieve flessione (gli istituti di credito furono nuovamente superati dalla pubblica amministrazione nel volume delle emissioni), mentre dal 1971 al 1973 la quota ascrivibile al settore aumentò ancora al 38,6%.

Le obbligazioni delle imprese seguirono gli stessi destini delle azioni, pur costituendo un mercato molto più ristretto. Raggiunsero l'apice

³ BIANCHI-PERFETTI, *Le emissioni di valori mobiliari*, p. 577.

nelle emissioni negli anni 1960-62 (con una quota di mercato che era solo un terzo di quella degli istituti di credito), per poi scendere a livelli scarsamente significativi negli anni successivi. Inoltre nel grafico le obbligazioni emesse dalle imprese comprendono quelle emesse dalla società Autostrade, controllata dall'IRI, altrimenti il saldo sarebbe negativo per tutto il periodo 1963-73. Dal 1965 infatti fu quasi esclusivamente la società Autostrade ad emettere obbligazioni, per finanziare la realizzazione della rete autostradale⁴. Ancora una volta il mezzo obbligazionario divenne la fonte di finanziamento privilegiata per una impresa partecipata, anche se indirettamente, dallo stato, mentre rimase uno strumento scarsamente utilizzato dalle imprese private.

Composizione dell'offerta dei valori mobiliari nel mercato italiano in %
(settore estero escluso, dati tratti da Banca d'Italia, Bollettino, anni vari)



⁴ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, vari anni dal 1963 in poi.

Nel complesso le emissioni delle imprese aumentarono negli anni cinquanta fino al 1962. Nel triennio 1960-62 coprirono quasi la metà delle emissioni di valori mobiliari, mentre dal 1963 rappresentarono una fetta sempre più piccola dello stesso mercato. Nella **Tabella 1** si vede come il volume di emissioni del 1962, non sia stato più raggiunto neanche in valore assoluto fino al 1970. Per quel che riguarda la percentuale sul totale delle emissioni nette, la quota più alta si raggiunse nel 1960 (51,6%), nel 1962 si superò ancora il 51%, mentre nel biennio seguente si dimezzò, per scendere ancora negli anni successivi, fino al minimo del 1968, anno in cui l'impresa privata riuscì a raccogliere solo un misero 12,3% dei capitali messi a disposizione sul mercato quell'anno.

Tab. 1 – *Emissione nette di titoli delle imprese nel mercato italiano (in miliardi di lire e in percentuale sul totale delle emissioni)*

	Imprese	Totale (escluso l'Estero)	Imprese/Totale%
1950	84,0	347,9	24,1
1951	82,5	240,9	34,2
1952	89,0	404,7	22,0
1953	149,6	514,9	29,1
1954	154,5	533,2	29,0
1955	158,8	625,1	25,4
1956	207,9	581,9	35,7
1957	203,3	518,4	39,2
1958	283,4	652,4	43,4
1959	254,7	955,9	26,6
1960	692,1	1340,5	51,6
1961	640,6	1445,2	44,3
1962	921,4	1803,4	51,1
1963	393,9	1484,7	26,5
1964	525,8	2038,6	25,8
1965	394,6	2377,1	16,6
1966	472,9	3296,0	14,3
1967	357,6	2809,3	12,7
1968	439,0	3564,9	12,3
1969	621,3	4024,1	15,4
1970	954,1	3607,0	26,5
1971	899,0	5982,3	15,0
1972	1176,0	7210,7	16,3
1973	1986,3	12459,3	15,9

Banca d'Italia, *Bollettino*, 1967, 1971 e 1973.

Nel 1963 c'è stata dunque una inversione di tendenza. Da quel momento le imprese si sono finanziate sempre meno con l'emissione di titoli e in misura sempre maggiore con l'indebitamento nei confronti del sistema bancario. Gli istituti di credito hanno invece fornito sempre più finanziamenti alle imprese, finanziandosi a loro volta tramite l'emissione di obbligazioni. Per capire le ragioni di questo comportamento è necessario verificare la normativa all'ora vigente sui titoli mobiliari e le conseguenze in termini di costi delle varie tipologie di finanziamento gravanti sulle imprese che vi facessero ricorso.

Le obbligazioni degli Istituti di credito e degli enti pubblici godevano di particolari vantaggi, tra cui l'esenzione fiscale da ogni tassa, imposta o tributo presente o futuro, inoltre gli istituti rinunciavano ad esercitare nei confronti del sottoscrittore del titolo la facoltà di rivalsa per l'imposta sulle obbligazioni⁵. Le obbligazioni emesse dalle

⁵ Cfr. BIANCHI-PERFETTI, *Le emissioni di valori mobiliari*, pp. 581-582. Le obbligazioni degli istituti di credito mobiliare erano emesse per la grande maggioranza dall'Istituto mobiliare italiano (IMI), dal Consorzio di credito per le opere pubbliche (CREDIOP) e dall'Istituto di credito per le imprese di pubblica utilità (ICIPU). I titoli di questi istituti erano ad ogni effetto parificati alle cartelle fondiari ed erano fra i titoli sui quali l'Istituto di emissione era autorizzato a concedere anticipazioni, erano ammesse alle quotazioni di borsa e come depositi cauzionali presso le pubbliche amministrazioni. Le obbligazioni dell'IMI erano garantite oltre che dal capitale e dalle riserve dell'istituto anche dalle ipoteche, dai privilegi e da altre garanzie assunte dall'istituto a sostegno dei mutui erogati. Le obbligazioni del CREDIOP erano garantite dalle annualità a carico dello stato e dai tributi posti a garanzia del debito dei mutuatari e vincolate alle obbligazioni stesse. Erano assimilate alle cartelle di credito comunale e provinciale emesse dalla Cassa depositi e prestiti, potevano essere impiegate da enti morali, istituti e società obbligati per legge ad investire il loro patrimonio tutto o in parte in titoli di stato. Alcune serie emesse negli anni '50 per finanziare le ferrovie erano anche esenti dall'imposta sulle obbligazioni. Ciascuna serie delle obbligazioni dell'ICIPU era garantita dalle annualità destinate alla restituzione dei mutui cui le serie di obbligazioni si riferivano, oltre che dal capitale e dalle riserve dell'istituto. Per la riscossione dei crediti l'istituto aveva la facoltà di procedere contro i debitori morosi secondo le stesse regole che segue lo stato per la riscossione delle imposte dirette. Gli istituti di credito fondiario garantivano le cartelle emesse, oltre che con i fondi patrimoniali anche con l'insieme delle ipoteche a favore di ciascun istituto. Le cartelle erano ammesse alle quotazioni di borsa, erano accettate in depositi cauzionali presso le pubbliche amministrazioni, comprese tra i titoli ammessi all'anticipazione presso l'Istituto di emissione e potevano essere utilizzate come forma d'investimento per i capitali degli interdetti e dei minori. Le cartelle e i relativi interessi godevano della inesquestrabilità e impignorabilità, inoltre gli enti e le società che per legge erano obbligate ad investire in titoli emessi o garantiti dallo stato, potevano effettuare fino a un quarto dell'investimento in cartelle fondiari. Gli istituti di credito non erano i soli a poter emettere titoli con particolari garanzie. Anche gli enti pubblici IRI, ENI, ENEL, emettevano obbligazioni parificate ad ogni ef-

imprese, già di per se meno sicure, legate al rischio di fallimento delle società, si trovavano quindi a competere su un mercato dominato da titoli che godevano di solide garanzie patrimoniali o pubbliche e che avevano altre prerogative vantaggiose, tra cui le esenzioni fiscali di cui ho già detto.

Gli interessi percepiti dalle obbligazioni emesse dalle società e soggette ad imposta, peraltro un numero molto limitato del totale (il 3% se consideriamo il 1966⁶), venivano tassati in base all'imposta di ricchezza mobile, progressiva per scaglioni di reddito.

Il maggiore ricorso delle imprese alle emissioni di titoli obbligazionari nel periodo 1960-62 si può spiegare con il provvedimento che nel 1959 fu preso a sostegno proprio di questo tipo di emissioni. La Legge 25 novembre 1959, n. 1001, stabilì la riduzione alla metà dell'aliquota di imposta di ricchezza mobile sugli interessi delle obbligazioni emesse dalle società dal 15 dicembre 1959 al 30 giugno 1962, col risultato di abbassare il costo dell'imposizione fiscale sui titoli e quindi il costo sostenuto dalle imprese. Negli anni successivi allo scadere della legge le imprese hanno ridotto le emissioni di obbligazioni, dovendo fare i conti non solo con l'aumento del loro costo, ma anche con l'aumento delle emissioni del settore degli enti pubblici e in particolare dell'ENEL e della società Autostrade.

Nell'emettere azioni, come per le obbligazioni, le società dovevano fare i conti con la nominatività dei titoli e il relativo obbligo per l'azionista di denunciare i dividendi ed eventualmente le plusvalenze realizzate, che venivano quindi tassati sulla base delle aliquote progres-

fetto alle cartelle di credito comunali e provinciali emesse dalla Cassa depositi e prestiti, quotate in borsa, comprese fra i titoli sui quali l'Istituto di emissione poteva effettuare anticipazioni, erano accettabili come depositi cauzionali dalle pubbliche amministrazioni, esenti da qualunque imposta, tassa o tributo presente e futuro. Gli enti di qualunque natura esercenti il credito, l'assicurazione e l'assistenza, e gli enti morali potevano investire nelle obbligazioni ENEL, anche in deroga alle disposizioni di legge e ai loro regolamenti o statuti. Le stesse obbligazioni erano inoltre garantite dallo stato. Anche la società Autostrade, controllata dall'IRI, emetteva obbligazioni che, oltre ad esser garantite dall'IRI stesso, godevano delle agevolazioni e delle esenzioni fiscali riservate all'ente pubblico. Per le norme relative alle dimensioni degli investimenti in titoli e valori mobiliari effettuabili dagli istituti di previdenza cfr. la Legge n. 855 del 13 giugno 1962 e il Decreto legge n. 20 del 2 gennaio 1948 per gli istituti amministrati dal ministero del Tesoro, il Regio decreto del 28 settembre 1933 n. 1280 per l'INAIL, il Regio decreto legge n. 1847 del 4 ottobre 1935 per l'INPS e la Legge 11 gennaio 1943, n. 138 per l'INAM. Cfr. il Testo unico delle leggi sull'esercizio delle assicurazioni private (D.P.R. 13/2/59, n. 449) per le norme relative alle riserve matematiche delle compagnie di assicurazione

⁶ BANCA D'ITALIA, *Bollettino*, 1966, pp. 594-595.

sive sul reddito⁷. La redditività dei titoli emessi dalle imprese era dunque compromessa da un sistema fiscale che li penalizzava fortemente rispetto agli altri valori mobiliari, con un conseguente aggravio dei costi di emissione al fine di rendere il rendimento netto compatibile con le aspettative degli investitori. La nominatività obbligatoria dei titoli era stata introdotta durante la seconda guerra mondiale⁸. Concepita come una legge d'emergenza, con lo scopo di frenare gli spunti inflazionistici prodotti dalla corsa verso gli investimenti reali⁹, fu mantenuta anche una volta cessate le condizioni eccezionali della guerra.

Nel 1956 gli agenti di cambio erano insorti contro l'articolo 17 della legge Tremelloni¹⁰, che imponeva l'obbligo agli operatori di borsa di annotare giornalmente tutte le operazioni a termine e i riporti su titoli, con l'intento di colpire l'evasione fiscale costituita dai riporti «fittizi»¹¹ e i profitti derivanti dalle speculazioni. Tuttavia fu trovato il modo per aggirare la legge¹², che così non ebbe particolari effetti.

⁷ Le persone fisiche erano esenti da imposte sulle plusvalenze, al contrario le società per le operazioni a riporto erano soggette ad imposta, secondo l'articolo 17 della legge 5 gennaio 1956 n. 1 (legge Tremelloni). L'imposta gravante sulle società (L. 6 agosto 1954, n. 63) si calcolava sulla base di due aliquote: una dello 0,75% sul patrimonio imponibile (capitale, riserve ordinarie e straordinarie), e un'altra del 15% sulla parte di reddito complessivo netto di esercizio (ogni provento, al netto delle imposte, realizzato dalla società) eccedente il 6% del patrimonio imponibile.

⁸ Regio decreto legge 25 ottobre 1941 n. 1148, convertito in Legge 9 febbraio 1942 n. 92 «Gazzetta Ufficiale», 24 febbraio 1942, n. 97.

⁹ Cfr. sull'argomento F. MARINA RISPOLI, *Le origini della nominatività obbligatoria dei titoli azionari*, in *Raccolta di testi e documenti*, VIII, a cura della «Rivista delle società», Milano 1975.

¹⁰ Legge 5 gennaio 1956 n.1 (norme integrative della legge 11 gennaio 1951 n. 25 sulla perequazione tributaria, in Gazzetta Ufficiale n. 6 del 9 gennaio 1956), in vigore dal 1 luglio 1956. Cfr. sull'argomento L. GOLDSCHMIED, *Borse infide*, Milano 1959; BARBELLINI AMIDEI-IMPENNA, *Il mercato azionario*, pp. 726-732.

¹¹ Con il contratto a riporto si trasferisce la proprietà di determinati titoli, a un determinato prezzo al riportatore che si impegna a restituire ad una determinata scadenza la stessa quantità di titoli a un prezzo convenuto. Il diritto di voto spetta al riportatore, mentre i dividendi e i diritti d'opzione sono incassati dal riportatore per conto del riportato. Mediante i contratti a riporto si era fino allora realizzata l'evasione tributaria: i contratti venivano rinnovati continuamente sempre con la stessa controparte (aziende di credito e agenti di cambio), per un importo assai inferiore all'effettivo valore dei titoli (ne risultava abbattuto anche l'onere per interessi); i titoli non risultavano intestati al riportato (v. BARBIELLINI AMIDEI-IMPENNA, *Il mercato azionario*, p. 727).

¹² La legge produsse la cessazione delle operazioni a termine, su cui era tradizionalmente organizzata la borsa italiana, in luogo di quelle per contanti (sulle quali la legge Tremelloni non interveniva). Dal contante «immediato» (liquidato entro due giorni feriali), si passò, grazie ad un'interpretazione estensiva della norma ad opera-

La Legge 29 dicembre 1962 n. 1745 istituì un'imposta cedolare in virtù della quale sui dividendi distribuiti veniva applicata una ritenuta d'acconto del 15%, deducibile dall'imposta complementare. Al fine di evitare l'evasione fiscale sui titoli, che si verificava quando gli azionisti non dichiaravano i guadagni realizzati, fu istituito l'obbligo per le società emittenti di rilevare e comunicare allo Schedario generale dei titoli azionari i nominativi dei percettori dei dividendi o, per i casi in cui non fosse stata deliberata distribuzione di utili, di rilevare e comunicare i nominativi degli intestatari dei titoli depositati per l'intervento dell'assemblea.

La normativa fu nuovamente modificata con la Legge 12 aprile 1964, che diminuì l'aliquota della cedolare d'acconto dal 15 al 5% e istituì una imposta cedolare secca del 30%. L'azionista poteva dunque decidere se farsi applicare la ritenuta d'acconto e lasciare che gli utili ricevuti concorressero a formare il reddito imponibile agli effetti dell'imposta complementare sul reddito e dell'imposta sulle società, oppure farsi applicare una ritenuta definitiva del 30%, senza più l'obbligo di dichiarare i dividendi, in deroga al principio della nominatività. Nel caso in cui l'azionista fosse sottoposto ad una imposizione fiscale superiore al 30% del reddito la cedolare secca costituiva ovviamente un motivo di risparmio fiscale. Ciò comportava per la società che avesse distribuito utili la possibilità di rimborsare gli azionisti con un costo inferiore e non a caso nel 1964 si è verificata una ripresa delle emissioni azionarie. L'aliquota del 30% rimaneva comunque elevata se confrontata con l'esenzione di cui godevano i titoli di stato, i titoli degli enti pubblici e quelli degli istituti di credito, per cui non eliminava la discriminazione di cui erano oggetto i titoli azionari. Inoltre la legge aveva una validità limitata a un triennio fino al 24 febbraio 1967, e in prossimità della scadenza, il Decreto legge 21 febbraio 1967 n. 22 ha abolito la cedolare secca, mantenendo la ritenuta d'acconto del 5% e ripristinando del tutto il principio della nominatività.

Il costo dell'indebitamento si è rivelato nel corso degli anni '60 più basso di quello dell'aumento di capitale. Gli interessi passivi, oltre a non concorrere alla formazione del reddito imponibile, si sono rive-

zioni per contanti con liquidazione dopo due settimane. Si fece ricorso anche al «riporto staccato» costituito dalla combinazione di due operazioni, una di acquisto e una di vendita, effettuate contemporaneamente, ma con scadenze diverse, in modo da evitare l'intestazione dei titoli prevista per il contratto di riporto (BARBIELLINI AMIDEI-IMPENNA, *Il mercato azionario*, p. 728).

lati meno onerosi dell'emissione di titoli azionari, che tra costi di emissione e imposte sui dividendi si è dimostrata di gran lunga la forma più costosa di finanziamento. Tra le forme di indebitamento quella obbligazionaria si è rivelata per le imprese più costosa del debito presso gli intermediari bancari, dal momento che sulle obbligazioni delle imprese gravava il peso dell'imposta di ricchezza di mobile e quindi il tasso d'interesse lordo effettivo aumentava di conseguenza.

Secondo i calcoli di Paolo Savona (Tabella 2)¹³, nel periodo 1951-58, la raccolta azionaria si è rivelata più costosa di quella obbligazionaria, che a sua volta è risultata più onerosa dei mutui a medio e lungo termine. Dal 1959 al 1962 invece, nel momento in cui è stata più elevata l'offerta di titoli da parte della imprese, sia azionari che obbligazionari, il costo della raccolta effettuata direttamente sul mercato è diminuito, divenendo più vantaggioso, almeno fino al 1961. Già nel 1962 si è verificato un rialzo dei costi, proseguito negli anni

¹³ P. SAVONA, *Nota su una stima del capitale in Italia (Rassegna storica dal 1951 al 1967)*, tav. 2-3, in «Gruppo per lo studio della politica monetaria e fiscale», a cura della Banca d'Italia, X, Roma 1970.

Cfr. M. CODINI, *Il costo della raccolta delle obbligazioni in Italia*, «Mondo Economico», 35 (1966), p. 17. In questo studio (cfr. la tabella 42) Codini in merito al costo delle emissioni obbligazionarie da parte delle imprese per il periodo 1958-66, da indicazioni diverse da quelle di Savona. Codini calcola un costo per l'emittente più alto e più vicino a quello delle azioni, ma la variazione nel corso degli anni appare la stessa. Nel triennio 1960-61 il costo è più basso che nel biennio precedente, ma aumenta negli anni seguenti, passando da una media del 7,5% nel periodo 1961-62 ad una del 9,9% nel 1966. L'aumento dei costi successivo al 1962 è messo da Codini in relazione, non solo alla scadenza della Legge 25 novembre 1959, n. 1001, che ha ridotto di metà l'imposta di ricchezza mobile sui titoli obbligazionari emessi fino al 30 giugno 1962, ma anche all'aumento dal 1958 al 1964 dell'aliquota erariale dell'imposta di ricchezza mobile categoria A, che aveva un peso non indifferente sul costo delle obbligazioni, avvenuto in tre riprese (L. 27 maggio 1959, n. 357; L. 18 aprile 1962, n. 206; L. 3 novembre 1964, n. 1190). Cfr. BARBIELLINI AMIDEI-IMPENNA, *Il mercato azionario*, pp. 760-767. I due autori hanno tenuto conto nel calcolo del costo della raccolta azionaria di un dividendo costante del 7% e dei sovrapprezzi applicati dalle maggiori società quotate ricostruiti da varie fonti (MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati nelle borse italiane*, Milano, anni vari; G. PIVATO, *La borsa valori di Milano nel 1963 e nei primi mesi del 1964*, «Il Risparmio», 8 (1964)). Tuttavia i loro calcoli confermano il maggiore costo della raccolta azionaria rispetto a quella obbligazionaria, a sua volta meno economica dei mutui verso gli Istituti di credito, nonostante l'avvicinamento nei costi delle tre fonti di finanziamento verificatosi tra il 1959 e il 1962. L'incidenza fiscale delle emissioni azionarie è costantemente superiore a quella delle emissioni obbligazionarie. Dal 1963 l'imposta grava sulle obbligazioni per oltre un quarto del costo e sulle azioni per il 43% circa.

Tab. 2 – *Costo di alcune fonti di finanziamento aziendale in Italia*

	1951	1952	1953	1954	1955	1956	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967
Costo del capitale proprio (raccolta azionaria)	9,4	9,4	9,2	10	8,6	9,1	9,1	7	5,9	6	7,9	8,7	10,2	10,1	9,1	10,3
Costo della raccolta obbligazionaria privata (industriale)	9,1	9,1	8,9	8,8	8,6	8,7	8,6	7,7	6,6	6,7	7,1	8,3	9,2	9,2	9,1	9,3
Tasso sui mutui a medio e lungo termine	8,4	8,3	8,4	8,4	8,3	8,3	8,5	7,6	7	6,8	6,9	7,8	8,4	8,3	8	7,8

P. SAVONA, *Nota su una stima del capitale in Italia (Rassegna storica dal 1951 al 1967)*, tav. 2-3, in *Gruppo per lo studio della politica monetaria e fiscale*, fascicolo 10, Roma 1970.

successivi. Nel periodo 1959-62 il costo di tutti e tre i tipi di finanziamento esterno, oscillato tra il 5,9 e il 7,9% è stato minore di quello registrato dal 1951 al 1958 (tra l'8,3 e il 10%) e di quello del periodo 1963-67 (tra l'8,3 e il 10,3%). Il costo della raccolta azionaria ha superato il 10% del capitale raccolto nel 1964, nel 1965 e nel 1967, il costo delle obbligazioni si è mantenuto al di sopra del 9% dal 1964 in poi, mentre i tassi dei mutui non hanno mai superato l'8%.

Tra i paesi dell'OCSE l'Italia è quello in cui il costo delle obbligazioni delle imprese era più alto (Tabella 3). Non solo negli altri paesi le emissioni di bond risultavano meno onerose in assoluto, ma anche in rapporto al tasso di sconto in vigore in ciascuno di essi. In Italia il costo delle obbligazioni era quasi il doppio del tasso di sconto ufficiale, mentre negli altri paesi la forbice era molto più contenuta, a volte questione di decimali. Negli Stati Uniti, dove le imprese si finanziavano tramite l'emissione di obbligazioni molto più di quanto avvenisse in Europa, il costo di questi titoli era tra i più bassi: 6,04% per le public utilities e 6,75% per le società manifatturiere.

In Italia lo scarto tra il costo che l'impresa sosteneva per le obbligazioni e l'interesse netto percepito dall'obbligazionista era il più alto tra i paesi OCSE. A fronte di un costo pari al 9,49% il possessore del

Tab. 3 – *Costi dell'indebitamento nei paesi OCSE in % (1966)*

	Germania		Austria		Belgio		Spagna		USA		Francia		Grecia	
	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max	min	max
Sconto	8	9,5	6,5	8	5,75	6,25	4,5	5,5	5,89		3,75	5,75	8	
Bonds	8,56		7,43		8	8,28	8,46		6,04	6,75	8,64		7,39	7,42
	Italia		Norvegia		Olanda		Svezia		Svizzera		Giappone		UK	
	min	max	min	max	min	max	max	max	min	max	min	max	min	max
Sconto	5		5	6	5	5,75	7,25				5,48	7,67	7,5	9
Bonds	9,49		6,02	8,04		7,4			5,47	5,5	8,34	8,63	8,59	

OECD, *Capital markets study. Statistical annex to general report*, Parigi 1967, pp. 175 e ss.

titolo riceve una remunerazione media pari al 6,38% della somma investita. In tutti gli altri paesi lo scarto era molto più contenuto, anche solo di decimi di punto, comunque era sempre inferiore all'1,5%¹⁴. Nel nostro paese l'emissione di titoli poteva ritenersi per tanto una forma di finanziamento davvero poco conveniente per le imprese. Se isoliamo dal totale delle emissioni nette di titoli a reddito fisso di ciascun paese quelle effettuate dalle imprese (Tabella 4), vediamo chiaramente che le

Tab. 4 – *Emissioni nette di obbligazioni delle imprese in % del totale delle emissioni nette di titoli a reddito fisso in alcuni paesi (1960-65)*

	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Germania	-8,6	1,3	6,2	2,8	2,3	2,6
Francia (1)	58,7	46,2	36,2	17,5	14,4	14,6
Italia (2)	23,2	15,0	19,1	8,7	2,3	4,7
UK	26,3	130,3(3)	17,7	98,1	85,2	47,7
Giappone	28,8	74,3	20,9	17,9	15,2	14,5
USA	25,4	71,9	35,1	26,5	20,9	45,34

(1) Comprende le imprese pubbliche non monopolistiche.

(2) Comprende la società Autostrade.

(3) In realtà si tratta di 109 milioni su un totale di -33 milioni di sterline di titoli a reddito fisso.

Elaborazione dati tratti da Lamfalussy A., *I mercati finanziari europei*, Torino 1972, p. 79 (per gli Stati Uniti) e OECD, *Capital markets study. Statistical annex to general report*, Parigi 1967, pp. 106 e ss.

¹⁴ Cfr. OCDE, *Capital markets study. Statistical annex to general report*, Parigi 1967, pp. 155 e ss.

imprese italiane hanno partecipato poco a questo mercato, quasi per nulla dal 1963 in poi. Se le imprese tedesche hanno utilizzato il mercato obbligazionario ancora meno di quelle italiane, quelle francesi, giapponesi, britanniche e americane hanno contribuito in maniera significativa al mercato del reddito fisso nel loro paese. Il Regno Unito e gli Stati Uniti si confermano pertanto come due paesi nei quali le imprese sono protagoniste del mercato del reddito fisso.

2. Borsa e nominatività: partiti a confronto

È arrivato il momento di capire il perché delle politiche fiscali adottate negli anni '60 relativamente alle rendite finanziarie e più in generale la posizione dei partiti di governo rispetto al ruolo della borsa e al finanziamento delle imprese. L'ipotesi che intendo sostenere è che l'ingresso dei socialisti nella maggioranza di governo sia stato alla base dell'inasprimento fiscale sui titoli emessi dalle imprese e abbia comportato una svalutazione ulteriore del ruolo della borsa.

In un dibattito televisivo del 1962 sul sistema tributario il membro della Commissione economica del PSI, Ercole Bonacina, criticava la ripartizione del carico fiscale in Italia, per essere la più ingiusta dell'Europa occidentale. Il motivo era la prevalenza delle imposte indirette su quelle dirette. Tra le condizioni poste dal Partito socialista al suo ingresso nel governo vi erano pertanto un più rigoroso accertamento fiscale, una riforma delle società per azioni, che consentisse di assoggettare al fisco i «lauti profitti dei monopoli» e l'istituzione di un'imposta cedolare d'acconto sui titoli azionari ed obbligazionari. Bonacina rassicurava i piccoli risparmiatori garantendo che non erano loro obiettivo. «I socialisti – spiegava Bonacina – non hanno mai dato la caccia ai pesciolini: sono i pesci grossi che interessano i socialisti, cioè quelli che scappano da tutte le maglie»¹⁵.

La nominatività era ritenuta un mezzo per perseguire una maggiore progressività del prelievo fiscale secondo il principio indicato nell'articolo 53 della Costituzione, in quanto avrebbe consentito di colpire i redditi da capitale in misura maggiore di quelli da lavoro. Poiché si riteneva che i ceti più ricchi godessero di redditi da capi-

¹⁵ *Un dibattito T.V. sul sistema tributario*, «Mondo Economico», 10 (1962), tratto dal programma televisivo *Tribuna politica* del 28 febbraio, che ha ospitato un dibattito sul sistema tributario.

tale in misura maggiore, questo consentiva indirettamente un maggiore prelievo fiscale nei loro confronti¹⁶.

La volontà del PSI di conseguire una maggiore progressività del carico fiscale e l'assoggettamento all'imposizione di quelli che considerava i «pesci grossi», vale a dire la nominatività obbligatoria, trovava un'eco nel programma di governo esposto dal presidente del Consiglio Amintore Fanfani in parlamento il 2 marzo 1962. Riguardo alla preannunciata riforma dell'ordinamento tributario, la nominatività dei titoli azionari e la personalità dell'imposizione fiscale sul reddito complessivo erano confermate in virtù del principio della progressività del sistema fiscale, inoltre il governo si impegnava a rendere impossibile che i percettori di dividendi restassero ignoti e fosse evasa l'imposta sugli utili conseguiti dai soci¹⁷. La Legge 29 dicembre 1962 n. 1745 corrispondeva alle richieste del PSI.

Il crollo delle emissioni di titoli azionari verificatosi nel 1963, unitamente al rallentamento dell'economia, indussero il governo a stimolare l'afflusso di capitali verso i settori produttivi tramite la revisione della legislazione sugli utili distribuiti dalle società¹⁸. Fu istituito un regime transitorio della durata di tre anni (Legge 12 aprile 1964 n. 191) in base al quale la ritenuta d'acconto sui dividendi scendeva

¹⁶ C. COSCIANI, *Sugli obiettivi di una riforma tributaria in Italia*, «Moneta e Credito», 4 (1963), pp. 470-471.

¹⁷ *La dichiarazione programmatica del IV Governo Fanfani*, «Mondo Economico», 10 (1962), (testo della dichiarazione programmatica letta da Fanfani ai due rami del Parlamento il 2 marzo).

¹⁸ «I partiti ritengono che, per realizzare i fini della politica di stabilizzazione, nel campo monetario e finanziario si debba favorire l'incremento del risparmio attraverso il mantenimento di tutte le condizioni che ne facilitino la formazione e si debba orientarne le destinazioni verso impieghi produttivi conformi alle esigenze dello sviluppo... Considerata l'entità dei programmi di investimento del settore pubblico e del settore privato ai quali occorre provvedere con capitali raccolti prevalentemente mediante emissioni obbligazionarie, i partiti riconoscendo la necessità di attuare una distribuzione prioritaria nel tempo della esecuzione dei programmi stessi che contenga l'offerta di obbligazioni nei limiti del risparmio disposto ad impiegarsi in questa categoria di titoli. I partiti considerano che la nuova disciplina sulle società per azioni e la diversificazione delle azioni che ne deriverà, consentendo differenziazioni di trattamento fiscale, favorirà l'afflusso del risparmio agli investimenti produttivi specialmente ad opera di piccoli risparmiatori. Saranno anche esaminate, d'intesa con le organizzazioni sindacali, forme di conveniente impiego del risparmio atte a stimolarne la formazione da parte dei lavoratori» (*Il nuovo programma di politica economica. Testo del documento concordato fra i quattro partiti della maggioranza governativa, che traccia le linee della politica economica per i prossimi anni*, «Bancaria» 11 (1963), p. 1295).

dal 15% al 5%, con la possibilità di farsi applicare un'imposta a titolo definitivo del 30% (*cedolare secca*). La deroga al principio della nominatività costituita dalla cedolare secca era stata accettata solamente come soluzione d'emergenza esclusivamente temporanea, così nel 1967 quando si ritenne fossero venute meno le ragioni contingenti che avevano portato all'istituzione della cedolare secca, la nominatività fu ripristinata col Decreto legge 21 febbraio 1967 n. 22, convertito in Legge 21 febbraio 1967¹⁹.

Le relazioni del governatore Carli per gli anni 1966 e 1967, che criticavano l'abolizione della cedolare secca e auspicavano una revisione dell'imposizione fiscale sui titoli²⁰, suscitarono la contrarietà del quotidiano socialista «Avanti!» e del segretario della Unione italiana dei lavoratori Franco Simoncini²¹, nonché del deputato socialista Lombardi²².

Nel partito repubblicano non si metteva in discussione la nominatività obbligatoria, quanto piuttosto il carico fiscale che essa comportava. La soluzione auspicata non era la soppressione della nominatività azionaria, ma la sua estensione ai titoli obbligazionari e la riduzione dell'imposta ad essa collegata. Ugo La Malfa in risposta ai socialisti sostenne che la riforma del 1962, che istituì la ritenuta d'acconto, non avesse colpito solo i «grossi pacchetti azionari», dandosi alla fuga, ma anche i cassetisti e che la crisi della borsa non fosse solo il frutto delle manovre degli speculatori²³. «L'accertamento nominativo della titolarità delle azioni fornite di voto – sosteneva Bruno Visentini – risponde a esigenze largamente riconosciute ai fini del corretto funzionamento della disciplina giuridica delle società. Le norme sul conflitto di interessi, per fare un esempio, o le norme che disciplinano e limitano la rappresentanza nelle assemblee, o che vietano il rastrellamento di voti, sono fra quelle che richiedono la individuazione

¹⁹ Nella relazione al citato decreto legge il ministro delle Finanze Luigi Preti, socialdemocratico, sostenne che essendo venuta meno la condizione d'emergenza fosse necessario ristabilire la nominatività e garantire la progressività dell'imposizione fiscale (*Relazione del Ministro delle Finanze al decreto-legge 21 febbraio 1967 n. 22*, «Rivista delle Società» 1967, pp. 442 ss.).

²⁰ BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale*, 1966, pp. 354-357, e 1967, p. 368.

²¹ «Avanti!» 1 giugno 1967, p. 8 e 2 giugno 1968, p. 14.

²² «L'attacco alla nominatività dei titoli e la esplicita critica all'azione del governo in materia di cedolare non avevano mai trovato espressioni così incompatibili con una funzione politicamente subordinata del governatore della Banca d'Italia» («Avanti» 2 giugno 1967 p. 9).

²³ «Corriere della sera», 12 ottobre 1963, in «Mondo Economico» 43 (1963), p. 16.

dei titolari delle azioni. Altrettanto si deve dire nell'applicazione della disciplina antimonopolistica. Più in generale, è un'esigenza evidente quella di conoscere da chi sono controllati i grandi organismi produttivi del Paese»²⁴. Sul piano fiscale, dal momento che esistevano tributi richiedenti l'accertamento nominativo dei cespiti patrimoniali, come l'imposta complementare, tale accertamento doveva essere effettuato. Le norme intese ad assicurare il pagamento dei tributi, sia nel caso della nominatività azionaria che di tutte le altre imposte, secondo Visentini erano ostacolate da campagne di stampa e dall'opposizione delle categorie interessate. Al contrario si procedeva con estrema disinvoltura e senza ostacoli da alcuna parte all'aumento delle aliquote delle imposte dirette. Questa via era considerata ingiusta e ipocrita perché non procedendo ad un accertamento efficace del reddito, non poteva conseguire l'obiettivo di una reale progressività del sistema fiscale e gravava soprattutto sui lavoratori dipendenti e sulle imprese. Inoltre i titoli obbligazionari erano al portatore e quindi esenti, se non de iure, de facto dall'imposta complementare²⁵.

La crisi delle emissioni di titoli da parte delle imprese, la difficoltà di reperire finanziamento esterno, l'importanza crescente dell'intermediazione del sistema bancario, non furono temi assenti dal dibattito politico, come lo dimostrava il provvedimento del 1964 sulla cedolare secca. Questo stesso provvedimento testimoniava anche la consapevolezza della classe dirigente dell'importanza della leva fiscale sulla distribuzione degli investimenti e sui flussi di risparmio. Nonostante tutto la nominatività fu ripristinata, non per incomprensione dei problemi relativi al finanziamento esterno delle imprese, ma per le diverse opinioni e sensibilità che tra i partiti di governo sussistevano in merito alla funzione dei mercati finanziari.

Il ministro del Bilancio Giuseppe Pella, in occasione di una tavola rotonda sull'azionariato popolare tenutasi a Pavia nel 1961, assicurava l'intenzione del governo di favorire la diffusione dell'azionariato po-

²⁴ B. VISENTINI, *In margine alla scadenza della «cedolare»: una situazione mostruosa*, «Mondo Economico» 3 (1967), p. 11.

²⁵ La Legge 27 dicembre 1962 n. 1745 sulla ritenuta d'acconto ricalcava lo schema del disegno di legge proposto da Visentini, ma con due relevantissime omissioni: l'accertamento dei percettori degli interessi dei titoli obbligazionari e la riduzione delle aliquote dell'imposta complementare e delle imposte successorie. Alla scadenza del decreto 23 febbraio 1964 n. 27, che istituiva la cedolare secca del 30%, nell'impossibilità di attendere una riforma tributaria complessiva, Visentini proponeva di prorogare i termini del decreto fino al 31 dicembre 1967 e di ridurre sensibilmente le imposte complementare, di famiglia e successorie dal 1968 (*Ivi*, pp. 11-13).

polare, ritenuto dal ministro un «fenomeno di grossa portata sociale». «La diffusione della proprietà mobiliare – chiariva Pella – nella più larga cerchia dei componenti la collettività nazionale, parallelamente a quella politica di diffusione della proprietà immobiliare che è in atto da decenni, rappresenta un completamento di tutto un complesso di strumenti rivolti a difendere una stabilità sociale che, nella stabilità di determinati ordinamenti giuridici, vuole servire la causa del progresso e del benessere»²⁶. Per favorire l'investimento in azioni da parte dei piccoli risparmiatori era necessaria una riforma delle società che garantisse maggiore trasparenza a tutela dei piccoli azionisti ed era altresì necessario creare delle facilitazioni fiscali²⁷.

In un'altra conferenza, tenuta a Ferrara nel dicembre 1962, durante il governo monocoloro Fanfani, con la maggioranza parlamentare allargata ai socialisti, e non più ministro, Pella suggeriva una serie di strumenti volti a favorire la diffusione della proprietà azionaria: l'eliminazione di ogni incertezza nella politica economica del Governo; la creazione di un tipo di azione privilegiata nel dividendo e nel capitale, e limitata nel diritto di voto, un titolo intermedio fra l'azione ordinaria e l'obbligazione per essere quasi esente da rischi, ma rappresentativo di una quota di beni reali e perciò al riparo da gran parte degli inconvenienti della svalutazione monetaria; il rafforzamento della funzione di controllo, demandata al tradizionale collegio dei revisori, sia mediante l'inserimento di un rappresentante della maggioranza nel collegio, sia mediante la nomina del Presidente del collegio da parte di un autorità estranea all'assemblea; la regolamentazione della materia dei sindacati, che l'esperienza aveva dimostrato quanto mai preoccupante per le sorti degli azionisti; l'obbligatorietà della pubblicità della gestione sociale, sia in sede di formazione dei

²⁶ G. PELLA, *Problemi e interrogativi dell'azionariato popolare*, in *L'azionariato popolare. Tavola rotonda, Pavia, 11 Novembre 1961*, a cura della «Rivista internazionale di scienze economiche e commerciali», Padova 1962, p. 13.

²⁷ Il ministro non chiariva in che cosa esattamente dovessero consistere. «Non parlerò di nominatività; è una di quelle cose – spiegava – che se non esistessero pochi penserebbero di crearle; ma quando esistono devono esser maneggiate con estremo garbo e cautela. Indubbiamente vi è un problema di facilitazioni fiscali, soprattutto per facilitare l'investimento azionario indiretto. Gli *investment trusts* meritano di essere aiutati alla condizione che siano aperti; la loro esistenza può allora anche giustificare la revisione di alcuni congegni fiscali». Nelle parole di Pella si coglie già il nodo insolubile della nominatività, ma anche il destino ad essa legato delle iniziative di istituzione dei fondi comuni d'investimento. (G. PELLA, *L'azionariato popolare come paradigma di economia sociale di mercato*, in *L'azionariato popolare*, pp. 137-142).

bilanci, sia in sede di periodiche informazioni nel corso dell'esercizio sociale²⁸.

Nel *Progetto di programma di sviluppo economico per il quinquennio 1965-1969*, presentato dal ministro del Bilancio, il socialista Giovanni Pieraccini, al Consiglio dei ministri il 29 gennaio 1965, onde risolvere il problema del finanziamento esterno, si ipotizzava l'acquisizione da parte di appositi istituti di credito, in particolare l'IMI, di acquisizioni di minoranza in imprese medio-piccole che a causa delle loro dimensioni non avevano accesso al mercato finanziario²⁹. Il ministro guardava quindi con maggiore preoccupazione alle esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese, permettendo loro aumenti di capitale, mentre scarso rilievo era attribuito alla borsa e all'emissione di titoli. La proposta di Pieraccini appare comunque di notevole interesse, anche perché la Banca d'Italia continuava a escludere l'ingresso delle banche nel capitale delle imprese. La normativa vigente all'epoca consentiva all'IMI questo genere di operazioni e di immettere le partecipazioni acquisite in appositi fondi d'investimento. Ciò avrebbe consentito la partecipazione dei risparmiatori al finanziamento di una enorme fetta del sistema produttivo del paese, ma l'opportunità non fu mai colta.

Nel *Programma di sviluppo per il quinquennio 1966-70* presentato al Parlamento non si auspicava un aumento delle emissioni di titoli del settore privato, al contrario si prevedeva una emissione di azioni e obbligazioni pari alla media degli ultimi quattro anni. Il programma richiedeva però l'aumento delle emissioni degli istituti di credito. La borsa non era ritenuta in grado di risolvere il problema del finanziamento esterno delle imprese, dal momento che le imprese minori non avevano accesso a questo mercato. In palese contraddizione con questa valutazione appariva la politica sul risparmio: il programma prevedeva fossero adottate misure tese a favorire l'afflusso di risparmio verso il mercato azionario, quali l'istituzione dei fondi comuni di investimento e la riforma delle società, e una più ampia formazione di risparmio da parte delle classi lavoratrici attraverso investitori istituzionali, ad esempio tramite l'istituzione di fondi pensione. Il programma prevedeva anche la possibilità per gli istituti di assicurazione di investire una parte delle riserve matematiche in titoli azionari e di emettere polizze sulla vita rivalutate sulla base degli investimenti effettuati³⁰.

²⁸ *Opinioni sulla diffusione dell'azionariato*, «Bancaria», 3 (1963), p. 309.

²⁹ «Mondo Economico», Supplemento, 7 (1965), Cap. XIX, paragrafo 28.

³⁰ *Proposta di testo unificato di programma per lo sviluppo economico del quin-*

Il *Programma economico nazionale per il quinquennio 1966-70*, approvato dal Parlamento (Legge 27 luglio 1967 n. 685), ricalcava le indicazioni del ministro Pieraccini, con alcune specificazioni. Il programma riteneva indispensabile una sufficiente formazione di risparmio privato presso le imprese, che consentisse di mantenere un adeguato rapporto tra fonti interne e fonti esterne di finanziamento³¹. Se da un lato si ipotizzava un sistema di collocamento nei portafogli degli istituti di credito di partecipazioni di minoranza in società che non potevano accedere al mercato³² e si intendeva favorire l'afflusso di risparmio al mercato azionario, anche attraverso l'istituzione di fondi d'investimento e fondi pensione³³, dall'altro si riteneva necessario un adeguato livello di risparmio interno alle imprese al fine di mantenere un certo rapporto tra fonti interne ed esterne e sufficienti margini tra costi e ricavi³⁴. Non si faceva riferimento alle emissioni obbligatorie delle imprese e anche il mercato azionario non era considerato sufficiente a risolvere i problemi di finanziamento, soprattutto perché le piccole e medie imprese non vi avevano accesso³⁵. Si privilegiava un processo di accumulazione basato sull'autofinanziamento e nonostante l'affermazione di voler favorire l'afflusso di risparmio al mercato azionario si facilitava il ricorso delle imprese agli istituti di credito: viste

quennio 1966-70, Parte quinta, Capitolo XXI, paragrafi 17-22, «Mondo Economico», Supplemento, 37 (1966).

La possibilità di investire una parte delle riserve matematiche in azioni era già stata prevista dalla Legge 25 febbraio 1965 n. 109, ma le norme d'attuazione sono state definite solo col decreto del presidente della repubblica 5 agosto 1966 n. 1265 («Gazzetta Ufficiale» n. 32, 6 febbraio 1967). I limiti posti all'impiego delle riserve matematiche e delle cauzioni legali in azioni erano diversi: l'impiego non poteva superare il 15% della riserva matematica o delle cauzioni legali, di questo 15% l'impiego in azioni di una stessa società non poteva superare il 5% (lo 0,75% della riserva o della cauzione) e neppure il 3% del capitale della società cui le azioni si riferivano, i titoli dovevano essere quotati in borsa da almeno cinque anni ed erano esclusi quelli delle imprese assicurative. Con questi limiti era impossibile che le compagnie d'assicurazione assumessero un ruolo rilevante nel mercato azionario. Il limite del 3% del capitale di una singola società come pure quello dello 0,75% della riserva matematica non erano realistici. Una tale diversificazione non era garantita dal mercato italiano, viste le dimensioni e il numero esiguo delle società quotate nonché la loro capitalizzazione.

³¹ *Programma economico nazionale per il quinquennio 1966-1970*, «Mondo Economico», Supplemento, 36 (1967), Cap. III, paragrafo 39.

³² *Ivi*, Cap. XIX, paragrafo 220.

³³ *Ivi*, Cap. XXIII, paragrafo 254.

³⁴ *Ivi*, Cap. XXIII, paragrafo 247.

³⁵ *Ivi*, Cap. XXIII, paragrafo 249.

le aumentate esigenze di finanziamento e l'impossibilità per gli istituti di farvi fronte, si intendeva autorizzare il Mediocredito Centrale ad emettere obbligazioni e provvedere a sistematici e programmati aumenti del suo fondo di dotazione³⁶.

Consapevolezza dei problemi che affliggevano il mercato finanziario italiano era presente anche nella *Relazione previsionale e programmatica* presentata dal governo al parlamento nel 1968, che vedeva l'esportazione di capitali determinata dalla ristrettezza del mercato azionario italiano e dall'assenza di moderne forme di intermediazione³⁷. Nella *Relazione previsionale e programmatica per l'anno 1970*, si rivendicava la decisione di quotare in borsa le tre banche di interesse nazionale (Banca Commerciale Italiana, Banco di Roma, Credito Italiano) e l'Alfa Romeo al fine di allargare qualitativamente e quantitativamente il listino, nonché la presentazione dei disegni di legge sulle agevolazioni fiscali agli aumenti di capitale realizzati nel quinquennio successivo e sull'istituzione di fondi comuni d'investimento³⁸.

Nerio Nesi, vicepresidente della Cassa di Risparmio di Torino, elaborò uno studio per il Comitato del credito del Partito Socialista Unificato, di cui era membro, dal titolo *Alcune osservazioni sulla Borsa in Italia*. Dal testo emerge una certa diffidenza verso i mercati finanziari e una svalutazione della loro importanza e delle loro potenzialità nel fornire finanziamenti. «Si è volutamente esagerata – spiega Nesi – l'importanza della Borsa, facendone una sorta di divinità, la fiducia o la sfiducia della quale deciderebbe le sorti di una politica. Non bisogna dimenticare a questo proposito che, per citare solo situazioni recenti, Wall Street è stata contro Kennedy e la Borsa di Milano è stata contro il Centro-Sinistra. [...] D'altra parte – sostiene ancora Nesi – l'azione di politica economica dovrebbe partire dal presupposto che la Borsa non è un meccanismo fondamentale dell'economia come la Banca. Essa è semplicemente 'il mercato di occasione' per il credito verso lo Stato (rendite) per il credito verso le società (obbligazioni) e per i diritti di proprietà sulle imprese industriali, commerciali e finanziarie (azioni). La Borsa non è niente di meno e niente di più,

³⁶ *Ivi*, Cap. XIX, paragrafo 219.

³⁷ *Relazione previsionale e programmatica per l'anno 1969* (approvata dal Consiglio dei ministri e presentata al Parlamento il 28 settembre 1968), «Mondo Economico», Supplemento, 41 (1968), p. X.

³⁸ *Relazione revisionale e programmatica per l'anno 1970*, «Mondo Economico», Supplemento, 40 (1969).

malgrado il clima che ambienti interessati³⁹ sono riusciti a creare in questi anni»⁴⁰. Secondo Nesi le borse francese e americana così come quella italiana avevano fornito nel 1962, quando le quotazioni erano al massimo, una quota irrilevante del finanziamento per gli investimenti in nuovi impianti. La conclusione era che le emissioni di titoli e l'andamento negativo delle quotazioni nel periodo 1962-67 non avevano nulla a che fare con l'economia reale delle imprese, mentre la sopravvalutazione dell'importanza della borsa nel finanziamento esterno le forniva un potere ricattatorio nei confronti della classe politica in presenza di una caduta dei corsi o di una contrazione nel volume delle contrattazioni. I due fenomeni, andamento dei corsi e finanziamento esterno, andavano disgiunti⁴¹. L'affermazione sul ruolo preminente del sistema bancario come strumento di politica economica era anche giustificata, secondo Nesi, dal collocamento presso di esso di buona parte dei titoli a reddito fisso⁴². Sosteneva il banchiere: «...laddove sopperisce il sistema bancario – comparto obbligazionario – il mercato borsistico è più ampio, mentre dove il sistema bancario non esercita questa funzione (anche per motivi di ordine legislativo) – comparto azionario – il mercato è più debole: conferma evidente, questa, che i circuiti alimentati direttamente dal pubblico non sono in grado di assicurare *standards* dimensionali sufficienti»⁴³. Nesi giustificava l'esistente senza porsi domande sulle cause. Non mancava nella sua analisi neanche la solita accusa al capitalismo italiano straccione: la sottocapitalizzazione delle imprese italiane era legata all'imprenditorialità «impacciata e lenta a muoversi nel campo finanziario, scarsamente dotata di spirito capitalistico» e «poco amante del rischio»⁴⁴. In conclusione il mercato borsistico non era giudicato per niente in grado di assorbire una parte rilevante degli aumenti di capitale che la struttura finanziaria delle imprese avrebbe richiesto⁴⁵.

Un altro punto sul quale Nesi insisteva era la natura prevalentemente speculativa che la borsa aveva assunto, mentre scadeva in secondo piano quella che avrebbe dovuto essere la funzione primaria, anzi l'unica, cioè di rendere più agevole e immediato il reperimento

³⁹ Forse esagerava l'importanza di questi ambienti.

⁴⁰ N. NESI, *Alcune osservazioni sulla Borsa in Italia*, «Mondo Economico» 1 (1968), p. 39.

⁴¹ *Ivi*, p. 39.

⁴² *Ivi*, p. 43.

⁴³ *Ivi*, p. 45.

⁴⁴ *Ibidem*.

⁴⁵ *Ibidem*.

di fondi alle imprese per i loro investimenti. Questa era la funzione «pubblica» che la borsa poteva esercitare e l'unica ammissibile⁴⁶. Tale funzione, per essere realmente di pubblica utilità, doveva essere «strumentale», doveva seguire le indicazioni della programmazione economica, doveva essere «secondaria», cioè adattabile agli obiettivi che il governo intendeva raggiungere nello sviluppo dell'economia. A tal fine l'attività speculativa, inutile, doveva essere combattuta con severi controlli, le oscillazioni dovevano essere contenute, attenuando la speculazione, con l'intervento degli organi di governo e con un maggiore senso di responsabilità degli operatori, dovevano essere creati i fondi comuni di investimento, gli unici in grado di garantire stabilità e allargare le dimensioni del mercato, e nel frattempo permettere ad alcuni organismi già esistenti, afferenti alle casse di risparmio, di operare senza i limiti legislativi vigenti⁴⁷.

La realizzabilità di questi provvedimenti a favore del mercato dei valori mobiliari era però vincolata all'accettazione di un organismo pubblico di controllo sulla borsa e sulle società, che garantisse al contempo i risparmiatori e la programmazione, da introdurre nel progetto di riforma delle società per azioni⁴⁸.

Nesi rimproverava alla borsa la mancanza di trasparenza e di informazione che sottraeva ai risparmiatori che fornivano i finanziamenti ogni controllo sulle decisioni delle società finanziate. Questo conduceva alla diffidenza del risparmiatore e alla lontananza del pubblico dalla borsa, ma a sua volta era l'effetto della «diffidenza storica delle imprese nostre verso il pubblico» e delle scalate che avvenivano a danno dei risparmiatori e in favore dei gruppi di controllo⁴⁹. Per riavvicinare il risparmio al mercato mobiliare, proponeva di risolvere il problema del controllo delle imprese e dell'informazione grazie ad un organo di controllo pubblico, quale era previsto dal progetto di riforma sulle società per azioni elaborato nel 1966, ma con in più la competenza antitrust e il controllo delle grandi imprese pubbliche non costituite sotto forma di società⁵⁰.

I vari progetti di riforma delle società per azioni presentati nel corso degli anni⁵¹ non andarono in porto se non parzialmente nel 1974

⁴⁶ *Ivi*, p. 46.

⁴⁷ *Ivi*, pp. 46-47.

⁴⁸ *Ivi*, p. 47.

⁴⁹ N. NESI, *Informazioni, controllo delle imprese, e tutela del risparmio*, «Mondo Economico», Supplemento, 46 (1968), pp. XXXV-XXXVI.

⁵⁰ *Ivi*, p. XXXVII.

⁵¹ Una proposta di legge fu presentata dall'on. Villabruna, repubblicano, nel 1956

con la riforma che istituì la Consob⁵². L'insuccesso si può forse attribuire alle incertezze che i proponenti questa riforma nutrivano sull'assetto da attribuire all'organo di controllo, sulla natura delle azioni di risparmio, sul controllo delle società.

La proposta di legge presentata da Ugo La Malfa e Riccardo Lombardi (n. 247, 12 settembre 1958) intendeva impedire che minoranze esercitassero il controllo sulle società a danno della maggioranza. La difesa degli interessi dei piccoli azionisti doveva realizzarsi tramite una maggiore pubblicità dei dati di bilancio, tramite la costituzione di un sindacato dei piccoli azionisti, tramite la restrizione delle norme sulle deleghe di voto e impedendo che gruppi minoritari potessero assumere il controllo delle società grazie a piramidi societarie⁵³.

Se la proposta di La Malfa e Lombardi intendeva restituire alla maggioranza il controllo delle società e attribuire ai piccoli azionisti una partecipazione maggiore alla gestione, la relazione presentata nel 1961 dalla commissione di studio istituita dal Ministero per l'industria e il commercio, presieduta da Francesco Santoro Passatelli, andava in senso esattamente opposto. Secondo questa commissione l'estraneità del piccolo azionista rispetto alla gestione della società era un fatto acquisito ed irreversibile. Non che non si auspicasse una maggiore trasparenza dei dati di gestione, tuttavia, secondo la commis-

e non essendo stato riletto fu ripresentata da La Malfa e Riccardo Lombardi nella legislatura successiva (proposta di legge n. 247 del 12 settembre 1958). Un altro disegno di legge presentato nella precedente legislatura dal senatore Trabucchi fu da lui ripresentato nel 1958 (Disegno di legge n. 96, 21 agosto 1958). In esame al Parlamento vi era anche un terzo disegno di legge presentato dai deputati Alpino e Trombetta. Nel 1959 fu istituita per incarico del ministero per l'Industria e il commercio una commissione di studio presieduta da Francesco Santoro Passatelli, che presentò il suo lavoro nel 1961. Un'altra commissione di studio fu istituita dal governo nel 1964 e presieduta da Alfredo De Gregorio e nel 1965 presentò uno schema di disegno di legge. Nel 1965 il ministro Colombo istituì una commissione di studio per la riforma delle borse, che il 31 gennaio 1966 presentò uno schema di disegno di legge.

⁵² Progetto di riforma presentato da Ugo La Malfa nel 1973, approvato nel 1974 (d.l. 8 aprile 1974 n. 95 convertito in Legge 7 giugno 1974 n. 216, attuata con tre decreti del 31 marzo 1975) che istituisce un organo di controllo indipendente, la Consob, col potere di ispezionare, di imporre la divulgazione di informazioni e dati, di controllare i revisori contabili, di dettare i principi della revisione contabile. La Consob ha il dovere, qualora ravvisi fatti di rilevanza penale, di comunicarli alla Procura della Repubblica e può chiedere al pubblico ministero, di fronte al sospetto di gravi irregolarità, un procedimento che può arrivare all'ispezione e al commissariamento.

⁵³ *Progetti di legge in tema di società*, «Rivista delle Società», 1959, pp. 935-938.

sione, il piccolo azionista sarebbe rimasto comunque privo dell'interesse e della possibilità pratica di partecipare alla gestione della società. Al fine di garantire l'azionista-risparmiatore, si proponeva la possibilità per la società di emettere, fino a una certa quota del capitale sociale, azioni prive di voto, ma privilegiate nella distribuzione del dividendo e non sottoposte al regime della nominatività obbligatoria. Sul dividendo minimo da attribuire agli azionisti senza voto la commissione era divisa tra la possibilità di determinarlo in sede legislativa (era divisa anche sull'entità del dividendo) o di lasciarne la competenza alle singole società. In difesa degli azionisti era prevista anche l'istituzione di un organo pubblico di controllo alle dipendenze della Banca d'Italia, che nominasse il revisore di ciascuna società, in luogo del collegio sindacale. Ma ad alcuni componenti la commissione questa era sembrata una sovversione dell'istituto giuridico della società per azioni e si intravedeva un pericolo di burocratizzazione. La stessa garanzia del dividendo era considerata lesiva dell'autonomia dell'assemblea degli azionisti⁵⁴.

La commissione di studio presieduta da Alfredo De Gregorio e istituita dal governo nel 1964, presentò l'anno seguente uno schema di disegno di legge che attribuiva alla Banca d'Italia il controllo sulle società, affidandole la facoltà di nominare il presidente del collegio dei sindaci delle società quotate (art. 38), di fare osservazioni e rilievi sulla gestione, sul bilancio e sugli argomenti all'ordine del giorno (art. 47), di impugnare le delibere assembleari (art. 47), di intervenire al fine di garantire agli azionisti la distribuzione del dividendo, qualora fosse giudicato insufficiente a causa di eccessi negli accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni (art. 48). Il controllo pubblico entrava dunque nell'ambito della legislazione bancaria e del sistema bancario e non era affidato ad un organo indipendente specifico⁵⁵. Anche in seno a questa commissione emersero delle divergenze e proprio in merito all'organo di controllo. Una relazione di minoranza (commissari Auletta e Giannotta) contestava l'affidamento alla Banca d'Italia di compiti di vigilanza, ritenendolo incoerente con il ruolo dell'istituto, e chiedeva l'istituzione di un organo nuovo apposito nominato dal Comitato interministeriale per il credito e il risparmio⁵⁶. Un'altra rela-

⁵⁴ *Relazione della prima Commissione ministeriale per la riforma della società per azioni*, «Rivista delle Società», 1964, pp. 431 e ss.

⁵⁵ *Schema di disegno di legge concernente la riforma delle società commerciali*, «Rivista delle Società», 1966, pp. 93 e ss.

⁵⁶ *Ivi*, pp. 397 e ss.

zione di minoranza (commissari De Gennaro e Ferri) intravedeva nello schema di disegno di legge il pericolo di una invadenza dello stato nell'economia. I poteri attribuiti all'organo di vigilanza della Banca d'Italia, avrebbero costituito un mezzo di pressione tale da influire su tutte le principali decisioni in merito alla gestione sociale⁵⁷.

Lo schema di legge della commissione De Gregorio abbandonava l'ipotesi di una maggiore partecipazione dei piccoli azionisti al controllo delle società e intendeva favorire la diffusione delle azioni di risparmio, prive del diritto di voto, alle quali doveva essere garantito un dividendo minimo. L'articolo 100 prevedeva la riduzione alla metà dell'aliquota della cedolare secca relativa alle azioni di risparmio, che sarebbe stata così portata al 15%. Le due relazioni di minoranza non condividevano questa misura fiscale: la relazione De Gennaro-Ferri riteneva tale facilitazione il minimo che si potesse fare per rilanciare il mercato azionario⁵⁸; al contrario la relazione Auletta-Giannotta riteneva che in questo modo le azioni di risparmio sarebbero diventate per i titolari di alti redditi il modo per eludere la proporzionalità dell'imposta complementare, mentre i redditi modesti sarebbero stati sottoposti ad un'imposta maggiore della complementare corrispondente al reddito⁵⁹. Al contempo Auletta e Giannotta ritenevano la dissociazione tra potere e responsabilità che si veniva a creare nelle società in cui una minoranza aveva il controllo, un elemento di distorsione da ridurre⁶⁰.

Queste incertezze e divergenze nella formulazione della legislazione in tema di organismi di vigilanza e di controllo delle società tradivano, come ha sostenuto Piergaetano Marchetti, l'estraneità «del ruolo del mercato finanziario al modello politico-economico dell'epoca»⁶¹.

Mancava un'analisi approfondita del processo di accumulazione, delle condizioni che potevano favorirlo e soprattutto del ruolo che i mercati finanziari potevano esercitare a tal proposito, anche nella *Nota aggiuntiva* di La Malfa, il più celebre documento in tema di programmazione economica⁶². Se da un lato La Malfa riconosceva che la

⁵⁷ *Ivi*, pp. 407-408.

⁵⁸ *Ivi*, p. 410.

⁵⁹ *Ivi*, p. 401.

⁶⁰ *Ivi*, pp. 401-402.

⁶¹ P. MARCHETTI, *Diritto societario e disciplina della concorrenza*, in *Storia del capitalismo italiano*, a cura di F. Barca, pp. 487-488.

⁶² Cfr. F. VICARELLI, *Note in tema di accumulazione di capitale*, p. 59 e R. BALDUCCI-M. MARCONI, *L'accumulazione di capitale nella visione del governo, della Banca*

programmazione doveva riguardare anche gli investimenti privati, dall'altro si limitava a dire che la programmazione stessa era lo strumento più efficace per incoraggiare le iniziative e ridurre la sottovalutazione dei privati della convenienza ad investire⁶³.

3. I disegni di legge sui fondi comuni d'investimento

La nominatività azionaria condizionò anche il dibattito inerente l'istituzione dei fondi d'investimento, col risultato di impedirne l'approvazione. In mancanza di una legislazione sui fondi comuni d'investimento in Italia cominciarono ad operare dei fondi d'investimento stranieri⁶⁴.

Il primo disegno di legge fu presentato nel 1964⁶⁵ ma dopo la pre-

d'Italia e della Confederazione generale dell'industria, pp. 81-83, in *Scelte politiche e teorie economiche in Italia (1945-1978)*, a cura di G. Lunghini, Torino 1981.

⁶³ U. LA MALFA, *Nota aggiuntiva a Problemi e prospettive dello sviluppo economico e della programmazione in Italia*, Roma, 1973, pp. 93-94.

⁶⁴ Il primo fu nel 1960 un fondo lussemburghese al quale seguirono, nel 1964, fondi americani. Un provvedimento amministrativo del Ministero per il commercio estero dell'aprile 1969 introduceva l'obbligo di investire in titoli italiani almeno il 50% del denaro raccolto in Italia, l'obbligo della concessione dell'autorizzazione ad operare e l'imposizione di controlli. Solo i fondi lussemburghesi si adattarono alle nuove condizioni e continuarono ad essere presenti in Italia (G. PALLADINO-R. RETTAROLI, *L'attività dei fondi comuni in Italia e le condizioni per il loro sviluppo*, in «Banca-ria» 10 (1974), p. 1164-1165).

⁶⁵ Il testo del disegno di legge governativo (n. 763 del 1964) è contenuto in «Rivista delle società», 1964, pp. 910 e ss. Il 30 luglio 1964 nelle dichiarazioni programmatiche del governo, Moro chiese, «allo scopo di facilitare gli investimenti delle imprese, allo scopo concorrente di accrescere la propensione alla produzione» l'approvazione di un disegno di legge che disciplinasse i fondi d'investimento. Si trattava di uno stralcio, «per ragioni di urgenza», di norme relative al progetto di riforma delle società per azioni, sul quale il governo chiedeva una delega. L'ipotesi della delega fu poi abbandonata (*Fondi d'investimento: un mito frenato*, «Mondo Economico», 50 (1970), p. 15), così il primo disegno di legge sull'istituzione dei fondi comuni di investimento fu presentato dal governo al senato nella seduta del 22 settembre (Disegno di legge governativo n. 763). Il fine del provvedimento, quale sostenuto nella relazione del disegno di legge, era di «favorire il diffondersi del possesso azionario anche fra i medi e piccoli risparmiatori e, conseguentemente, di favorire l'afflusso di una maggiore quota del reddito nazionale verso l'investimento in attività produttive». La diversificazione garantita dai fondi e la capacità di selezionare gli investimenti avrebbero consentito ai piccoli risparmiatori di accostarsi al mercato azionario con minori rischi, con più facilità e senza la necessità di investire grandi cifre per avere un alto numero di titoli. Il disegno di legge prevedeva delle facilitazioni fiscali: nel primo quinquennio dall'entrata in vigore della legge le plusvalenze

sentazione non seguirono altri passi verso una sua approvazione. La questione fu rimandata al progetto di riforma sulle società elaborato dalla Commissione De Gregorio, che prevedeva anche l'istituzione e la regolamentazione dei fondi d'investimento⁶⁶.

Il successivo passo verso l'istituzione dei fondi comuni d'investimento fu il Disegno di legge n. 361, presentato al senato il 5 dicembre 1968 dai senatori democristiani Belotti, Colleoni e Segnana⁶⁷. Nella relazione si faceva diretto riferimento all'articolo 47 della costituzione che fissa la direttiva di favorire l'accesso del risparmio popolare, oltre alla proprietà dell'abitazione e della proprietà diretta coltivatrice, anche «al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese». L'istituzione dei fondi comuni d'investimento era quindi finalizzata a rimuovere le difficoltà che inibivano i piccoli risparmiatori all'investimento diretto in valori di rischio, quali la scarsa conoscenza del mercato e la diffidenza per il rischio⁶⁸.

La relazione sosteneva fosse corretto, sul piano teorico, che l'istituzione dei fondi comuni d'investimento fosse inserita nella riforma

dei titoli inclusi nei fondi comuni d'investimento ed i ricavi dalla negoziazione dei diritti d'opzione non sarebbero stati sottoposti all'imposta di ricchezza mobile e gli utili sulle azioni non sarebbero stati soggetti alla ritenuta d'imposta (art. 18); i certificati di partecipazione ai fondi sarebbero stati soggetti ad un'imposta ridotta della metà (art. 29).

⁶⁶ Il testo è riprodotto in «Rivista delle società», 1966, pp. 93 ss. Lo schema di disegno di legge elaborato nel 1966 dalla commissione De Gregorio prevedeva che le plusvalenze realizzate sui titoli inclusi nel fondo non fossero soggette all'imposta sui redditi di ricchezza mobile, come pure i dividendi, mentre dovevano essere tassati i proventi percepiti dai partecipanti ai fondi, sulla base della Legge 29 dicembre 1962 n. 1745 e successive modificazioni, ma con una ritenuta a titolo d'imposta ridotta della metà (art. 103). A tale proposito la relazione sottolineava l'assoluta «incompatibilità della tassazione delle plusvalenze con la funzione propria dei fondi comuni e con la parità di trattamento che deve essere assicurata ai partecipanti». Essendo le quote liquidabili in qualunque momento e dovendo pertanto essere calcolate con la massima esattezza, la determinazione delle imposte sulle plusvalenze sarebbe risultata di impedimento in quanto determinabile solo a notevole distanza di tempo (*Ivi*, p. 186). Si era anche ritenuto che i proventi distribuiti ai partecipanti dovessero essere assimilati, come trattamento fiscale, alle azioni di risparmio e pertanto soggetti ad un'imposta ridotta alla metà, come previsto nello stesso schema di disegno di legge (*Ivi*, p. 187). I commissari di minoranza Auletta e Giannotta ritenevano inaccettabili gli incentivi fiscali alle azioni di risparmio e ai fondi comuni, in quanto favorivano la dissociazione tra potere e responsabilità (*Ivi*, pp. 402-402).

⁶⁷ Il testo del disegno di legge è riportato in «Mondo Economico», 2 (1969), p. 41. Sostanzialmente il disegno di legge riprendeva quello precedente del 1964, con alcune modificazioni.

⁶⁸ *Ibidem*.

delle società invece di precederla, ma sottolineava la necessità urgente di approvare il provvedimento, perché l'Italia era rimasto l'ultimo paese del Mercato comune europeo ad essere privo di una legislazione in materia di fondi comuni d'investimento e la congiuntura richiedeva una maggiore mobilitazione di fondi verso il capitale di rischio⁶⁹.

La novità più rilevante era però quella relativa all'imposizione fiscale. Se infatti la nominatività non veniva meno, i dividendi incassati erano soggetti all'imposta cedolare nell'aliquota del 5% quando il valore nominale complessivo delle quote dei singoli partecipanti fosse inferiore a 100 milioni di lire. Ma il disegno di legge prevedeva anche la possibilità di reinvestire i dividendi, invece di distribuirli ai partecipanti e in questo caso sarebbero stati esenti da tassazione (art. 18). Secondo i relatori la riduzione alla metà dell'imposta, prevista dal disegno di legge precedente, risolveva il problema solo in parte perché valido per i primi cinque anni⁷⁰.

Il progetto di Belotti, Colleoni e Segnana del 1968 non fu deferito ad alcuna commissione, non fu oggetto di alcuna discussione parlamentare e in sostanza non ebbe sorte diversa del Disegno di legge n. 736 del 1964.

Poco prima della sua presentazione il democristiano Emilio Colombo, ministro del Tesoro, era intervenuto sul tema. Il problema maggiore in quel momento era secondo Colombo quello di convogliare verso le imprese quote maggiori di capitali di rischio. Attribuiva al contrasto fra una visione del problema posta sul piano nazionale, e l'esigenza di tener conto dell'integrazione del mercato dei capitali, buona parte della responsabilità della mancata istituzione dei fondi comuni. In altre parole era necessario, da un lato, rispettare gli accordi in sede CEE sulla libertà dei movimenti di capitali (come indicato nel disegno di legge n. 361, che consentiva l'investimento in titoli esteri fino al 25% del patrimonio gestito dai fondi), e dall'altro rendere il mercato finanziario italiano più attraente per gli investimenti, anche attraverso le opportune misure di natura fiscale, al fine di porre termine all'esportazione di capitali⁷¹. Il concetto che per l'Italia era arri-

⁶⁹ *Ivi*, p. 42.

⁷⁰ *Ivi*, p. 46.

⁷¹ L'occasione fu la celebrazione della giornata mondiale del risparmio, il 7 novembre 1968 («Mondo Economico», Supplemento, 46 (1968), p. XVI). «Un Paese come il nostro – sottolineava Colombo –, che ha ancora da risolvere importanti problemi strutturali – problemi la cui soluzione ci porterebbe molto avanti sulla strada non solo del benessere economico ma di quello civile e politico –, non può permet-

vato il momento di adeguarsi alle legislazioni degli altri paesi in materia di trattamento fiscale dei titoli azionari, fu ribadito in un'intervista⁷².

I socialisti non guardavano con favore al disegno di legge n. 361. Ercole Bonacina, della Commissione economica del PSI, condivideva l'opportunità di istituire i fondi comuni d'investimento e di favorire un maggiore afflusso di capitali al mercato azionario, in particolar modo da parte del piccolo risparmio. Ragionando sull'indagine svolta dalla Banca d'Italia per il 1967 sul risparmio delle famiglie italiane, Bonacina sosteneva che la capacità di risparmio riflettesse le ingiustizie sociali esistenti e si concentrasse tra i redditi alti⁷³. Se i provvedimenti tesi a convogliare il risparmio verso i titoli mobiliari erano auspicabili, il nocciolo del problema non risiedeva nell'insufficienza di strumenti tecnici, ma nell'ingiustizia sociale⁷⁴.

Il disegno di legge n. 361 era per Bonacina «una specie di *ballon d'essai* lanciato dalla Democrazia cristiana per veder quali reazioni suscitava l'idea di configurare i fondi come un'oasi di beatitudine fiscale»⁷⁵. La proposta di sottoporre i proventi derivanti dalla partecipazione ai fondi ad un'imposta secca del 5% era giudicata scandalosa, inoltre l'istituzione dei fondi comuni d'investimento avrebbe dovuto

tersi il lusso di consentire che parte del risparmio da esso prodotto venga sottratto allo sviluppo della nostra economia» (*Ibidem*).

⁷² «Bisogna uscire, anche in Italia, – sosteneva Colombo – da concezioni e da visioni provinciali in tema di trattamento fiscale dei redditi derivanti da impieghi in titoli a reddito fisso. Bisogna che l'Italia disponga di una legislazione a livello europeo. È quel che tenderemo di fare con la legge sui fondi di investimento. Allorché anche in Italia potranno circolare titoli non dissimili, quanto a contenuto e quanto a trattamento fiscale del reddito, da quelli che circolano negli altri Paesi europei dove più si è diretto in passato il risparmio italiano, si dovrebbe – almeno si ritiene – limitare l'espatrio di capitali italiani e questi dovrebbero finanziare investimenti all'interno del nostro Paese» (L'intervista al ministro Colombo apparsa su «Successo» è ripresa da «Mondo Economico», 4 (1969), p. 37).

⁷³ Le persone più povere, oltre ad avere difficoltà a risparmiare, mantenevano i loro risparmi in forma liquida, anche in banconote, invece di investire le loro disponibilità in maniera più proficua per loro e per il paese. L'istruzione era un'altra forma di differenziazione, poiché le persone istruite erano le sole o quasi a rivolgersi all'acquisto diretto di titoli obbligazionari e soprattutto azionari. «Un paese che abbia ambizioni economiche – affermava – non può tollerare questo stato di cose: deve impedire alla svelta che la mancanza di istruzione o più semplicemente di informazione comporti la sottrazione all'attività produttiva di risorse di cui, invece, c'è assoluto e mai soddisfatto bisogno» (E. BONACINA, *Il risparmio impossibile*, «L'Astrolabio», 5 gennaio 1969, pp. 8-9).

⁷⁴ *Ivi*, p. 9.

⁷⁵ E. BONACINA, *Fondi d'investimento. Il denaro privilegiato*, «L'Astrolabio», 20 luglio 1969. p. 13.

essere varata all'interno della riforma delle società. Se alla fine della precedente legislatura si poteva anche pensare ad uno stralcio, essendo ora la legislatura all'inizio, si riteneva vi fosse tutto il tempo per approvare qualsiasi riforma⁷⁶.

Rispetto all'urgenza di approvare il provvedimento per frenare l'esportazione di capitali Bonacina non riteneva affatto che il disegno di legge potesse costituire un argine. Il vulnus che sarebbe stato provocato al sistema tributario con gli sgravi previsti avrebbe certamente favorito il decollo dei fondi, ma in virtù della maggiore convenienza dei certificati di appartenenza ai fondi, avrebbe spostato gli investimenti dalle azioni ai fondi, con effetti disastrosi sui corsi di borsa. Il disegno di legge n. 361 era per Bonacina irrecuperabile e comunque se il governo avesse voluto approvare l'istituzione dei fondi comuni d'investimento non avrebbe dovuto far altro che attuare la riforma delle società⁷⁷.

Il 16 dicembre 1968, presentando il programma del governo, Rumor assicurava che si sarebbe proceduto verso la riforma delle società e prometteva la presentazione immediata di un provvedimento sui fondi comuni. Tanta era l'urgenza di attuare questo provvedimento che passarono ben 10 mesi prima che il Consiglio dei ministri approvasse nella notte tra il 26 e il 27 settembre 1969 il disegno di legge in questione⁷⁸.

La nominatività azionaria fu fatta salva (art. 8) con la seguente motivazione: «L'ammissione di certificati al portatore introdurrebbe un trattamento fiscale di favore non già a vantaggio dei più piccoli risparmiatori, conformemente all'indirizzo prescritto dalla costituzione, bensì indiscriminatamente a vantaggio di tutti i possessori dei titoli, in contrasto con la natura dei fondi d'investimento per cui soggetti d'imposta sono e non possono logicamente essere che i singoli partecipanti. Deve trovare applicazione il principio della progressività dell'imposta, sia pure con le agevolazioni e le moderazioni indispensabili per assicurare la funzionalità e il successo dell'istituto e la competitività dei fondi italiani con quelli esteri»⁷⁹. È evidente l'ipocrisia di

⁷⁶ *Ibidem.*

⁷⁷ *Ibidem.*

⁷⁸ «Mondo Economico», 50 (1970), p. 16. A proporre il testo era stato il ministro del Tesoro Colombo d'accordo con i ministri delle Finanze Bosco, della Giustizia Gava e dell'Industria Magrì («Rivista delle società», 1969, p. 1011). Il testo integrale del disegno di legge si trova in «Rivista delle società», 1969, p. 999, mentre il testo privo della relazione si trova in «Mondo Economico», 4 (1969), p. 43.

⁷⁹ «Rivista delle società», 1969, p. 1002.

queste affermazioni, in primo luogo perché con la mole di titoli al portatore esenti da imposte era insensato scaricare solo sui titoli delle imprese il peso della progressività del sistema fiscale, in secondo luogo perché la competitività dei fondi italiani e di conseguenza la funzionalità rispetto al problema dell'espportazione di capitali, non potevano essere conseguite con facilitazioni limitate ai piccoli risparmiatori, dal momento che non erano questi a poter portare i capitali all'estero né erano loro a sottoscrivere i fondi esteri.

Consapevole di queste contraddizioni, il governo stabilì limiti alle agevolazioni fiscali tali da andare incontro anche ad una classe di risparmiatori non proprio piccoli. Due erano i fronti sui quali si interveniva: l'imposta sui redditi e l'imposta sulle successioni. Nel primo caso veniva stabilita una ritenuta definitiva pari al 10% dei proventi annuali percepiti da ciascun partecipante a uno o più fondi, nella misura massima di quattro milioni di lire. Sui proventi eccedenti questa cifra la ritenuta era applicata a titoli d'acconto. Ai residenti all'estero e agli enti morali esenti dall'imposta sulle società era applicata oltre alla ritenuta del 10% un'altra ritenuta del 20% a titolo d'imposta (art. 28). Nella relazione si precisava che questa ritenuta definitiva del trenta per cento non costituiva una condizione di favore, perché gravante su redditi che generalmente non erano soggetti all'imposta personale in Italia e quindi il prelievo non poteva essere a titolo d'acconto⁸⁰. Nel caso in cui il fondo d'investimento fosse ad accumulazione e i proventi non fossero distribuiti il prelievo fiscale avveniva comunque, perché la ritenuta era effettuata direttamente sui dividendi e sulle cedole percepite dal fondo (art. 25). L'articolo 30 stabiliva l'esenzione dall'imposta di successione per le quote di partecipazione ai fondi, nel limite massimo di un controvalore pari a trenta milioni di lire per ciascun erede e di cento milioni di lire sul valore totale dell'asse ereditario.

Secondo il senatore Belotti, il ritardo col quale il governo aveva presentato il disegno di legge non era imputabile alla cosiddetta «lencrazia», «bensì a difficoltà di natura prettamente politica, sostanzialmente riconducibili alla riluttanza in campo socialista, ad ammettere l'allineamento della disciplina fiscale dei Fondi italiani al modulo offerto dalla legislazione comparata, e postulato dall'esperienza mondiale, come condizione essenziale della loro capacità competitiva, ossia della loro effettiva efficacia»⁸¹.

⁸⁰ *Ivi*, p. 1009.

⁸¹ *I fondi comuni di investimento nel disegno di legge governativo*, «Mondo Economico», 40 (1969), p. 17. Il senatore muoveva anche considerazioni critiche su al-

Sul tema del trattamento fiscale, effettivamente i socialisti avevano opinioni nettamente divergenti. Il senatore Bonacina, in un articolo dell'ottobre 1969, respingeva l'accusa che fossero i socialisti ad ostacolare l'istituzione dei fondi comuni d'investimento e ricordava che sul finire della precedente legislatura avevano proposto di riprendere in esame il disegno di legge del 1964, ma che l'ipotesi fu scartata da Colombo e Carli per i dissensi insorti sul trattamento fiscale. Ad ogni modo Bonacina reiterava le obiezioni già mosse in merito alla decisione di dividere l'istituzione di fondi comuni d'investimento dalla riforma della società. Sul piano fiscale calcolava che, con una redditività media delle azioni del 3,93% rilevata ad agosto del 1969, la tassazione di favore (aliquota del 10% sui redditi fino a 4 milioni di lire) sarebbe stata applicata a patrimoni investiti in fondi pari a 100 milioni di lire circa, vale a dire la stessa cifra esente dall'imposta di successione⁸². Non importava se i dividendi distribuiti avessero già scontato l'imposta di ricchezza mobile in sede di formazione del bilancio societario⁸³. Anche nel caso in cui il limite dei 4 milioni fosse stato ridotto a due milioni e mezzo, Bonacina escludeva categoricamente la possibilità che da parte dei socialisti la proposta del governo potesse essere accolta.

cuni aspetti tecnici del disegno di legge, in particolare sul limite minimo di 5 miliardi di lire al capitale delle società di gestione dei fondi: perché un tale investimento potesse essere remunerativo per la società di gestione, il valore del fondo avrebbe dovuto raggiungere i 150 miliardi di lire in tempi brevi, cosa sproporzionata rispetto alle dimensioni del mercato azionario italiano, o il capitale della società non avrebbe trovato sufficiente remunerazione (*Ivi*, p. 18).

⁸² E. BONACINA, *L'evasione secondo Colombo*, «L'Astrolabio», 40 (1969), pp. 17-18. «Considerare 'risparmio popolare' - scriveva - il possesso di un patrimonio in sole quote di fondi comuni, di 100 milioni di lire, a dir poco è una presa in giro. È fuor di dubbio che la persona fisica la quale possiede un patrimonio di 100 milioni in sole quote di fondi comuni, possiede altri beni, mobili e immobili, per un valore almeno pari. È anche fuor di dubbio che la pluralità di fondi comuni, e la non difficile suddivisione di partecipazioni superiore a 100 milioni di lire fra prestanomi, permetterebbe di applicare la generosa agevolazione fiscale a patrimoni vistosi ed anzi vistosissimi. È un voler tutelare il risparmio popolare, tutto questo?» (*Ibidem*).

⁸³ «Quel che conta - continuava - è l'aggravio fiscale di fronte al quale si trovano, a parità di reddito, il percettore di proventi da fondi comuni e il lavoratore: e l'aggravio è molto maggiore per questo che per quello. E non basta. È difficile che chi abbia un reddito di quattro milioni da fondi comuni, non ne abbia un altro di almeno altrettanto da un'altra fonte. Applicando la complementare sul reddito globale di otto milioni, l'aliquota sarebbe del 13,24 per cento e l'imposta di 1 milione 59 mila lire. Applicando invece le disposizioni del disegno di legge, lo Stato rinuncerebbe a 513 mila lire l'anno di imposta, una somma pari ad esempio al salario di un bracciante stabilmente occupato del sud» (*Ibidem*).

Perplessità sulla proposta del governo erano presenti anche tra i repubblicani. Bruno Visentini, accusava il disegno di legge governativo di accentuare la «mostruosità» del sistema fiscale italiano, giudicato «sempre più intollerabile e inapplicabile nella generalità dei casi – per l'assurda elevatezza delle aliquote, per la macchinosità dei tributi, per la confusione legislativa, per gli arbitrii e le scorrettezze amministrative – ma sempre disposto a consentire, nelle forme più occasionali e arbitrarie, zone di franchigia alle categorie politicamente più forti», o che riuscivano a far prevalere le loro richieste, e «sempre costretto a soluzioni improvvisate, per provvedere a esigenze di fronte alle quali non sia possibile chiudere gli occhi»⁸⁴. Nel caso specifico dei fondi d'investimento Visentini ammoniva che il proposito di frenare l'espatriazione di capitali con facilitazioni fiscali era un'illusione e spiegava: «chi porta i denari all'estero non lo fa soltanto per sottrarsi alla fiscalità italiana, ma anzitutto per avere degli investimenti che siano sottratti ai rischi politici e al profondo disordine in cui l'Italia si trova»⁸⁵.

Nel campo socialista in tema di politica fiscale sui fondi, vi era anche chi faceva eccezione rispetto agli orientamenti del partito. Il deputato Eugenio Scalfari difese la necessità di stabilire una riduzione del carico fiscale sui fondi comuni d'investimento. «Avendo deciso di creare i 'fondi' – spiegava – per rinsanguare la borsa e trattenere in patria i capitali, era chiaro che si doveva compiere, da parte dello Stato qualche sacrificio fiscale. Era chiaro per esempio che sottoporre i 'fondi' allo stesso regime vigente per le azioni equivaleva a non volere che funzionassero; altrettanto evidente era il fatto che la disciplina fiscale dei fondi italiani non avrebbe potuto differire troppo da quella dei fondi stranieri, senza ottenere il deprecabile risultato che i secondi avrebbero messo i primi fuori mercato»⁸⁶.

⁸⁴ B. VISENTINI, *Inoperanti i Fondi di investimento senza la riforma del sistema tributario e delle società per azioni*, «Il Mondo», 30 ottobre 1969, p. 15 (è riprodotto anche in «Mondo Economico», 43 (1969), pp. 27-28).

⁸⁵ «La via coerente, pur nell'ambito della deviazione, la via che creerebbe meno pericoli per l'avvenire e meno pregiudizio per la riforma tributaria, starebbe nella sostanziale assimilazione dei certificati emessi dai Fondi alle obbligazioni, accompagnata da una robusta cedolare, da un rigoroso limite massimo alle azioni con voto pieno che ciascun Fondo possa complessivamente possedere (il 10 per cento dell'attivo lordo del Fondo), e dal divieto fatto ai Fondi di possedere azioni con voto pieno emesse dalla medesima società in misura che, a mio avviso, dovrebbe essere del 2 per cento per le società fino a 50 miliardi di capitale, dell'1 per cento per le società con capitale da 50 a 100 miliardi e del mezzo per cento per le società con capitale superiore a 100 miliardi» (*Ibidem*).

⁸⁶ «In queste condizioni, la libertà di scelta era abbastanza vincolata; bisognava:

Chi realizzava redditi superiori al limite di quattro milioni aveva l'obbligo di denunciare al fisco il reddito percepito e di pagare l'imposta dovuta, ma Scalfari chiariva che l'obbligo era solamente «morale», in quanto il fondo non era tenuto a fare alcuna comunicazione al fisco, ma soltanto ad annotare sui propri libri i nomi dei sottoscrittori delle quote. La conclusione era che la nominatività, mantenuta sulla carta, di fatto veniva meno, come del resto era inevitabile. Si poteva scegliere di far pagare un'aliquota come quella del 30% gravante sui residenti all'estero, ma si preferì un'aliquota minore per rendere i fondi più appetibili⁸⁷.

Il disegno di legge arrivò in discussione in aula al Senato il 4 febbraio 1970 e in quella sede si scontrarono nuovamente le due diverse posizioni in merito al trattamento fiscale da praticare sui fondi comuni d'investimento. Da una parte il ministro del Tesoro Colombo, dall'altro il senatore socialista Salvatore Formica⁸⁸.

Il senatore socialista, pur dichiarando superata la pregiudiziale che i socialisti avevano posto, di discutere congiuntamente l'istituzione dei fondi, la riforma tributaria e quella sulle società per azioni, dichiarava l'intenzione dei socialisti di perseguire quegli obiettivi. «I dati aziendali, le partecipazioni sociali, i rapporti intragruppo, i bilanci analitici, la vigilanza di controllo degli azionisti di minoranza, costituiscono la mappa segreta della vita intima delle società. E come si può parlare – chiedeva Formica – in queste condizioni di allargamento del mercato azionario e di un maggiore flusso di risparmio verso il capitale di rischio?». L'istituzione dei fondi d'investimento non poteva essere la cura di tutti i mali e l'investimento da parte loro in titoli azionari doveva avvenire non in base a spinte speculative ma «secondo linee di correttezza e di convenienza». Nonostante tutto non intendeva sottovalutare

istituire i fondi con tutte le norme necessarie al loro funzionamento tecnico, e questo s'è fatto facilmente; assoggettare ad un'imposta secca non superiore al 30 per cento i dividendi da essi incassati sulle azioni in portafoglio; lasciare ai singoli sottoscrittori di 'parti' l'obbligo (morale) di denunciare al fisco gli utili del fondo; annotare comunque i loro nomi sui libri del fondo affinché il fisco, ogni qualvolta lo volesse, potesse effettuare controlli. Invece s'è preferito seguire una via diversa, in omaggio agli 'idola fori', cioè in questo caso al principio della nominatività. E la via è questa: le azioni che si trovino nel portafoglio d'un fondo non pagheranno niente. Pagheranno invece i sottoscrittori di 'parti' nel momento in cui, una volta l'anno, il fondo determinerà l'utile di ciascuno» («L'Espresso», 28 settembre 1969, p. 15).

⁸⁷ *Ibidem.*

⁸⁸ Il dibattito, con i discorsi di Formica e Colombo, è contenuto in *Atti parlamentari. Senato della Repubblica. V Legislatura. Assemblea - Resoconto stenografico*, pp. 13432 e ss.

la capacità, limitata, dei fondi di stimolare l'afflusso di risparmio al mercato azionario, di stabilizzare i corsi e di allargare il listino.

Consapevole delle difficoltà del mercato dei capitali, caratterizzato da un aumento dei tassi d'interesse e dalla prospettiva di ulteriori aumenti, nonché dal problema dell'esportazione di capitali, ma determinato a perseguire l'obiettivo dello sviluppo senza inflazione e della stabilizzazione senza stagnazione, concordava sulla necessità di «aumentare la formazione di risparmio e farlo fluire verso investimenti altamente produttivi»⁸⁹.

«Noi socialisti – continuava – abbiamo sostenuto e sosteniamo che la competitività non la si può ricercare nella franchigia fiscale e nella creazione di un parco privilegiato immune dai controlli fiscali. Ci siamo ispirati nel proporre emendamenti e modifiche al principio della 'trasparenza' fiscale, cioè alla equiparazione tra il trattamento riservato ai diretti possessori di azioni e quello offerto ai portatori di parti di fondi. È questo uno dei punti più delicati da noi prospettati e non risolti completamente nel disegno di legge in esame»⁹⁰.

C'era un altro problema: il Mezzogiorno. Formica temeva che il risparmio prodotto dal Mezzogiorno non venisse riutilizzato in investimenti produttivi in quell'area, che ne aveva maggiore bisogno ed era invece caratterizzata dalla difficoltà di erogazione del credito⁹¹.

⁸⁹ Del resto nel 1969, riconosceva che nonostante i miglioramenti rispetto all'anno precedente in termini di quotazioni, livello degli scambi e dividendi distribuiti, la Borsa non era riuscita a favorire in misura adeguata la crescita del capitale di rischio delle imprese. «Nel 1961, – ricordava Formica – 238 grandi aziende, manifatturiere si autofinanziarono per 131 miliardi ed aumentarono il capitale di rischio di 212 miliardi; nel 1967 l'autofinanziamento scese a 67 miliardi, e l'aumento di capitali a 61 miliardi. Di qui nasce l'appassionata difesa dei fondi di investimento che noi non vogliamo contraddire ma piuttosto rendere realistica, senza illusorie mitizzazioni». A tale proposito faceva presente che se la scelta dei fondi da parte di risparmiatori doveva avvenire sulla base della loro redditività, con una redditività delle azioni oscillante tra il 2 e il 4%, il perseguimento dell'utile non poteva che avvenire con la compravendita di titoli, e tenuto conto che i fondi esteri davano rendimenti tra il 12 e il 13%, i fondi italiani, con il listino dell'epoca, sarebbero stati scarsamente appetibili (*Ibidem*).

⁹⁰ (*Ibidem*).

⁹¹ Il risparmio postale del sud del paese era il 43,77% del totale nel 1968, quello raccolto dagli istituti di credito era il 61,54 per cento del totale ad agosto 1969, mentre i depositi a risparmio costituivano 26,27% del totale nel 1968. «Saranno i fondi – si chiedeva – altri strumenti di drenaggio del risparmio meridionale verso società quotate in borsa operanti in prevalenza nel Nord? Il risparmio meridionale costituito in parte dalle rimesse degli emigranti, scarsamente remunerato dai bassi tassi postali e bancari, affluirà verso attività che consolideranno vecchi e nuovi squilibri?». Pro-

Anche la liberalizzazione del mercato finanziario prevista su scala europea destava perplessità e preoccupazioni. Non vi era nessuna contrarietà ad abolire tutte le disposizioni discriminatorie esistenti in merito all'accesso al mercato finanziario, all'introduzione in borsa di titoli, all'armonizzazione delle norme fiscali sui redditi mobiliari, ma soltanto quando fossero stati superati gli squilibri economici ed assorbite le sacche di disoccupazione del Mezzogiorno.

Il punto che più suscitava la contrarietà dei socialisti era sempre quello fiscale. Se alcune modifiche erano state accolte, quali l'abbassamento da 4 a 3 milioni di lire del limite massimo ai proventi assoggettabili alla ritenuta secca del 10% ed erano state ridotte da 30 a 25 milioni di lire per ciascun erede le quote esenti da imposte di successione e da 100 a 75 milioni di lire quelle sul totale dell'asse ereditario, questi cambiamenti non erano giudicati sufficienti. In particolare la fascia di esenzione sull'imposta di successione era ritenuta ancora troppo alta. I socialisti erano contrari anche all'articolo 40-bis, che introduceva l'esenzione sulle plusvalenze realizzate dalle società, nei tre anni successivi al varo della legge, mediante cessione di azioni e obbligazioni ai fondi d'investimento, purché destinate all'investimento in beni strumentali. Questo avrebbe permesso alle società di non attingere agli accantonamenti e di non richiedere aumenti di capitali. Sarebbe stato più utile secondo Formica che l'esenzione avesse riguardato gli investimenti nel Mezzogiorno e nella ricerca scientifica.

Un'altra questione indigesta era il trattamento dei fondi esteri. Vi era il timore che dietro i fondi esteri si mascherassero fondi italiani con sede all'estero in paesi dove la legislazione era meno rigorosa e più aperta a forme speculative e che questi stessi fondi diventassero «strumenti operativi di un piano organico predisposto per sostenere l'afflusso di fondi europei sul mercato americano». La «sfida americana» riguardava dunque, non soltanto la innovazione tecnologica, ma anche gli aspetti finanziari. Formica chiedeva la garanzia che i fondi stranieri fossero sottoposti alla stessa normativa di quelli italiani e l'impegno del governo a impedire che fossero superati i livelli di guardia nei movimenti di capitali con l'estero.

Nel discorso di Formica ritornava la convinzione della centralità del sistema bancario nel processo di accumulazione già evidenziata da

poneva allora: «I banchi meridionali e le casse di risparmio dovranno costituire una società di gestione dei fondi comuni che fissi nel Mezzogiorno il risparmio raccolto scegliendo fra titoli di aziende pubbliche e private, che presentino ampi programmi di investimenti produttivi nel Sud» (*Ibidem*).

Nesi, centralità che non poteva che mettere in secondo piano la borsa e con essa le iniziative volte a promuovere una sua espansione⁹².

In conclusione Formica concedeva il consenso dei socialisti all'istituzione dei fondi, non come adesione convinta al disegno di legge, ma come apertura di credito per ciò che si sarebbe fatto in seguito in termini di programmazione e di riforme. Tuttavia il disegno di legge non fu approvato e ad eccezione del tentativo di riesumarlo nel 1972, uscì dal dibattito politico e si dovette attendere fino al 1983 per il varo definitivo dei fondi comuni d'investimento⁹³.

Ad affondare il disegno di legge era intervenuto anche il senatore socialista Arialdo Banfi, che definì l'introduzione di facilitazioni fiscali sui fondi uno scardinamento del sistema fiscale e la premessa per nuove esenzioni. Il governo avrebbe dovuto impegnarsi a presentare immediatamente un disegno di legge sul regime societario e ad evitare che la riforma tributaria all'epoca in discussione alla Camera non fosse ulteriormente ritardata. I fondi d'investimento erano strumenti utili secondo Banfi, ma nel rispetto dei principi della progressività fiscale e della nominatività che la Direzione del PSI aveva approvato nel documento economico del 21 novembre 1969⁹⁴.

Il ministro Colombo nel suo intervento al Senato a conclusione della discussione generale, pose l'attenzione sull'esportazione di capitali. Secondo il ministro nel periodo 1964-68 la fuga di capitali non aveva costituito un problema, in quanto il surplus delle partite correnti era tale da superare la fuoriuscita di capitali, al punto che in mancanza di tale fenomeno l'avanzo nei conti con l'estero avrebbe indotto una rivalutazione della lira. Al contrario nel 1969 i conti con l'estero si erano chiusi in passivo, dal momento che l'espansione della domanda interna aveva ridotto l'avanzo delle partite correnti della bi-

⁹² «A che cosa può servire una legge sui fondi – si domandava infatti il senatore – se non mettiamo mano a riformare le nostre strutture creditizie? – e continuava – Riduzione dei costi, concentrazione degli istituti di credito, più servizi complementari, selezione più diffusa ed accentuata del credito, adeguamento dei tassi dei depositi a risparmio e del risparmio postale: sono obiettivi da raggiungere al più presto, sia per modificare la ripartizione strutturale del risparmio finanziario delle famiglie, sia per fare avanzare la posizione dell'Italia, nella graduatoria mondiale dei paesi risparmiatori». I socialisti avrebbero preferito «la istituzione di poche società pubbliche di fondi, con funzione pilota, fortemente controllate dalla vigilanza, per non sconvolgere l'attuale sistema del risparmio» (*Ibidem*).

⁹³ Legge 23 marzo 1983, n 77 («Gazzetta Ufficiale» n. 85, 28 marzo 1983) relativa al disegno di legge governativo 24 gennaio 1982 n. 83.

⁹⁴ *Allargare il mercato finanziario attraverso i fondi d'investimento*, «Avanti!», 5 febbraio 1970, p. 8.

lancia dei pagamenti. Il volume dell'esportazione di capitali era stata di 2800 miliardi di lire nel 1969, di cui 300 miliardi erano costituiti da investimenti italiani all'estero in larga parte dovuti ad acquisto di parti di fondi comuni esteri e 1400 miliardi dall'esportazione illegale di banconote all'estero. Le cause andavano ricercate non solo nei maggiori tassi d'interesse riscontrabili all'estero, ma anche nell'esistenza all'estero di canali di adduzione del risparmio alle imprese che riducevano il rischio ed erano soggetti ad un trattamento fiscale di favore, nonché ai timori inerenti la situazione politica generale. Anche in Italia si sarebbe dovuto, con senso di responsabilità, creare i moderni canali per far fluire il risparmio alle imprese, vale a dire i fondi d'investimento⁹⁵.

⁹⁵ «La istituzione dei Fondi comuni di investimento – spiegava Colombo – dovrebbe, in primo luogo, *sollecitare la formazione del risparmio*; in secondo luogo, *facilitarne l'adduzione alle imprese sotto la forma di capitale di rischio*; in terzo luogo, *contribuire ad eliminare, frenando l'esodo di capitali, il pericolo dell'insorgere di squilibri* tali nei conti con l'estero da imporre una politica di stabilizzazione». Per contrastare l'esportazione di capitali erano necessari: «la parificazione dei tassi d'interesse correnti all'interno ed all'estero, la presenza anche in Italia di moderne istituzioni per la raccolta e l'impiego del risparmio, un trattamento fiscale non difforme da quello corrente sui mercati internazionali, l'allargamento del listino di borsa con una più rilevante offerta di titoli», favorito dalla legge sulle agevolazioni fiscali agli aumenti di capitale Colombo concordava nel ritenere che sarebbe stato più opportuno procedere alla realizzazione della riforma delle società e della riforma tributaria congiuntamente all'istituzione dei fondi d'investimento, ma insisteva sulla necessità che in quel momento le società avevano di collocare azioni. La complessità delle altre due riforme avrebbe richiesto molto tempo e aspettare avrebbe significato aggravare la situazione congiunturale. Colombo assicurava che la disciplina dei fondi era stata elaborata in armonia con i principi ispiratori della riforma delle società e della riforma tributaria, in maniera tale da non pregiudicarle. «Le agevolazioni fiscali – spiegava – sono tali che pur rendendo concorrenziali i Fondi comuni come strumenti di impieghi di capitali, non arrivano al punto da derogare sostanzialmente ai principi di una tassazione progressiva. D'altronde, esse sono imposte dall'attuale situazione di tassazione dei capitali. [...] Se per ragioni tecniche e psicologiche – continuava – non può applicarsi il sistema della denuncia allo schedario di possessori di titoli, cionondimeno i poteri della finanza sono tali da garantire un'efficace e sicuro controllo contro l'evasione». La validità dei fondi era in ogni caso legato alla capacità di assicurare una redditività sufficiente e soprattutto di competere con i fondi esteri. Inoltre investendo sia in azioni che in titoli a reddito fisso, una imposizione fiscale simile a quella gravante sulle azioni avrebbe sottoposto i titoli a reddito fisso ad un'imposizione alla quale erano esenti al di fuori dei fondi. Relativamente ai limiti sui quali si applicavano le agevolazioni fiscali, Colombo ricordava la riduzione a 3 milioni di lire dei redditi a cui era applicabile l'imposta del 10%, mentre riguardo all'imposta di successione ricordava l'esistenza sul mercato di titoli già esenti dalla medesima imposta, titoli che avrebbero potuto entrare a far parte del fondo comune e che sarebbe

A nulla valsero queste argomentazioni e l'istituzione dei fondi fu rinviata di dodici anni. La permanenza delle divisioni interne alla maggioranza sui fondi d'investimento, sulla riforma delle società, sulla normativa fiscale etc., lasciò il paese sostanzialmente privo di una politica in materia di mercati finanziari.

Conclusioni

La legge 1745 del 1962, con l'istituzione della ritenuta d'acconto sui dividendi e l'obbligo per le società di denunciare i percettori dei dividendi, è sicuramente il punto di svolta che segna il limite tra due fasi opposte della borsa italiana e tra due diversi sistemi di finanziamento dell'impresa. Se negli anni cinquanta è progressivamente aumentata la capacità della borsa di finanziare le imprese, dal 1963 in poi i principali attori del mercato sono stati gli istituti di credito speciale. Il travagliato e infruttuoso dibattito sui fondi d'investimento è la principale manifestazione dell'incapacità di una classe dirigente di esprimere una politica in materia di mercati finanziari. Ha prevalso la diffidenza presente in casa socialista verso un modello di finanziamento dell'impresa, quello rappresentato dal diretto ricorso al mercato, che non garantiva alla stessa maniera dell'intermediazione del sistema bancario, le politiche di programmazione e il controllo da parte del potere politico sugli investimenti. Alla crisi della borsa si è infatti affiancata la crescita del credito agevolato e dei trasferimenti in conto capitale⁹⁶.

Visti i tassi di crescita dell'economia italiana negli anni sessanta e settanta risulta difficile sostenere che una politica in materia di accumulazione favorevole al ruolo di intermediazione del sistema bancario, abbia avuto effetti negativi. Bisogna però ricordare che l'esportazione di capitali, denunciata dal ministro Colombo, non può certo aver avuto effetti positivi sull'economia del nostro paese. In ogni caso, mi premeva dimostrare come la concatenazione depositi-titoli degli istituti di credito-prestiti alle imprese, che veniva delineandosi in quegli anni come il mezzo privilegiato di trasformazione del risparmio in investimento, fosse il risultato di una determinata politica economica, compiutasi in quel periodo, e non una inevitabile peculiarità dell'economia italiana.

stato ingiusto tassare («Mondo Economico», 6 (1979), *Discorso del Ministro Colombo al Senato*, pp. 41-44).

⁹⁶ V. PONTOLILLO, *Profili del sistema di credito speciale*, Roma 1976.

L'estraneità della borsa al modello politico dell'epoca ha finito per impedire anche interventi normativi quali la riforma delle società e l'istituzione dei fondi comuni d'investimento, il primo a favore della trasparenza, il secondo a favore del piccolo risparmio, che avrebbero consentito un maggiore afflusso di risparmi al mercato azionario e un suo migliore funzionamento. Tutto questo non era evidentemente ritenuto urgente, o comunque le divisioni interne alla maggioranza erano tali da non poter permettere una sintesi delle diverse posizioni.

DIEGO MARENOT
Università Bocconi